DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 13

(2017–2018)

Melding til Stortinget

Statens pensjonsfond 2018

Innhold

Del I **Statens pensjonsfond 2018** 7

1 **Innledning og sammendrag** 9

2 **Statens pensjonsfond utland: strategi og resultater** 15
2.1 Dagens investeringsstrategi 15
2.2 Resultater 24
2.3 Kostnader 35
2.4 Gjennomgang av Norges Banks forvaltning 38

3 **Statens pensjonsfond utland: videreutvikling av strategi og forvaltning** 52
3.1 Opptrapping til ny aksjeandel og regler for tilbakevekting 52
3.2 Unoterte aksjeinvesteringer 52
3.3 Miljømandatene og investeringer i unotert infrastruktur 67
3.4 Obligasjonsinvesteringene 67
3.5 Rammen for avvik fra referanse-indeksen 71
3.6 Styringsstrukturen for forvaltningen 73
3.7 Investeringer i energiaksjer 73
3.8 Organisering av investeringene i unotert eiendom 73
3.9 Retningslinjer for statsobligasjoner 74

4 **Statens pensjonsfond Norge: strategi og resultater** 75
4.1 Dagens investeringsstrategi 75
4.2 Resultater 76

5 **Ansvarlig forvaltning** 89
5.1 Dagens rammeverk 89
5.2 Arbeidet med ansvarlig forvaltning 89
5.3 Rapport om beste internasjonale praksis innen ansvarlig forvaltning 97
5.4 Rapportering om klimarisiko 103
5.5 Forventningsdokument om skatt og åpenhet 105
5.6 Enkelte endringer i retningslinjer for observasjon og utelukkelse 107

Del II **Temaartikkel** 109

6 **Kostnader, avkastning og risiko ved investeringer i aktive eierfond** 111
6.1 Innledning 111
6.2 Kostnader 111
6.3 Avkastning 113
6.4 Risikojustert avkastning 114
6.5 Oppsummering 116

Vedlegg
1 Ord og uttrykk 117
2 Historiske tabeller 125

DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 13

(2017–2018)

Melding til Stortinget

Statens pensjonsfond 2018

Tilråding fra Finansdepartementet 10. april 2018,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Solberg)

Del I
Statens pensjonsfond 2018

1 Innledning og sammendrag

Formålet med Statens pensjonsfond er å støtte opp under langsiktige hensyn ved bruk av statens petroleumsinntekter og sparing for å finansiere pensjonsutgiftene i folketrygden. Fondets bidrag til å finansiere offentlige utgifter vil særlig være viktig etter hvert som befolkningen blir eldre og presset på offentlige finanser tiltar. En eldre befolkning gir økte utgifter til pensjoner og helse- og omsorgstjenester, samtidig som offentlige inntekter svekkes ved at en mindre del av befolkningen jobber og betaler skatt. En langsiktig og god forvaltning av våre felles sparemidler i Statens pensjonsfond legger til rette for at petroleumsformuen kan komme både dagens og fremtidige generasjoner til gode.

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Norges Bank og Folketrygdfondet forvalter de respektive fondene innenfor mandater fastsatt av Finansdepartementet.

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

Statens pensjonsfond forvaltes med mål om å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et risikonivå som skal være akseptabelt. Forvaltningen skal være åpen, ansvarlig, langsiktig og kostnadseffektiv. Det er bred politisk enighet om at fondet ikke skal være et virkemiddel i utenriks- eller klimapolitikken.

Denne meldingen handler om forvaltningen av SPU og SPN. Den inneholder en omtale av resultatene i forvaltningen i 2017 og en bred gjennomgang av Norges Banks forvaltning av SPU. Meldingen drøfter også videreutvikling av strategien for investeringene og arbeidet med ansvarlig forvaltning.

Fra og med i år vil meldingen få navn etter det året den legges frem. Tittelen er derfor endret til *Statens pensjonsfond 2018*.

Fondets investeringsstrategi

Investeringsstrategien er utviklet over tid basert på faglige utredninger, praktiske erfaringer og grundige vurderinger. Viktige veivalg er forankret i Stortinget. Det legger til rette for å holde fast ved en langsiktig strategi, også i perioder med uro i finansmarkedene.

Investeringsstrategiene for SPU og SPN er uttrykt i mandatene som Finansdepartementet har fastsatt for forvaltningen av fondene, hvor blant annet ønsket risiko fremgår gjennom sammenvektingen av referanseindeksene for aksjer og obligasjoner. I SPU økes andelen aksjer gradvis fra 62,5 pst. til 70 pst., i tråd med Stortingets behandling av fjorårets melding. I SPN er andelen aksjer satt til 60 pst. Obligasjoner står for den resterende delen av referanseindeksene.

Den valgte investeringsstrategien for Statens pensjonsfond tar utgangspunkt i at risiko kan reduseres ved å spre investeringene på ulike aktivaklasser, land, sektorer og enkeltselskaper. Det er videre lagt til grunn at finansmarkedene i all hovedsak er velfungerende, slik at det vil være vanskelig systematisk å oppnå høyere avkastning enn det som følger av utviklingen i markedet sett under ett. En slik tilnærming tilsier at investorer bør spre investeringene bredt og søke å minimere forvaltningskostnadene.

Statens pensjonsfond forvaltes på denne bakgrunn nært de referanseindekser som Finansdepartementet har fastsatt. Disse indeksene kan i utgangspunktet følges tett og til lave kostnader. De innebærer at investeringene spres på mange enkeltaksjer og obligasjonslån, som skal gjenspeile investeringsmulighetene i de internasjonale finansmarkedene. I SPU kan mer enn 99 pst. av svingningene i fondets avkastning tilskrives referanseindeksen. Kostnadene er lave sammenlignet med andre store fond.

Norges Bank og Folketrygdfondet avviker noe fra referanseindeksene. Det gir forvalterne mulighet til en kostnadseffektiv tilpasning til indeksene, samt til å utnytte særtrekk ved fondene eller opparbeidede fortrinn for å oppnå en høyere avkastning enn indeksene. I mandatet for SPU har departementet stilt enkelte krav som også innebærer avvik fra referanseindeksen, blant annet om miljørelaterte investeringer. Både Norges Bank og Folketrygdfondet har over tid

skapt meravkastning ved avvik fra referanseindeksen.

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

Høy avkastning i 2017

2017 var et år med god avkastning og historisk lave svingninger i de globale finansmarkedene. Det var tiltakende økonomisk vekst, lav inflasjon og lave renter. For fjoråret sett under ett oppnådde SPU en avkastning på 13,7 pst. målt i fondets valutakurv. Det var positiv avkastning av både obligasjoner og eiendom, men høyest avkastning av aksjer. Markedsverdien var ved utgangen av 2017 på 8 484 mrd. kroner, etter fratrekk for forvaltningskostnader. Målt i norske kroner økte markedsverdien med 977 mrd. kroner, i all hovedsak som følge av høy avkastning av investeringene målt i internasjonal valuta.

Finansmarkedene i Norden hadde i 2017 en avkastning om lag på linje med verden for øvrig. Avkastningen av SPN var 13,2 pst. målt i norske kroner. Avkastningen av aksjer var markert høyere enn for obligasjoner. Markedsverdien var ved utgangen av 2017 på 240 mrd. kroner.

Norges Bank og Folketrygdfondet har som mål å skape høyest mulig avkastning etter kostnader, innenfor rammene i mandatene fastsatt av Finansdepartementet. Avkastningen av SPU var i fjor 0,70 prosentenheter høyere enn referanseindeksen, og siden 1998 har meravkastningen vært på 0,28 prosentenheter i gjennomsnitt per år. Samlet tilsvarer det om lag 140 mrd. kroner, før forvaltningskostnader. SPN oppnådde i 2017 en avkastning som var 0,46 prosentenheter høyere enn referanseindeksen, og siden 2007 har meravkastningen vært på 1,06 prosentenheter i gjennomsnitt per år.

Målt som andel av forvaltet kapital var kostnadene i fjor på 0,06 pst. i SPU og 0,07 pst. i SPN. Det er innenfor rammene fastsatt av Finansdepartementet.

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

Forventet avkastning og utsikter for fondsverdien fremover

De siste årene har det vært svært god avkastning i de internasjonale finansmarkedene. Samtidig har svingningene vært forholdsvis lave. Over tid er det grunn til å forvente betydelige svingninger i verdien av Statens pensjonsfond. Norges Bank anslår de årlige forventede svingningene av SPU ved utgangen av 2017 til 920 mrd. kroner, målt ved standardavvik. Det innebærer at det årlige utslaget i fondets verdi forventes å være større enn dette i ett av tre år. Eventuelle endringer i kronekursen kommer i tillegg.

Det lave internasjonale rentenivået trekker ned forventet avkastning av Statens pensjonsfond fremover. Flere har pekt på at en betydelig del av rentenedgangen de siste årene kan tilskrives strukturelle endringer i verdensøkonomien – og dermed er langvarig. Finansdepartementet anslår den forventede realavkastningen av SPU over tid til om lag 3 pst. med en aksjeandel på 70 pst. Den realiserte realavkastningen av fondet vil kunne bli vesentlig høyere eller lavere enn dette, både i enkeltår og i perioder.

Også lavere inntekter fra olje og gass bidrar til at veksten i fondets verdi ventes å flate ut fremover. Produksjonen på norsk sokkel har trolig passert toppen, og de siste årene har oljeprisen vært lavere enn gjennomsnittet for de siste ti-femten årene. Det trekker ned statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. I mange år har tilførselen av oljeinntekter bidratt til at kapitalen i SPU har økt år for år, også i perioder med negativ avkastning. Fremover må vi regne med at verdiutviklingen i større grad vil bestemmes av avkastningen i de internasjonale finansmarkedene.

Målt i norske kroner påvirkes fondets verdi også av utviklingen i kronekursen. Siden fondets oppstart kan svekkelsen av kronekursen isolert sett anslås å ha økt fondets verdi med om lag 1 000 mrd. kroner. Mesteparten av dette har skjedd de siste fire årene. Kronekursen har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Gjennomgang av Norges Banks forvaltning

Finansdepartementet har siden 2009 gjennomgått Norges Banks forvaltning av SPU i begynnelsen av hver stortingsperiode. Målet med gjennomgangene er å bidra til åpenhet og innsikt i Norges Banks forvaltning. Det er viktig for tilliten til forvaltningen og kan bidra til å styrke evnen til å holde fast ved lønnsomme, langsiktige investeringsstrategier, også i perioder med svake resultater. Som ledd i arbeidet har departementet mottatt flere eksterne vurderinger, blant annet fra en ekspertgruppe og Norges Bank.

Gjennomgangen i denne meldingen følger opp Stortingets anmodningsvedtak om å vurdere nytte og kostnader ved de ulike investeringsstrategiene som Norges Bank benytter i den aktive forvaltningen. Finansdepartementet måler nytte ved mer-

avkastning og kostnader ved strategienes bidrag til risiko og forvaltningskostnader.

Ekspertgruppen har tatt utgangspunkt i avkastningen Norges Bank har oppnådd utover referanseindeksen fra Finansdepartementet. Ulike modeller og metoder er brukt for å belyse resultatene. I noen analyser søker ekspertgruppen å skille avkastningen som forvalter oppnår ved å ta systematisk risiko og avkastning som skyldes andre valg. Det kan gi innsikt i hvordan resultatene er oppnådd. Ekspertgruppens analyser tyder på at en del av meravkastningen synes å være et resultat av økt systematisk risikotaking. Mandatet åpner for at banken kan ta mer eller mindre risiko enn i referanseindeksen.

I en vurdering av oppnådde resultater må en også ta hensyn til at referanseindeksens avkastning ikke kan oppnås kostnadsfritt. Det påløper kostnader ved investeringer i tråd med referanseindeksen, såkalt passiv forvaltning. Ekspertgruppen peker på at forvalters bidrag til avkastningen bør måles etter at merkostnadene ved aktiv forvaltning er trukket fra. Det er mulig å anslå hvor mye av kostnadene som ville påløpt også ved passiv forvaltning og hvor mye som er påløpt som følge av Norges Banks avvik fra referanseindeksen, men slike anslag er usikre.

Resultatene i Norges Banks forvaltning har samlet sett vært gode. Den samlede meravkastningen i perioden januar 1998 til juni 2017 er anslått til mellom 75 og 112 mrd. kroner, avhengig av hvordan det justeres for kostnader. Dette viser nytten av at Norges Bank har mulighet til å avvike noe fra referanseindeksen for å utnytte SPUs særtrekk, som størrelse, lang tidshorisont og lavt likviditetsbehov. Slike avvik gir rom for å oppnå meravkastning, samtidig som banken kan håndtere løpende endringer i indeksene på en kostnadseffektiv måte.

Aksjeinvesteringene har bidratt mest til meravkastningen i perioden sett under ett. Fordelt på strategier, slik det er målt i perioden fra 2013, har meravkastningen i all hovedsak kommet fra ekstern verdipapirseleksjon innen aksjeforvaltningen og fra strategier for markedseksponering, herunder indekstilpasninger, faktorstrategier og inntekter fra utlån av verdipapirer. Noen strategier har bidratt lite eller negativt til de samlede resultatene, blant annet obligasjonsinvesteringene i perioden sett under ett og allokeringsstrategier i delperioden fra 2013. Strategier for allokering omfatter blant annet investeringer i land utenfor referanseindeksen. Dette hovedbildet gjelder også når det tas hensyn til kostnader og risiko. Intern verdipapirseleksjon har i den siste perioden hatt en meravkastning som om lag tilsvarer forvaltningskostnadene, men gitt liten økonomisk kompensasjon for anslått risiko.

SPU investeres langsiktig, og resultatene må vurderes over tid. Finansdepartementet vil samtidig peke på at Norges Banks hovedstyre er ansvarlig for at bankens forvaltning av SPU er hensiktsmessig innrettet, innenfor rammene fastsatt av departementet. Det omfatter også valg av strategier, vurderinger av strategienes avkastning og risiko over ulike tidshorisonter og markedsforhold, samt åpenhet og rapportering om strategiene. Med utgangspunkt i denne arbeidsdelingen, eksterne analyser og vurderinger, samt resultatene i forvaltningen sett under ett, legger departementet i denne meldingen ikke opp til å endre rammen for avvik fra referanseindeksen.

Ekspertgruppen anbefaler mer åpenhet om fastsettelsen og implementeringen av bankens interne referanseindekser. Det vil bidra til større innsikt i resultatene av de ulike strategiene, utnyttelsen av risikorammer, fordeling av kostnader og insentiver i forvaltningen. Departementet vil følge opp dette i dialogen med Norges Bank.

Som ledd i gjennomgangen av Norges Banks forvaltning har konsulentselskapet Inflection Point Capital Management (IPCM) utarbeidet en rapport om ledende global praksis innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Dette er et område i utvikling, men med store forskjeller mellom investorers interesse for og tilnærming til temaet. Konsulentrapporten gir en nyttig oversikt og viser at den ansvarlige forvaltningen må tilpasses til det enkelte fonds formål, størrelse og politiske rammebetingelser. IPCM mener det ikke er én felles tilnærming, og fremhever et sett med kjennetegn ved beste praksis. Etter departementets oppfatning gjenspeiles disse kjennetegnene i stor grad i den ansvarlige forvaltningen av SPU.

Gjennomgangen av resultatene og strategiene i Norges Banks forvaltning omtales i avsnitt 2.4. Kostnader omtales i avsnitt 2.3, mens rammen for avvik fra referanseindeksen omtales i avsnitt 3.5. Rapporten om ledende internasjonale praksis innen ansvarlig forvaltning omtales i avsnitt 5.3.

Økt aksjeandel og risikotaking i noterte markeder i SPU

Aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen er den enkeltbeslutningen som har størst betydning for forventet avkastning og risiko i SPU. Aksjer har høyere forventet avkastning enn obligasjoner, og vil derfor i større grad bidra til målet om at fondet skal ha størst mulig kjøpekraft. Sam-

tidig har aksjer høyere risiko. Det gir større variasjon i den avkastningen som realiseres og større risiko for tap på lang sikt.

Finansdepartementet la i fjorårets melding opp til å øke aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU fra 62,5 pst. til 70 pst. Stortinget sluttet seg til dette. Som grunnlag for beslutningen om fondets aksjeandel, var det lagt opp til en grundig prosess. Finansdepartementet fikk blant annet råd fra et offentlig utvalg ledet av Knut Anton Mork og fra Norges Bank. Departementet mottok også innspill gjennom en offentlig høring av utvalgets rapport.

I samråd med Norges Bank er det fastsatt en plan for hvordan innfasingen av den nye aksjeandelen skal gjennomføres. Stortinget vil bli orientert etter at aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen har nådd 70 pst. I lys av ny aksjeandel vil Finansdepartementet gjennomgå reglene for tilbakevekting.

Opptrapping til ny aksjeandel og regler for tilbakevekting omtales i avsnitt 3.1.

Obligasjonsinvesteringene i SPU

Obligasjonsinvesteringene i SPU skal bidra med likviditet, redusere svingningene i fondet, samt legge til rette for høsting av risikopremier som rente- og kredittrisiko. Dagens referanseindeks for obligasjoner gjenspeiler en avveiing av disse formålene. I lys av beslutningen om å øke aksjeandelen til 70 pst. la Finansdepartementet i fjorårets melding opp til en gjennomgang av referanseindeksen for obligasjoner.

Norges Bank har gitt sine råd og vurderinger i brev til Finansdepartementet høsten 2017. Banken anbefaler en betydelig innsnevring av referanseindeksen, ved at den fremover kun skal inneholde nominelle statsobligasjoner som har en løpetid på mindre enn 10,5 år og er utstedt av USA, Storbritannia eller land i eurosonen. Dette innebærer blant annet at selskapsobligasjoner og om lag 20 valutaer tas ut av indeksen. I sitt råd la Norges Bank ikke opp til å endre investeringsuniverset.

Finansdepartementet mener rådet fra Norges Bank innebærer flere endringer i forhold til hovedprinsippene for investeringsstrategien. Dette gjelder blant annet prinsippet om bred spredning av investeringene i referanseindeksen og at risikofaktorer det ønskes eksponering mot som hovedregel bør inngå i referanseindeksen. Departementet anser at det er behov for ytterligere analyser og har derfor oppnevnt en ekspertgruppe som skal vurdere obligasjonsinvesteringene i SPU. Departementet tar sikte på å legge frem sine vurderinger i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2019.

Obligasjonsinvesteringene i SPU er omtalt i avsnitt 3.4.

Unoterte aksjer i SPU

Finansdepartementet vurderer regelmessig investeringsmulighetene for SPU, blant annet basert på forskning og utviklingstrekk ved finansmarkedene. I denne meldingen vurderes en åpning for unoterte aksjer i SPU på generelt grunnlag. Som ledd i arbeidet, har Finansdepartementet hentet inn flere eksterne analyser og vurderinger, blant annet fra en ekspertgruppe og Norges Bank.

Investorers tilgang til det unoterte aksjemarkedet skjer i all hovedsak gjennom aktive eierfond. I slike eierfond får en forvalter fullmakt til å investere i og styre et mindre antall unoterte selskaper. Forvalter trekker på kapital fra flere investorer og har som mål å skape avkastning før eierfondet avvikles, normalt etter ti år. Dette gjøres ved å legge om selskapenes styringsstruktur og ledelse, kapitalstruktur og operasjonelle drift. Det største segmentet er oppkjøpsfond, som tar sikte på å bedre resultatene i allerede etablerte, lønnsomme selskaper.

Unoterte aksjer kan gi Norges Bank flere investeringsmuligheter i forvaltningen av SPU, men kan bare gjøres gjennom såkalt aktiv forvaltning. Det eksisterer ikke referanseindekser for slike investeringer som kan følges tett og til lave kostnader, og resultatene vil avhenge av bankens konkrete valg av investeringer. Et sentralt spørsmål er om særtrekk ved SPU kan gi Norges Bank fortrinn eller ulemper ved investeringer gjennom aktive eierfond, sammenlignet med andre investorer. Å investere SPU direkte i unoterte selskaper, som ikke kontrolleres av slike fond, fremstår etter departementets syn som lite aktuelt.

SPUs størrelse kan gi grunnlag for kostnadsfortrinn. Det krever imidlertid at en vesentlig andel av SPU må investeres i det unoterte aksjemarkedet, i all hovedsak innen oppkjøpsfond. En liten andel av investeringsmulighetene for SPU vil være innen oppstartsfond for nye selskaper, noe som skyldes at disse fondene ofte er små. Det er samtidig ikke kostnadseffektivt å investere i for mange eierfond. En annen fordel for SPU er et lavt behov for likviditet. En strategi der det investeres mye i perioder med markedsuro kan likevel være krevende å gjennomføre i praksis.

Departementet mener at investeringer i unoterte aksjer vil utfordre sentrale kjennetegn ved dagens forvaltningsmodell, som lave forvalt-

ningskostnader, en indeksnær tilnærming og stor grad av åpenhet. Slik sett er spørsmålet om det skal åpnes for denne typen investeringer et viktig veivalg for fondets langsiktige innretting.

Lave kostnader er et kjennetegn ved SPU. Kostnader til ekstern aksjeforvaltning i det noterte markedet utgjør om lag 0,5 pst., og samlede kostnader i fondet om lag 0,06 pst. målt som andel av forvaltet kapital. Til sammenligning kan de årlige kostnadene ved å investere i aktive eierfond anslås til om lag 6 pst. av forvaltet kapital.

Forvaltningen av SPU er indeksnær og innebærer at fondet skiller seg fra andre investorer ved at en hovedsakelig har valgt å ta systematisk risiko i noterte markeder, med et begrenset innslag av aktiv forvaltning. Dette gjenspeiles i at SPU har en høyere aksjeandel og en lavere andel unoterte investeringer enn mange andre store fond. Flertallet i Mork-utvalget fremhevet dette som et argument for at risikotakingen i SPU kunne økes ved å heve aksjeandelen til 70 pst.

Åpenhet er en viktig forutsetning for bred oppslutning om og tillit til forvaltningen av SPU. Mange aktive eierfond er lite åpne om sin virksomhet og unoterte selskaper er ikke underlagt samme krav til rapportering som selskaper på børs. Departementet mener det er usikkert om det er mulig å oppnå samme åpenhet om investeringer i unoterte aksjer som for fondets øvrige investeringer. Nødvendige krav til åpenhet vil kunne snevre inn investeringsmulighetene for Norges Bank. Åpenhet og demokratisk forankring innebærer også at SPUs omdømme er utsatt for ikke-finansiell risiko i større grad enn mange andre investorer.

Om det skal åpnes for unoterte aksjeinvesteringer i SPU er en avveiing av fordeler og ulemper. En åpning kan gi Norges Bank flere investeringsmuligheter i den operative forvaltningen. Departementet anser at fortrinn som størrelse og likviditet kan gi grunnlag for å forvente noe høyere avkastning enn gjennomsnittet av investorer. Slike fortrinn er samtidig usikre, og bidraget til samlet avkastning og risiko i SPU vil uansett være begrenset. Samtidig kan unoterte aksjeinvesteringer påvirke fondets omdømme og utfordre sentrale kjennetegn ved dagens forvaltningsmodell. Departementet ser også hen til at aksjeandelen nå økes til et nivå der det kan være lite hensiktsmessig å utsette SPU for andre typer risiko.

Etter en samlet vurdering legger Finansdepartementet ikke opp til å åpne for investeringer i unoterte aksjer i SPU på generelt grunnlag. Departementet vil for øvrig vise til at Norges Bank i dag har mulighet til å investere i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering, noe departementet vil følge opp i dialogen med banken.

Unoterte aksjeinvesteringer i SPU er omtalt i avsnitt 3.2.

Miljømandatene og investeringer i unotert infrastruktur i SPU

I de to siste meldingene om Statens pensjonsfond har Finansdepartementet vurdert om det skal åpnes opp for investeringer i unotert infrastruktur i SPU. Dette omfatter ulike typer infrastruktur som er tilgjengelige for investorer i det unoterte markedet, fra flyplasser og bomveier til solenergianlegg og sykehus. Vurderingen har vært ikke å åpne for investeringer i unotert infrastruktur nå. I meldingen som ble lagt frem våren 2017 ble det blant annet pekt på at et åpent og politisk forankret statlig fond som SPU ikke er godt egnet til å bære den særlige risikoen ved slike investeringer.

Ved behandlingen av meldingen sluttet et flertall i finanskomiteen seg til vurderingen, men med følgende merknad:

> *«Investeringsstrategien for SPU er utviklet gradvis over tid, og flertallet viser til det pågående arbeidet til Gjedrem-utvalget med sentralbankloven, neste års grundige gjennomgang av Norges Banks forvaltning og den videre utviklingen i markedet, som samlet gjør det naturlig å komme tilbake til problemstillingen om utvidelse av investeringsuniverset i nær fremtid.»*

Finansdepartementet legger opp til å følge opp finanskomiteens merknad ved å vurdere om investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi kan gjennomføres innenfor rammen av de særskilte miljørelaterte mandatene, med krav til åpenhet, avkastning og risiko som for øvrige investeringer i SPU. I forbindelse med dette legger departementet også opp til å gjennomgå reguleringen av miljømandatene mer generelt, herunder mandatenes størrelse.

Miljømandatene og investeringer i unotert infrastruktur er omtalt i avsnitt 3.3.

Ansvarlig forvaltning

Statens pensjonsfond har et overordnet finansielt mål. Innenfor denne målsettingen skal fondet være en ansvarlig investor. God finansiell avkastning over tid antas å avhenge av velfungerende markeder og en bærekraftig utvikling. Det gjelder særlig for en stor, diversifisert og langsiktig inves-

tor som i stor grad vil oppnå en avkastning i tråd med verdiskapingen i økonomien.

Mandatene for SPU og SPN viser til internasjonalt anerkjente standarder for ansvarlig forvaltning. Norges Bank og Folketrygdfondet utøver fondenes eierrettigheter. Viktige virkemidler i den ansvarlige forvaltningen er blant annet fremme av internasjonale standarder og forskning, dialog med selskaper, klargjøring av fondets forventninger, samt å fremme forslag og stemme på generalforsamlinger. Et nytt forventningsdokument om skatt og åpenhet ble lagt frem av Norges Bank i april 2017. Ytterligere et forventningsdokument, om anti-korrupsjon, ble lagt frem i februar 2018.

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

Etikkrådet gir råd om utelukkelse og observasjon av selskaper. Beslutningene tas av Norges Bank. Banken kan i noen tilfeller velge et annet virkemiddel enn det Etikkrådet har gitt råd om. Det overordnede målet er å finne det mest egnede virkemiddelet i hver enkelt sak. For kullkriteriet kan Norges Bank ta beslutninger uten en tilråding fra Etikkrådet.

Klima er en viktig, finansiell risikofaktor for Statens pensjonsfond på lang sikt. Fondsmeldingen som ble lagt frem våren 2017 inneholdt en bred omtale av klimarisiko, som er en integrert del av forvaltningen av SPU og SPN. Årets melding gjør nærmere rede for et rammeverk for rapportering av klimarisiko, med utgangspunkt i anbefalingene fra en internasjonal arbeidsgruppe (TCFD) og hvordan disse anbefalingene kan tas i bruk av Norges Bank og Folketrygdfondet.

Ansvarlig forvaltning er omtalt i kapittel 5.

Arbeid som pågår

Norges Bank ga i november 2017 råd til Finansdepartementet om å ta olje- og gassektoren ut av SPUs referanseindeks for aksjer, med mål om å redusere oljeprisrisikoen i statens formue.

Problemstillingen som Norges Bank tar opp er omfattende og har mange sider. Finansdepartementet legger opp til at rådet behandles på en grundig og god måte, slik praksis er for alle viktige veivalg i forvaltningen av SPU. For å få et bredt beslutningsgrunnlag har departementet derfor oppnevnt et ekspertutvalg, sendt rådet fra Norges Bank på offentlig høring og sendt brev til banken for å innhente ytterligere informasjon. Regjeringen tar sikte på å legge frem sin vurdering for Stortinget høsten 2018.

Et utvalg ledet av Svein Gjedrem overleverte i juni 2017 forslag til ny sentralbanklov. Utvalget foreslår at forvaltningen av SPU legges til et nytt særlovsselskap utenfor Norges Bank. Utvalget la også frem to alternative styringsmodeller der forvaltningen beholdes i Norges Bank. Finansdepartementet vil arbeide videre med forslaget til ny sentralbanklov og komme tilbake til Stortinget.

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

Disse sakene er omtalt i avsnittene 3.6 – 3.8.

2 Statens pensjonsfond utland: strategi og resultater

2.1 Dagens investeringsstrategi

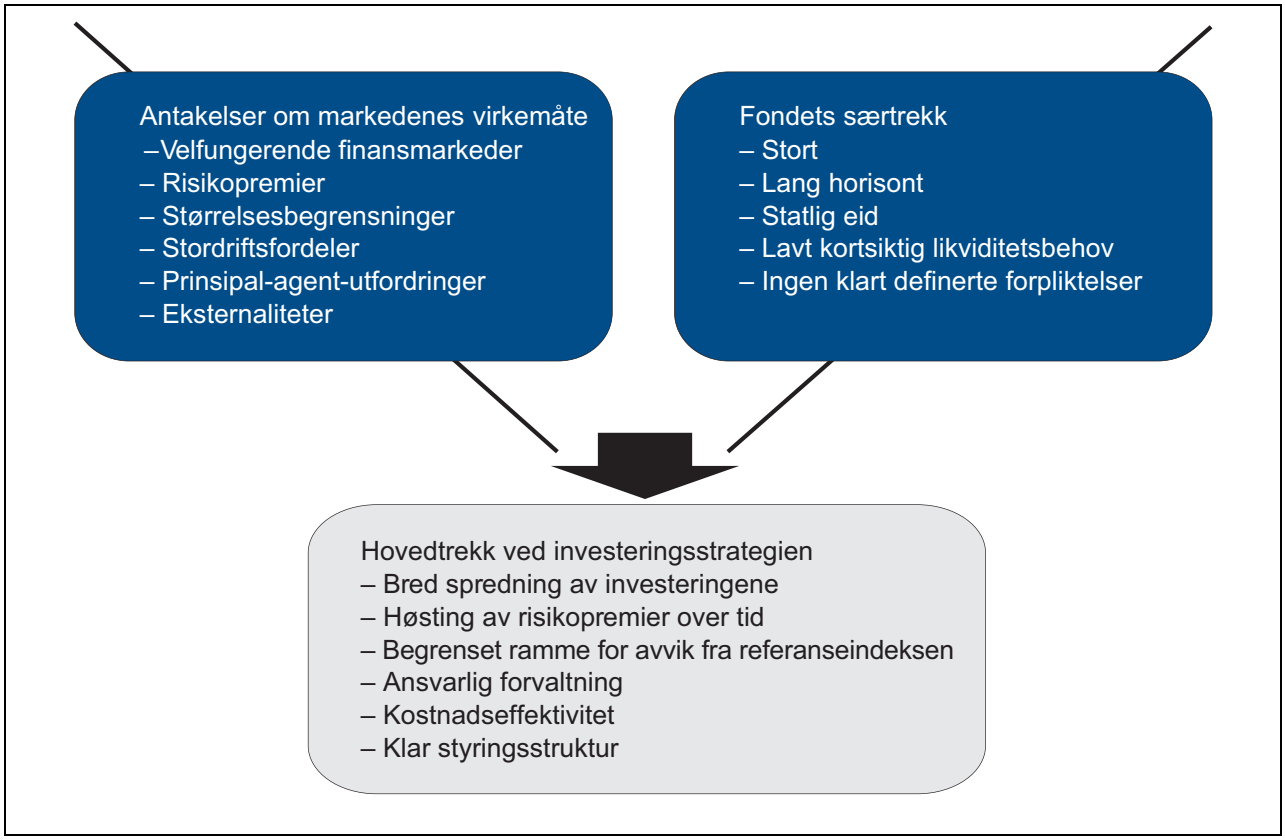
2.1.1 Bakgrunn

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

Fondet er en finansiell investor. Målet med investeringene er å oppnå høyest mulig avkastning, etter kostnader og målt i internasjonal valuta, innenfor rammen av akseptabel risiko. Investeringsstrategien er fastlagt i Finansdepartementets mandat for SPU, mens den operasjonelle gjennomføringen av mandatet ivaretas av Norges Bank, se avsnitt 2.1.7.

Strategien tar 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. Strategien er oppsummert i figur 2.1.

SPU forvaltes nært de referanseindeksene Finansdepartementet har fastsatt. Mer enn 99 pst. av svingningene i fondets avkastning kan forklares med svingninger i referanseindeksen. Selv om rammen for å avvike fra referanseindeksen er



Figur 2.1 Finansdepartementets antakelser om markedenes virkemåte, særtrekk ved SPU og investeringsstrategien

Kilde: Finansdepartementet.

Boks 2.1 Fondskonstruksjonen og det finanspolitiske rammeverket

Den løpende tilførselen av kapital til SPU representerer i all hovedsak omgjøring av petroleumsformuen på norsk sokkel til finansformue i utlandet. De løpende inntektene fra olje og gass skiller seg fra statens øvrige inntekter ved å være omplassering av formue. Samtidig svinger disse inntektene mye og vil på sikt ta slutt.

SPU og retningslinjene for bruk av oljeinntekter 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 oljekorrigerte budsjettunderskuddet).

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

– Bruken av fondsinntekter skal over tid følge den forventede realavkastningen av SPU.
– Det må legges stor vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å bidra til 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 synlig og en 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. Det finanspolitiske rammeverket legger til rette for at realverdien av fondet 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.

begrenset, har Norges Bank over tid oppnådd meravkastning i forvaltningen av fondet.

Åpenhet er viktig og en forutsetning for bred oppslutning om forvaltningen av sparemidlene i SPU. Viktige veivalg i forvaltningen blir forankret i Stortinget. Bred oppslutning om hovedlinjene for fondet legger til rette for en langsiktig strategi, som også kan fastholdes i perioder med uro i finansmarkedene.

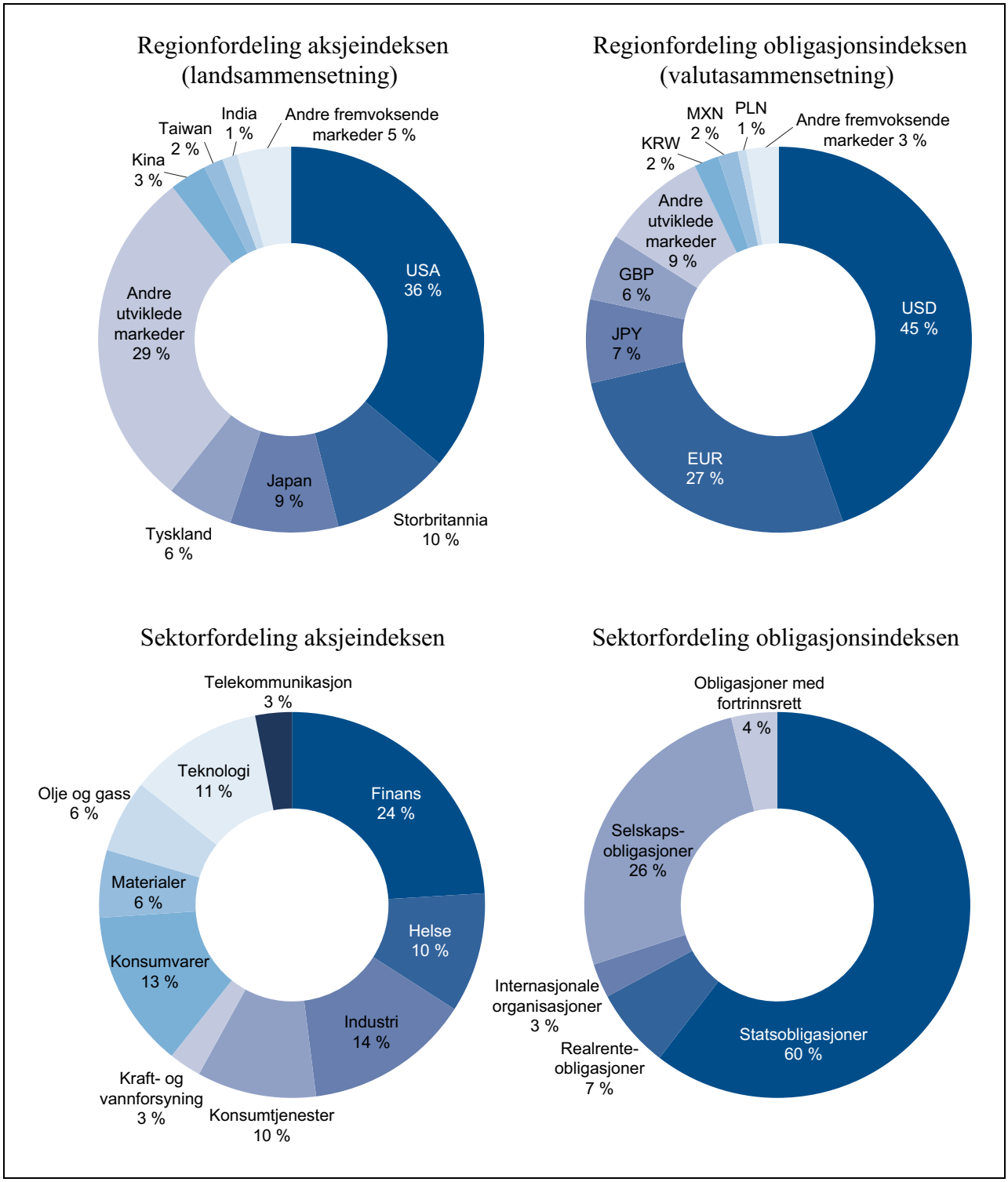
2.1.2 Bred spredning av investeringene

Et sentralt utgangspunkt for investeringsstrategien for SPU er at risikoen kan reduseres ved å spre investeringene bredt, såkalt diversifisering. Når investeringene fordeles på ulike aktivaklasser, land, sektorer og enkeltselskaper, reduseres risikoen. Det gjør fondet mindre sårbart for hendelser som påvirker enkeltaksjer eller enkeltmarkeder. En slik tilnærming gjør det mulig å ta bort store deler av den risikoen som er spesifikk for enkeltinvesteringer, også kalt usystematisk risiko, og bidrar til å bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko i fondet.

Prinsippet om bred spredning av investeringene kommer til uttrykk i departementets valg av referanseindekser for aksjer og obligasjoner i mandatet for forvaltningen av SPU. Referanseindeksene inneholder mange tusen enkeltaksjer og obligasjonslån og skal gjenspeile investeringsmulighetene i det internasjonale finansmarkedet, se figur 2.2. Indeksene angir en fordeling på land, sektorer, enkeltselskaper og obligasjonslån. De er satt sammen slik at investorer skal kunne følge dem tett og til lave kostnader. De valgte indeksleverandørene er ledende internasjonalt og har fastsatt egne kriterier for hvilke markeder, selskaper og utstedere som inkluderes i referanseindeksene.

Referanseindeksen for aksjer er basert på en indeks fra FTSE Russell og inkluderer alle land, med unntak av Norge, som indeksleverandøren klassifiserer som utviklede markeder, avanserte fremvoksende markeder eller sekundære fremvoksende markeder. Innad i hver region fordeles investeringene etter størrelsen på de noterte aksjemarkedene i landene som inngår i indeksen. Fordelingen mellom regioner avviker noe fra markedsvekter ved at en større andel investeres i Europa og en mindre andel i USA og Canada. Det er gjort rede for den valgte geografiske fordelingen i meldingen om Statens pensjonsfond som ble lagt frem våren 2012.

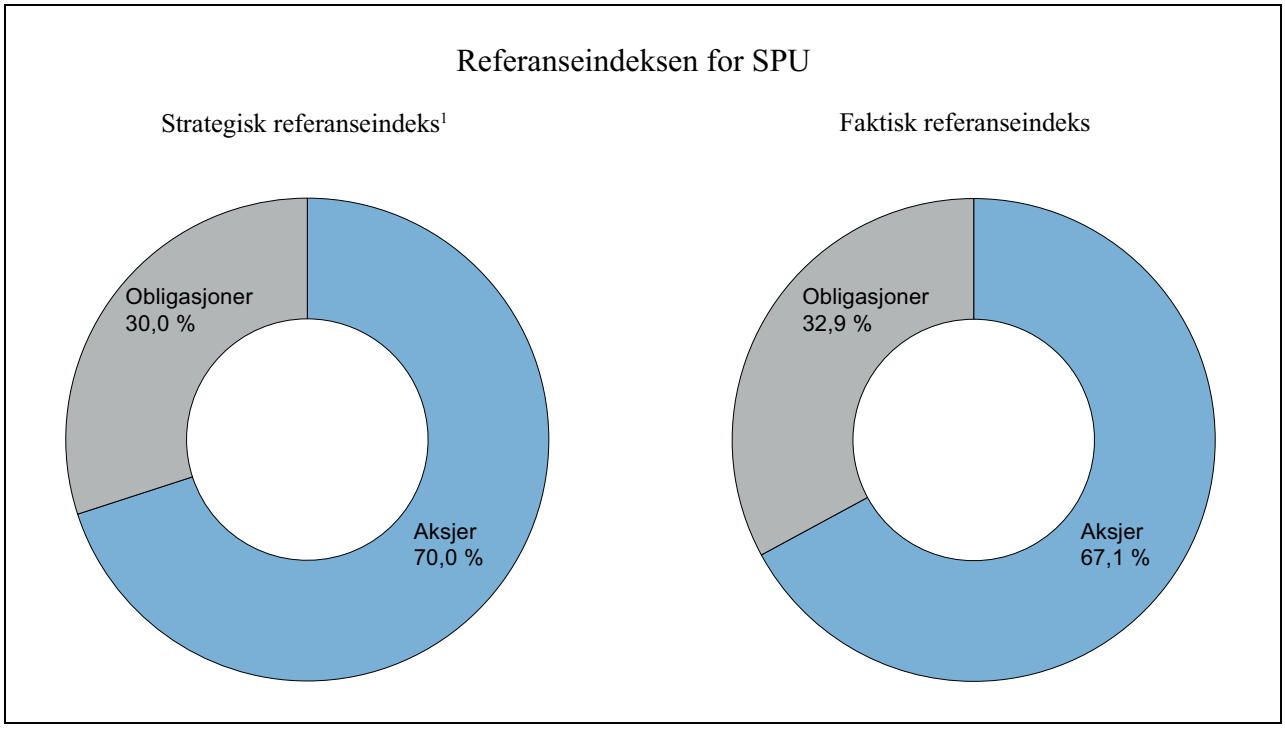
Obligasjonsindeksen er basert på indekser fra Bloomberg Barclays, og består av delindekser for statsobligasjoner og selskapsobligasjoner. Departementet har fastsatt en fordeling av de to delindeksene med 70 pst. statsobligasjoner og 30 pst. selskapsobligasjoner. Norske obligasjoner er ute-



Figur 2.2 Aksje- og obligasjonsindeksens fordeling på geografiske regioner og sektorer per 31. desember 2017

Kilder: Barclays, FTSE Russell, Norges Bank og Finansdepartementet.

latt fra indeksen. Mens fordelingen av investeringene innenfor delindeksen for selskapsobligasjoner er basert på markedsvekter, er fordelingen innenfor delindeksen for statsobligasjoner basert på økonomienes relative størrelse målt ved BNP. Samtidig er det foretatt enkelte justeringer på noen områder, blant annet for å sikre en bred geografisk spredning av investeringene. For en nærmere omtale av referanseindeksen og investeringer i obligasjoner, se avsnitt 3.4.



Figur 2.3 Sammensetning av strategisk og faktisk referanseindeks for SPU ved utgangen av 2017

[1] Aksjeandelen trappes opp til 70 pst., se avsnitt 3.1.

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

2.1.3 Høsting av risikopremier

Brede bevegelser i markedspriser på aksjer, valutaer, råvarer og renter omtales gjerne som markedsrisiko eller systematisk risiko. Ifølge finansteori kan investorer forvente en kompensasjon for å bære denne typen risiko. Den forventede meravkastningen kalles en risikopremie. En må ta risiko for over tid å oppnå tilfredsstillende forventet avkastning. Høyere risiko innebærer høyere forventet avkastning, men også større utslag i verdien på investeringene og større sannsynlighet for tap på lang sikt.

En sentral risikopremie er aksjepremien, som er den forventede meravkastningen ved å investere i aksjer fremfor mer sikre obligasjoner. Tilsvarende vil en som investerer i obligasjoner kunne forvente en kompensasjon, en såkalt kredittpremie, avhengig av hvor stor risiko det er for at låntaker ikke innfrir sine forpliktelser. Størrelsen på disse premiene er usikre og kan variere over tid. Sammensetningen av investeringene gjenspeiler investors avveiing av forventet avkastning og risiko.

Investorer har ulik tidshorisont på sine investeringer og evne til å bære risiko. Som eier av SPU legger staten opp til å bevare fondets hovedstol over tid, slik at også fremtidige generasjoner får glede av oljeinntektene. Sannsynligheten for store og uventede uttak fra fondet vurderes som relativt lav. Den lange investeringshorisonten gjør SPU godt egnet til å bære risiko som forutsetter en lang tidshorisont. Dette utnyttes blant annet til å høste den forventede meravkastningen ved å investere i aksjer fremfor obligasjoner. Investeringer i aksjer innebærer at fondet tar del i verdens økonomiske vekst og verdiskaping, og ventes å gi vesentlige bidrag til fondets avkastning over tid. Obligasjoner forventes å ha lavere avkastning enn aksjer, men også lavere risiko. I fondet skal obligasjonsinvesteringene bidra til å dempe variasjonene i den samlede avkastningen, til å bedre likviditeten og til å høste risikopremier.

For SPU er andelen som investeres i aksjer det valget som i størst grad bestemmer fondets samlede avkastning og risiko. Andelen bestemmes indirekte gjennom at referanseindeksene for aksjer og obligasjoner settes sammen til en samlet, *strategisk referanseindeks* for fondet. I 2017 sluttet Stortinget seg til at aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU skal økes fra 62,5 pst. til 70 pst. Innfasingen skal skje over tid etter en plan som er fastsatt i samråd med Norges Bank, se avsnitt 3.1. Når planen er gjennomført, vil obligasjoner utgjøre 30 pst. av den strategiske referanseindeksen.

Markedsprisene på aksjer og obligasjoner endres løpende og vil normalt utvikle seg ulikt over tid. Det er derfor lite hensiktsmessig å holde fordelingen av aksjer og obligasjoner fast på ethvert tidspunkt, blant annet fordi hyppige transaksjoner påfører fondet kostnader. Det er derfor fastsatt en *faktisk referanseindeks* der andelene aksjer og obligasjoner tillates å bevege seg innenfor et fastsatt bånd. Figur 2.3 viser hvordan strategisk og faktisk referanseindeks for SPU var satt sammen ved utgangen av 2017.

Dersom aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen blir vesentlig lavere eller høyere enn i den strategiske, vil det kunne gi en annen risiko og forventet avkastning enn det som i utgangspunktet er forankret gjennom valget av aksjeandel. Finansdepartementet har derfor fastsatt regler for tilbakevekting (rebalansering) av aksjeandelen når avviket er større enn en viss grense (fire prosentenheter). Tilbakevekting gir også investeringsstrategien et visst motsyklisk trekk, ved at fondet kjøper den aktivaklassen som har falt mye i relativ verdi og selger aktivaklassen som har steget relativt mye. I perioden der aksjeandelen i SPU økes til 70 pst. gjelder spesielle regler for tilbakevekting.

2.1.4 Begrenset ramme for avvik fra referanseindeksen

Investeringsstrategien for SPU tar utgangspunkt i at finansmarkedene i all hovedsak er velfungerende. Konkurransen mellom markedsaktørene er gjennomgående høy, og ny, offentlig tilgjengelig informasjon antas dermed raskt å bli gjenspeilet i prisene på verdipapirer. Det vil derfor være vanskelig systematisk å oppnå høyere avkastning enn markedet, som kan oppfattes å uttrykke resultatet til et gjennomsnitt av investorer. Et naturlig utgangspunkt for investorer er derfor å spre investeringene bredt og søke å minimere forvaltningskostnadene.

Enkelte investorer kan likevel ha særtrekk eller fortrinn som kan gjøre det mulig å oppnå meravkastning over tid. For SPU er størrelse et særtrekk som kan gjøre fondet egnet for å høste stordriftsfordeler. Samtidig kan størrelse være en ulempe ved at enkelte strategier vanskelig kan skaleres opp og ved at det er mer krevende å gjøre store endringer i porteføljen i løpet av kort tid uten at transaksjonskostnadene blir høye.

Finansdepartementets mandat for SPU setter en ramme for Norges Banks avvik fra referanseindeksen. Målet med slike avvik er å utnytte fondets særtrekk og fortrinn til å oppnå meravkastning og en kostnadseffektiv gjennomføring av strategien. Avvik fra referanseindeksen krever nærhet og kjennskap til markedene og gjennomføringen er derfor delegert til Norges Bank, se boks. 2.2.

I mandatet er adgangen til å avvike fra referanseindeksen rammet inn ved en grense for forventet relativ volatilitet, som er fastsatt til 1,25 prosentenheter. Forventet relativ volatilitet forteller hvor mye avkastningen forventes å kunne avvike fra referanseindeksen i et normalår.

Mandatet definerer også hvilke eiendeler som kan inngå i fondet (investeringsuniverset) og stiller andre krav som skal begrense risikoen ved avvik fra indeks. Norges Bank kan blant annet kun investere utenfor Norge, i omsettelige gjeldsinstrumenter og aksjer som er notert eller planlegges notert på anerkjente markedsplasser. Fondet kan bare eie inntil 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i et selskap.[1] Det er også bestemmelser som legger opp til betydelig overlapp mellom referanseindeksen og de faktiske investeringene.

Strategien innebærer at referanseindeksen i stor grad gjenspeiler fondets investeringsmuligheter. Indeksen angir ønsket fordeling av investeringene i aksjer og obligasjoner. Dette skiller SPU fra enkelte andre store fond, der referanseindeksens rolle er å sette overordnende rammer for risiko, mens den detaljerte sammensetningen av investeringene er delegert til forvalter. For SPU innebærer strategien at avkastningen i all hovedsak følger referanseindeksen. Mer enn 99 pst. av de historiske svingningene i fondets avkastning kan forklares med svingninger i avkastningen av referanseindeksen.

Mandatet åpner for at Norges Bank kan investere en mindre andel av fondet i unotert eiendom. I det unoterte markedet er det vanskeligere å måle avkastning og styre risiko enn i det noterte markedet. Det finnes ikke gode referanseindekser, og investeringene kan ikke på en enkel og kostnadseffektiv måte spres bredt gjennom små eierandeler i mange eiendommer. De oppnådde resultatene vil avhenge av forvalters fortrinn og konkrete valg av investeringer. Investeringene i unotert eiendom er derfor etter en samlet vurdering inkludert i rammen for forventet relativ volatilitet, på lik linje med andre avvik fra referanseindeksen. Omfanget og innrettingen av eiendomsinvesteringene avgjøres av Norges Bank. For disse investeringene kan ikke referanseindeksen brukes som noe som kan følges tett og til lave kostnader.

[1] Det er gjort unntak for eiendomsselskaper.

Boks 2.2 Norges Banks avvik fra referanseindeksen

Referanseindeksen fra Finansdepartementet kan i utgangspunktet følges tett og til lave kostnader. For Norges Bank kan den fungere som et utgangspunkt for hvilke verdipapirer som skal inngå i SPU. Innenfor visse rammer kan Norges Bank derimot velge å investere i andre verdipapirer enn det som følger av referanseindeksen, enten ved å investere i unotert eiendom og selskaper utenfor indeksen eller ved å kjøpe større eller mindre andeler i et selskap enn det referanseindeksen angir. Banken har tilsvarende mulighet ved obligasjonslån til stater og selskaper. Summen av avvik fra referanseindeksen kan også kalles Norges Banks aktive forvaltning.

Norges Bank bruker tre hovedstrategier i sin aktive forvaltning:

- *Allokering* omfatter ulike strategier for å fordele investeringene mellom ulike markeder. Det inkluderer investeringer i nye fremvoksende markeder utenfor indeksen. Det omfatter også investeringer i unotert eiendom.
- *Verdipapirseleksjon* innebærer å investere mer i selskap som en forventer vil øke mer i verdi enn andre relevante selskaper, eller investere mindre i selskap en forventer vil ha en relativt sett svakere verdiutvikling. Valgene tas med utgangspunkt i analyser av enkeltselskaper. Verdipapirseleksjon gjennomføres både internt og eksternt.
- *Markedseksponering* omfatter ulike strategier for å kjøpe og selge verdipapirer til lave kostnader. Dette inkluderer tilpasninger til indeks, for eksempel ved å kjøpe verdipapirer før de blir inkludert i indeksen. Det omfatter også utlån av verdipapirer.

De ulike strategiene er gjort rede for i avsnitt 2.4.5.

Målet med avvik fra indeksen er å oppnå meravkastning. Avvikene under markedseksponering kan også redusere kostnadene ved å følge indeksen. I tillegg har Finansdepartementet stilt enkelte krav som innebærer at banken må avvike fra indeksen. Dette gjelder kravet til miljørelaterte investeringer og kravet om å ta hensyn til statsfinansiell styrke ved investeringer i statsobligasjoner. Sistnevnte gjennomfører Norges Bank i euroområdet og bidrar til å redusere risikoen i fondet ved at det investeres forholdsmessig mindre i eurolandene med svakest statsfinanser. Disse mandatskravene er kommet på plass som følge av råd fra Norges Bank og er forankret i Stortinget.

Både aktive og passive fond kan forvaltes ansvarlig. Aktiv forvaltning kan likevel være en fordel fordi det gir et ekstra virkemiddel sammenlignet med ren passiv forvaltning. For Norges Bank gjelder det særlig risikobaserte nedsalg, som innebærer at banken bruker sin ramme for avvik fra referanseindeksen til å selge seg ut av selskaper med særlig risiko forbundet med miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring.

Både aktiv og ansvarlig forvaltning innebærer innhenting av informasjon om enkeltselskaper. Her kan det være enkelte samspillseffekter, ved at opplysninger innhentet for den ansvarlige forvaltningen kan brukes i den aktive forvaltningen eller omvendt.

Norges Bank er i mandatet for SPU pålagt omfattende krav til rapportering om avkastning, risiko og kostnader, også for enkeltstrategier som benyttes i forvaltningen. Referanseindeksene for aksjer og obligasjoner er bredt sammensatt og skal kunne følges tett og til lave kostnader. Det gjør dem godt egnet til å måle oppnådde resultater. For aksje- og obligasjonsporteføljene måles resultater mot respektive referanseindekser. Resultatene i disse porteføljene kan påvirkes av hvilke aksjer og obligasjoner som selges for å finansiere kjøp av unotert eiendom. Bidraget fra denne finansieringen skal derfor angis særskilt. Den samlede referanseindeksen er resultatmål for investeringene i SPU sett under ett.

2.1.5 Ansvarlig forvaltning

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

Som en ansvarlig og global investor vil SPU kunne bidra til å redusere eksterne virkninger som kan oppstå ved at produksjonen eller konsumet til en aktør påvirker andre, positivt eller negativt, uten at dette gjenspeiles i prisene. Et eksempel er forurensning ved mangelfull regulering fra myndighetens side. For en stor og langsiktig investor som SPU, med eierandeler i flere tusen selskaper globalt, kan eksterne virkninger fra ett selskap i porteføljen redusere avkastningen eller inntjeningen fra andre selskaper i porteføljen over tid. En investor som SPU har således egeninteresse av å ta hensyn til slike mulige samspillseffekter.

Rammeverket for ansvarlig forvaltning er nærmere omtalt i kapittel 5.

2.1.6 Kostnadseffektivitet

Flere forhold legger til rette for lave kostnader i forvaltningen av SPU. Investeringsstrategien legger opp til at fondet i all hovedsak er investert i noterte aksjer og obligasjoner, samtidig som rammen for avvik fra referanseindeksen er begrenset. Videre gjør fondets størrelse at en kan oppnå stordriftsfordeler og bygge opp intern kompetanse. Generelt vil kostnadene øke med omfanget av aktiv forvaltning og unoterte investeringer, i tillegg til andelen av forvaltningen som gjøres eksternt. Forvaltningskostnadene, målt som andel av fondskapitalen, vil derfor være lavere for et stort fond enn for et lite fond.

Finansdepartementet og Stortinget har lagt vekt på at forvaltningen av SPU skal være kostnadseffektiv. Mandatet fra departementet gir Norges Bank i oppdrag å søke høyest mulig avkastning etter kostnader. Norges Bank får dekket sine faktiske forvaltningskostnader inntil en øvre grense som fastsettes årlig av Finansdepartementet. Denne grensen angis som en andel av kapitalen som er til forvaltning. Innenfor denne rammen fastsetter Norges Banks representantskap et budsjett for bankens virksomhet med å forvalte SPU, målt i kroner, etter forslag fra Norges Banks hovedstyre. Sammenligninger med andre store fond viser at forvaltningskostnadene i SPU er lave, målt som andel av forvaltet kapital.

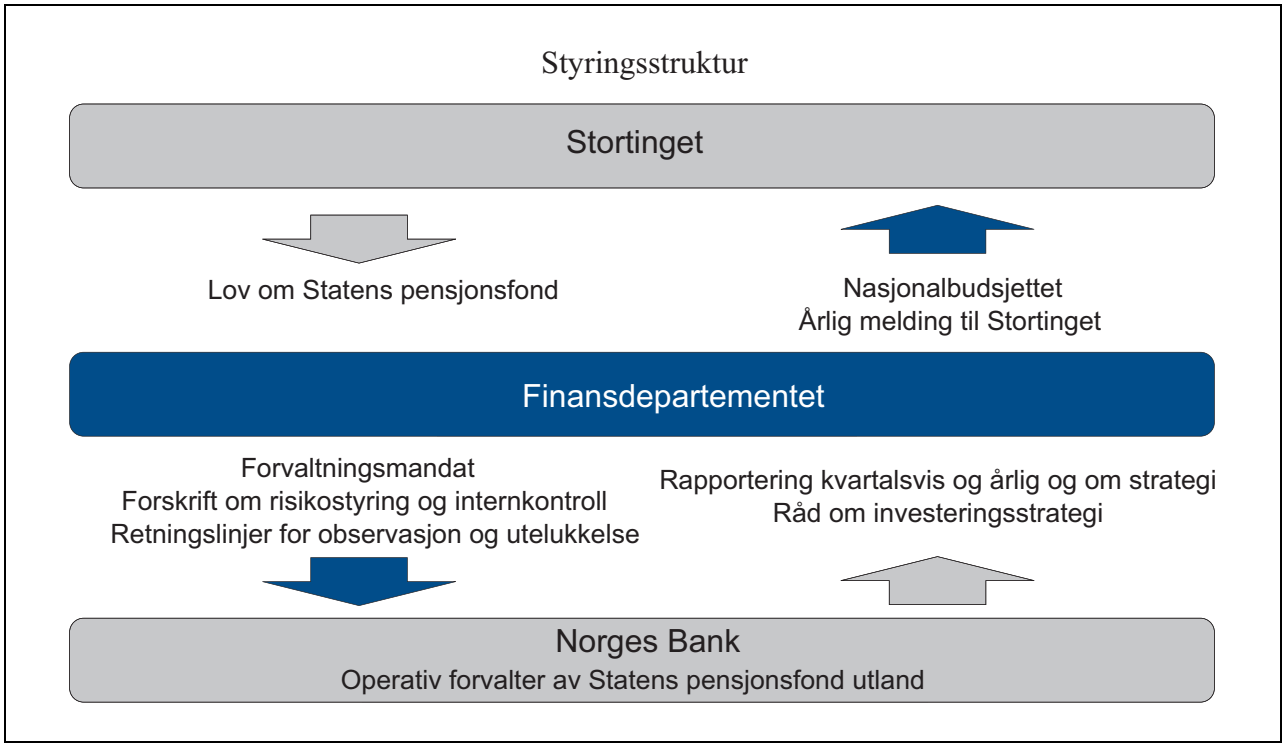
Samtidig er det høy netto avkastning som er målet, ikke lave kostnader i seg selv. For å vurdere Norges Banks forvaltning må en se både på kostnadene og hvilken meravkastning som oppnås over tid. En tenkt passiv indeksforvaltning vil redusere forvaltningskostnadene noe, men innebærer også mindre rom til å søke meravkastning og oppfylle andre krav i mandatet. En slik sammenligning må også ta hensyn til at referanseindeksens avkastning ikke kan oppnås kostnadsfritt, blant annet som følge av transaksjonskostnader ved handel med verdipapirer. Mål for verdiskapingen i Norges Banks forvaltning er drøftet i avsnitt 2.3.

2.1.7 Klar styringsstruktur

Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond gitt Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av SPU, mens den operative gjennomføringen er lagt til Norges Bank. Stortinget, Finansdepartementet og Norges Bank har ulike roller i forvaltningen av SPU. En klar rolledeling mellom alle styringsnivåer i forvaltningen, fra Stortinget helt ned til den enkelte forvalter, tydeliggjør ansvar. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i systemet, mens rapportering av resultater og risiko går oppover, se figur 2.4. Regelverket og delegeringsfullmakter vil nødvendigvis være mer detaljert jo lenger ned i styringskjeden en kommer. Hvert ledd i systemet har en egen tilsynsenhet som mottar rapportering fra og utøver tilsyn med leddet under. Unntaket fra dette prinsippet er at Norges Banks hovedstyre er gjenstand for tilsyn fra det stortingsoppnevnte representantskapet, som også oppnevner bankens revisor.

Styringsstrukturen må legge til rette for at fondets investeringsstrategi og risiko forankres hos eier, representert ved regjeringen og Stortinget. Viktige veivalg i forvaltningen av fondet forankres derfor i disse organene før de gjennomføres. Dette skjer blant annet gjennom behandlingen av de årlige fondsmeldingene. Bred forankring og forståelse for risikoen i fondet legger til rette for å holde fast ved investeringsstrategien, også i perioder med uro i finansmarkedene. Erfaringen fra finanskrisen i 2008–2009 viser at det kan være mer krevende å identifisere, kommunisere og forankre risiko i den aktive forvaltningen enn risiko som følger av referanseindeksen. Det gjenspeiles i strategien for fondet ved at risikotakingen i all hovedsak følger av den valgte referanseindeksen.

Samtidig må styringsstrukturen være tilstrekkelig fleksibel ved delegering av fullmakter, slik at løpende beslutninger i den operative forvaltningen kan tas nær markedene fondet investeres i. Det er verken ønskelig eller mulig at den operative forvaltningen av SPU detaljreguleres og styres fra Finansdepartementet. Mandatet 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



Figur 2.4 Styringsstruktur for SPU

Kilde: Finansdepartementet.

følger av investeringene. En slik arbeidsdeling har bred støtte i Stortinget, se boks 2.3.

I Norges Bank har hovedstyret ansvar for å fastsette investeringsstrategiene og for andre hovedvalg, mens den daglige driften er delegert til leder av investeringsavdelingen (NBIM).

Mer generelt innebærer delegering av fullmakter at styringsstrukturen også må bidra til å redusere potensielle interessekonflikter som kan oppstå fordi en oppdragsgiver (prinsipal) og beslutningstaker (agent) generelt kan ha motstridende interesser eller ulik informasjon (såkalt prinsipal-agent-problematikk). Slike interessekonflikter kan oppstå på ulike nivåer, eksempelvis mellom eier og styret i en virksomhet, eller mellom styret og administrasjon. I kapitalforvaltning kan det være interessekonflikter mellom eier av kapitalen og forvalter. For SPU må styringsstrukturen, i tillegg til å bidra til størst mulig sammenfall av interesser mellom eier og forvalter, også legge til rette for stor grad av åpenhet.

Sentralbanklovutvalget har lagt frem forslag til ny styringsstruktur for SPU, se avsnitt 3.6.

Boks 2.3 Ansvars- og rolledelingen mellom Norges Bank og Finansdepartementet i forvaltningen av SPU

Verken lov om Statens pensjonsfond eller lovens forarbeider gir nærmere føringer for ansvars- og rolledelingen mellom Norges Bank og Finansdepartementet i forvaltningen av SPU. I forarbeidene til sentralbankloven[1] står det imidlertid at departementet er ansvarlig for at forvaltningen skjer i samsvar med Stortingets forutsetninger, selv om den operative forvaltningen delegeres til banken.

Lovreguleringen innebærer at Finansdepartementet har et ansvar for å utarbeide et rammeverk for forvaltningen av fondet og rutiner for etterlevelse av dette rammeverket. Departementet har videre ansvaret for å utarbeide en investeringsstrategi og rutiner for oppfølging av de økonomiske resultatene av forvaltningen. Finansdepartementet utøver eiermyndigheten gjennom retningslinjer i tråd med de styringsprinsippene som følger av pensjonsfondloven, sentralbankloven og forvaltningsretten. Styringsdialogen og departementets føringer for Norges Bank skjer gjennom mandatet for forvaltningen av SPU og departementets brev til banken, blant annet i forbindelse med endringer i mandatet samt i års- og kvartalsmøter.

I forarbeidene til sentralbankloven gis det også en beskrivelse av forholdet mellom departementet og banken i spørsmål om fondets investeringsstrategi. Det vises til at Finansdepartementets investeringsstrategi for SPU har to hovedelementer; en referanseindeks og rammer for avvik fra denne indeksen[2]. Norges Banks ansvar er å definere og gjennomføre strategien for slike avvik, såkalt aktiv forvaltning, innenfor rammene satt av departementet. Det følger videre av forarbeidene at en slik ansvarsdeling medfører at Finansdepartementet alene er ansvarlig for de valgene som er nedfelt i referanseindeksen for SPU, mens hovedstyret er ansvarlig for bankens aktive forvaltning.

Verken lov om Statens pensjonsfond eller Finansdepartementets mandat for SPU tillegger de styrende organene i Norges Bank særskilte oppgaver for tilsyn og kontroll av forvaltningen av SPU. Dermed får sentralbanklovens bestemmelser om bankens styrende organer som utgangspunkt anvendelse også for bankens ansvar for forvaltningen av SPU. I forarbeidene til sentralbankloven uttrykkes det at ansvaret for å følge opp de økonomiske resultatene av bankens forvaltning av SPU i første rekke bæres av Finansdepartementet gjennom sin rolle som investor. Så lenge hovedstyret fastsetter en strategi for aktiv forvaltning som er i tråd med lover og regler for bankens virksomhet, faller det ikke inn under representantskapets tilsynsansvar å overprøve de forretningsmessige vurderingene som ligger til grunn for denne strategien.

I prinsippet er det ingen formelle begrensninger i departementets adgang til å instruere Norges Bank om hvordan SPU skal forvaltes. Stortinget har imidlertid lagt til grunn at Norges Bank skal utøve de eierrettigheter som følger av investeringene uavhengig av departementet.[3] Departementet har videre uttalt at Norges Bank må ha en viss grad av frihet i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget, og at løpende detaljstyring fra departementet verken er mulig eller ønskelig. Denne prinsipielle vurderingen har bred støtte i Stortinget.[4] I tråd med dette utøver Finansdepartementet heller ikke noen innflytelse på Norges Banks beslutninger om enkeltinvesteringer eller utøvelse av eierrettigheter, som presisert i mandatet for SPU.

Det vises til Meld. St. 10 (2009–2010) og Meld. St. 15 (2010–2011) for en mer utfyllende beskrivelse av regulering, rapportering og tilsyn med Statens pensjonsfond.

1 Ot.prp. nr. 58 (2008–2009) Om lov om endringer i lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges Bank og pengevesenet mv. (ny regnskaps- og revisjonsordning mv.).

2 I forarbeidene vises det til omtalen i St.prp. nr. 20 (2008–2009) om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008.

3 (Ot.prp. nr. 2 (2005–2006) Om lov om Statens pensjonsfond pkt. 3.4.2, Innst. O. nr. 14 (2005–2006) og Besl. O. nr. 20 (2005–2006).

4 Meld. St. 20 (2008–2009) side 36, Meld. St. 20 (2008–2009) jf. Innst. S. nr. 277 (2008–2009) side 21.

2.2 Resultater

Dette avsnittet gjør rede for hovedtrekk ved resultatene fra forvaltningen av SPU i 2017. Omtalen tar utgangspunkt i Norges Banks årsrapportering. I tillegg til en hovedrapport har Norges Bank for 2017 gitt ut publikasjoner med utvidet informasjon om henholdsvis avkastning og risiko, investeringer i unotert eiendom og ansvarlig forvaltning. Disse publikasjonene og annen informasjon er tilgjengelige på bankens nettsider.

2.2.1 Markedsutvikling

2017 var et år med sterk utvikling i de globale finansmarkedene. Det var positive resultater i alle hovedmarkedene fondet var investert i. Markedsutviklingen var preget av tiltagende økonomisk vekst, lav inflasjon og lave renter. Aksjemarkedene hadde spesielt god utvikling, med en global avkastning på om lag 23 pst. målt i lokal valuta.[2] Samtidig var svingningene i både aksje- og obligasjonsmarkedene svært lave gjennom året.

Den økonomiske aktiviteten i USA tok seg opp gjennom året. Samtidig ble det amerikanske aksjemarkedet drevet av forventninger om økt inntjening som følge av skattereformen. Særlig amerikanske teknologiaksjer hadde høy avkastning i fjor.

Både i Europa og Japan var aksjemarkedene preget av økonomisk vekst og ekspansiv pengepolitikk. Politiske risikofaktorer og usikkerheten som preget det europeiske aksjemarkedet i 2016, avtok i 2017.

Den økonomiske veksten i fremvoksende markeder var i 2017 blant annet drevet av økt etterspørsel fra Kina. Økt global handel og en mer stabil dollarkurs bidro til høy avkastning for aksjer i fremvoksende markeder. Markedsaktørene var samtidig bekymret for utviklingen av gjeldsnivå og boligpriser i Kina.

Globale obligasjonsrenter er fortsatt svært lave, til tross for at både den amerikanske og britiske sentralbanken hevet styringsrentene i fjor. Den amerikanske sentralbanken startet også å redusere beholdningen av obligasjoner, mens den europeiske sentralbanken har signalisert at den vil redusere sine kjøp av verdipapirer.

2.2.2 Markedsverdi

Ved utgangen av 2017 var markedsverdien av SPU 8 484 mrd. kroner, se figur 2.5A.[3] Investeringene var fordelt med vel 5 650 mrd. kroner i aksjer, om lag 2 600 mrd. kroner i obligasjoner og nær 220 mrd. kroner i unotert eiendom. Figur 2.5B viser den prosentvise fordelingen av fondets investeringer mellom aksjer, obligasjoner og unotert eiendom ved utgangen av 2017. Markedsverdien av SPU økte med 977 mrd. kroner i løpet av fjoråret, se figur 2.6. Verdiøkningen skyldes hovedsakelig positiv avkastning i finansmarkedene, særlig i aksjemarkedene. Den norske kronen svekket seg litt mot fondets valutakurv, noe som isolert sett bidro til å øke verdien av fondet målt i norske kroner. Siden fondets oppstart i 1996 har en svekkelse av kronen trukket opp verdien av fondet med over 1 000 mrd. kroner. Endringer i kronekursen påvirker ikke fondets internasjonale kjøpekraft.

2.2.3 Samlet avkastning

Avkastningen av SPU i 2017 var 13,7 pst. før fratrekk for forvaltningskostnader.[4] Siden 1998 har gjennomsnittlig årlig nominell avkastning vært 6,1 pst., se tabell 2.1.

Aksjeporteføljen oppnådde en avkastning på 19,4 pst.[5] Det var investeringene i Asia og Oseania som fikk høyest avkastning, mens investeringene i Nord-Amerika fikk lavest avkastning, målt i fondets valutakurv. Siden 1998 har aksjeporteføljen hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 6,5 pst.

Obligasjonsporteføljen hadde en avkastning på 3,3 pst. Pantesikrede og statsrelaterte obligasjoner ga høyest avkastning, mens realrenteobligasjoner hadde lavest avkastning. Siden 1998 har obligasjonsporteføljen hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 4,8 pst.

Avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje var 7,5 pst. Avkastningen påvirkes hovedsakelig av leieinntekter og verdiendringer på eiendom og gjeld. Disse bidro i fjor med henholdsvis 3,7 og 3,8 prosentenheter til avkastningen. Gjennomsnittlig årlig avkastning av den unoterte eiendomsporteføljen fra fondets første investering ble foretatt i 2011 frem til og med 2017 var 6,1 pst.[6]

---

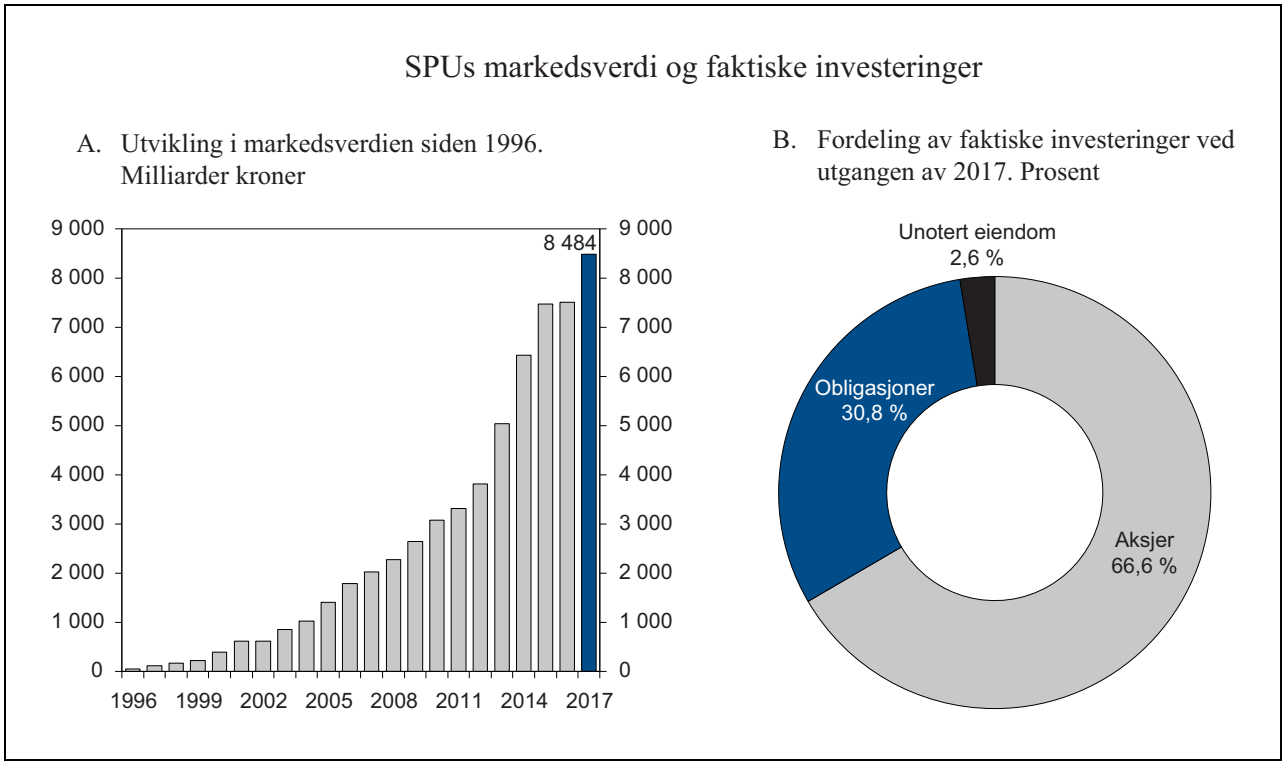
2 Målt ved den globale aksjeindeksen MSCI ACWI IMI.

3 I beretningsdelen av årsrapporten for SPU oppgir Norges Bank en markedsverdi av investeringene på 8 488 mrd. kroner. Tallet er før fratrekk for forvaltningskostnader for 2017. Etter fratrekk for slike kostnader var verdien av fondet 8 484 mrd. kroner, se tabell 5 i årsrapporten og i rapportens «Oppstilling av endringer i eiers kapital» i regnskapsrapporteringen.

4 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.

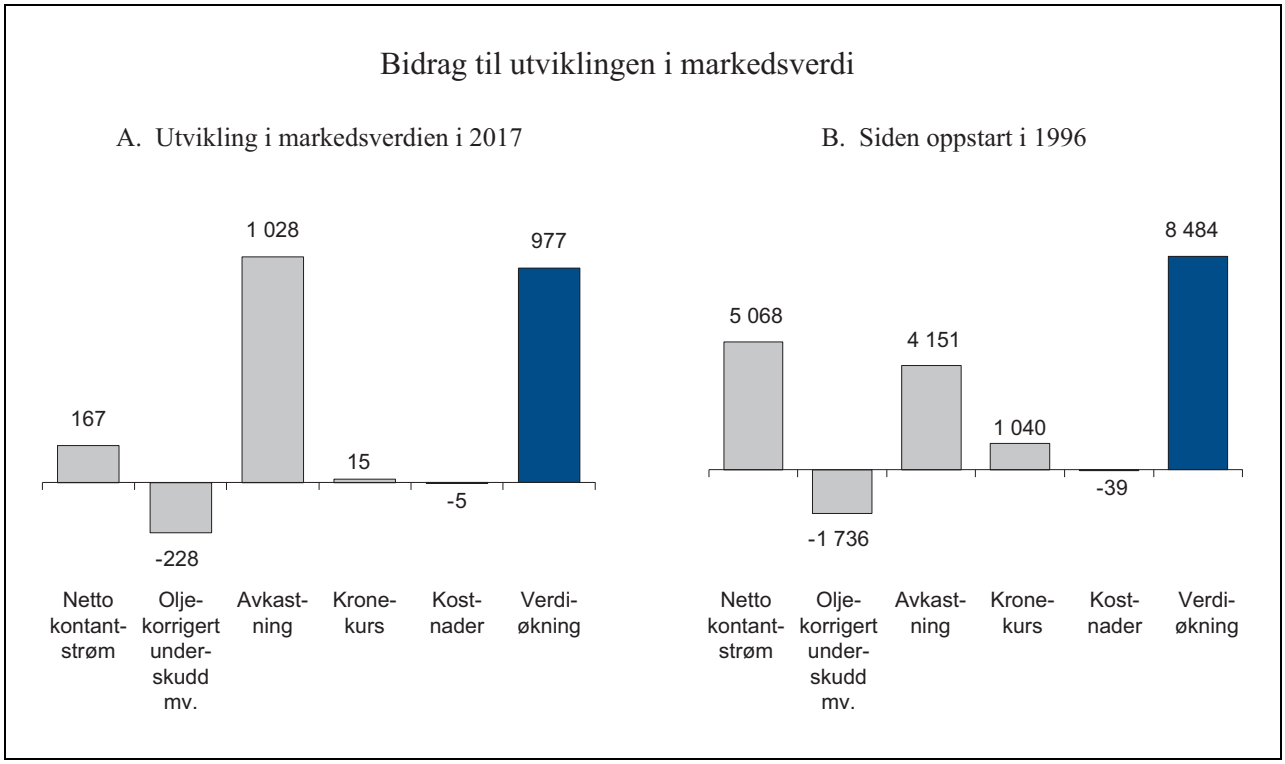
5 Inkludert notert eiendom.

6 Inkluderer noterte eiendomsinvesteringer i perioden 2014 til 2016.



Figur 2.5 Utvikling i markedsverdien av SPU siden 1996 og fordeling av faktiske investeringer ved utgangen av 2017

Kilder: Norge Bank og Finansdepartementet.



Figur 2.6 Utvikling i SPUs markedsverdi. Milliarder kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Tabell 2.1 Avkastning av SPU i 2017, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2017, målt i fondets valutakurv. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2017	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2017[1]
SPU					
Faktiske investeringer	13,66	7,68	9,26	6,16	6,09
Inflasjon	1,83	1,39	1,30	1,65	1,77
Forvaltningskostnader	0,06	0,06	0,06	0,08	0,09
Netto realavkastning	11,55	6,15	7,81	4,36	4,16
Referanseindeks	12,96	7,24	8,96	6,01	5,81
Aksjer					
Aksjeportefølje[2]	19,44	10,48	12,94	5,96	6,51
Referanseindeks	18,68	9,89	12,52	5,76	6,03
Obligasjoner					
Obligasjonsportefølje	3,31	2,64	2,96	4,40	4,76
Referanseindeks	2,88	2,52	2,97	4,20	4,61
Unotert eiendomsportefølje[3,4]	7,52	6,03	8,03	6,07	

1 Aksjeporteføljen inkluderer tall fra og med februar 1998.
2 Aksjeporteføljen inkluderer fra og med 2017 noterte eiendomsinvesteringer.
3 Den første eiendomsinvesteringen ble gjennomført i første kvartal 2011. Avkastning siste ti år er annualisert avkastning fra og med 1. april 2011.
4 Inkluderer noterte eiendomsinvesteringer i perioden 2014–2016.
Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Realavkastning og løpende inntekter fra forvaltningen

Realavkastningen etter fradrag for forvaltningskostnader var 11,6 pst. i 2017, se figur 2.7. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig netto realavkastning vært om lag 4,2 pst. I 2017 var løpende inntekter i SPU 208 mrd. kroner, tilsvarende 2,4 pst. av gjennomsnittlig kapital, se figur 2.8.

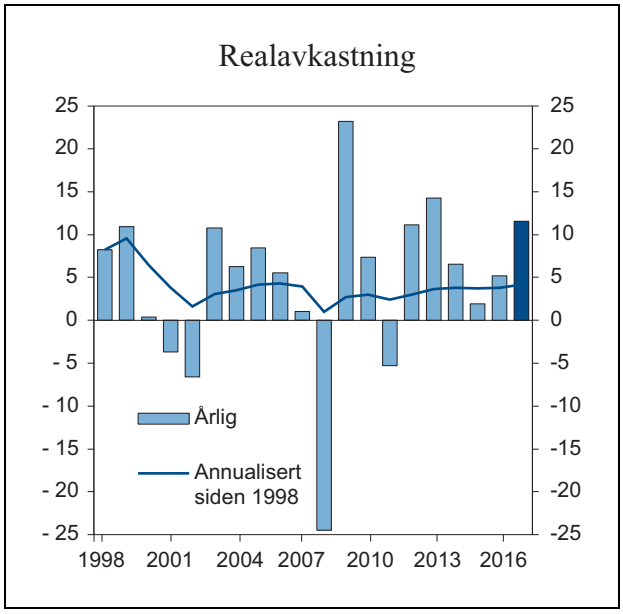
2.2.4 Meravkastning i forvaltningen

Norges Bank avviker fra referanseindeksen innenfor de rammer som er fastsatt av Finansdepartementet i mandatet for SPU. Formålet med slike avvik er å oppnå meravkastning og en kostnadseffektiv gjennomføring av strategien.

Fra og med 2017 er investeringer i unotert eiendom en del av bankens avvik fra referanseindeksen. Dette gjenspeiles nedenfor der fondets avkastning sammenlignes med referanseindeksen. I perioden frem til og med 2016 er det kun fondets samlede aksje- og obligasjonsportefølje som er med i beregninger av meravkastning.

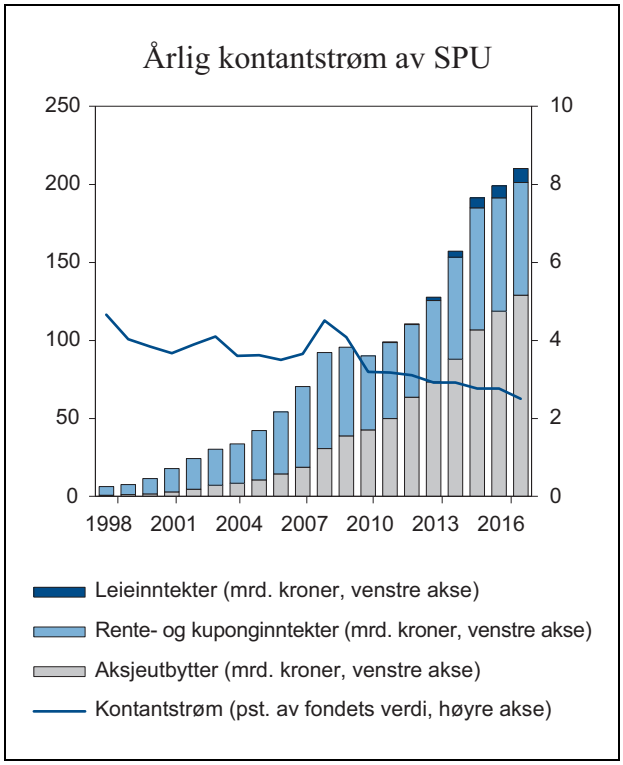
I 2017 var den samlede avkastningen av fondets investeringer 0,7 prosentenheter høyere enn referanseindeksens avkastning, se figur 2.9. Denne meravkastningen tilsvarte om lag 50 mrd. kroner.[7] Siden januar 1998 har Norges Banks forvaltning i gjennomsnitt bidratt med 0,3 prosentenheter i årlig meravkastning. Samlet tilsvarer det anslagsvis 141 mrd. kroner før kostnader og 102 mrd. kroner etter at totale forvaltningskostnader er trukket fra. Se for øvrig omtale av verdiskaping i forvaltningen i avsnitt 2.4.

7 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.



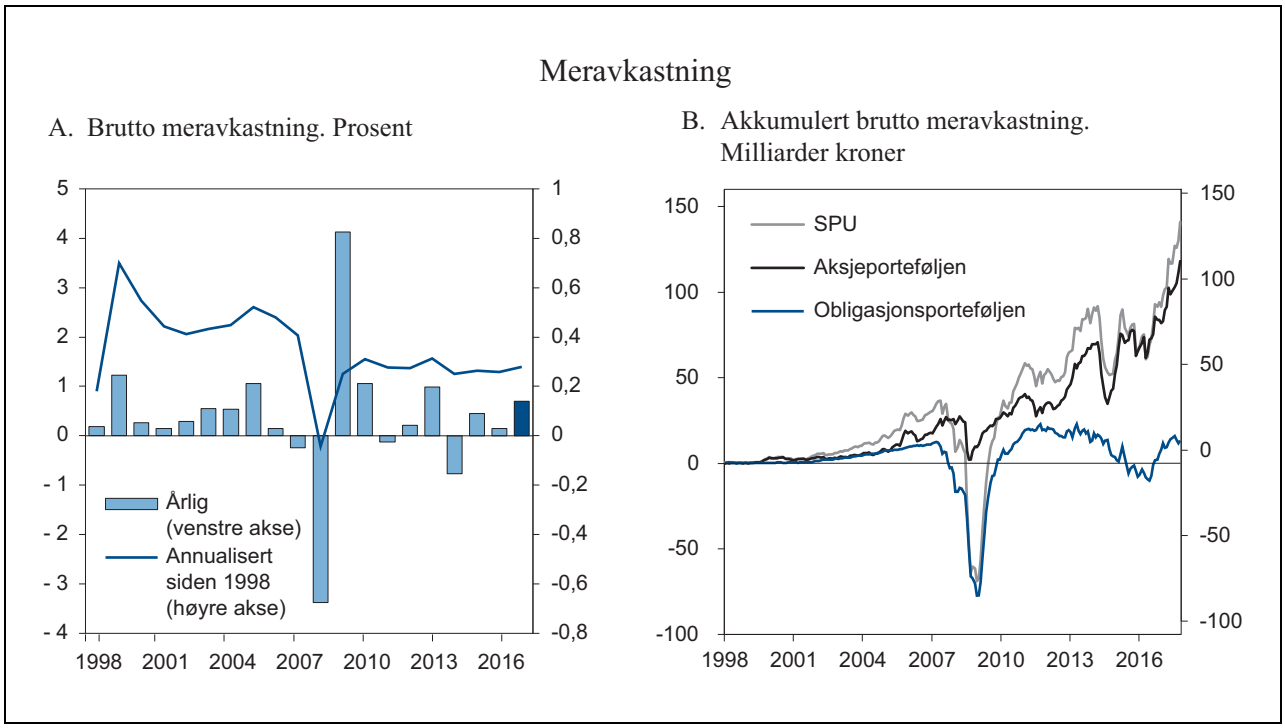
Figur 2.7 Realavkastning av SPU etter fratrekk for forvaltningskostnader, målt i fondets valutakurv. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 2.8 Utvikling i årlig kontantstrøm fra SPU. Målt i milliarder kroner og som andel av gjennomsnittlig fondsverdi

Kilde: Norges Bank.



Figur 2.9 Brutto meravkastning (differanseavkastning) av Norges Banks forvaltning

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Aksjer og obligasjoner

Fra 2017 er investeringene fordelt på en aksjeportefølje, en obligasjonsportefølje og en portefølje av unotert eiendom. Avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljene måles mot sine respektive referanseindekser, mens den unoterte eiendomsporteføljen skal måles mot flere avkastningsmål.

Målt på denne måten bidro Norges Banks forvaltning til at meravkastningen i aksjeporteføljen i 2017 utgjorde rundt 0,8 prosentenheter, mens meravkastningen i obligasjonsporteføljen var om lag 0,4 prosentenheter, se boks 2.4. Meravkastningen av aksjer og obligasjoner var i fjor markert høyere enn sine historiske gjennomsnitt.

Fondets samlede meravkastning kan for øvrig fordeles mellom aksje-, obligasjons- og eiendomsinvesteringer på ulike måter. I sin årsrapportering oppgir Norges Bank også meravkastningen i de ulike delene av forvaltningen målt mot interne referanseindekser som tar hensyn til at eiendom finansieres med en tilpasset sammensetning av aksjer og obligasjoner, se boks 2.4. Meravkastningen for aksje- og obligasjonsinvesteringene målt på denne måten var i samme størrelsesorden som nevnt over.

Unotert eiendom

For 2017 kan avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje sammenlignes med avkastningen av verdipapirene som Norges Bank har solgt for å finansiere disse eiendomsinvesteringene.[8] Målt på denne måten har den unoterte eiendomsporteføljen oppnådd en meravkastning på om lag 0,7 prosentenheter.[9] En må forvente at denne meravkastningen vil svinge betydelig over tid, og mer enn det som er normalt for meravkastningen innen aksje- og obligasjonsporteføljene.

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 eiendomsinvestorer. Den siste beregningen av indeksen er fra 2016.

Norges Bank oppgir at avkastningen i 2016 av fondets unoterte eiendomsportefølje var 2,1 prosentenheter lavere enn avkastningen av IPD-indeksen, når MSCIs beregningsmetode legges til grunn. I perioden fra 2011 til 2016 var avkastningen av fondets unoterte eiendomsportefølje med denne beregningsmetoden 8,2 pst., mens avkastningen av IPD-indeksen var 8,1 pst. Banken viser til at sammensetningen av fondets unoterte eiendomsinvesteringer er mer konsentrert enn eiendommene som inngår i indeksen, og at det følgelig var regionale og sektorvise forskjeller selv om avkastningen samlet sett var på linje med indeksen. Fondets unoterte eiendomsportefølje hadde et høyere innslag av land som hadde høyere avkastning i perioden enn indeksen, noe som bidro positivt til den relative avkastningen. Fondet er ikke investert i bolig- eller hotellsektoren, og var frem til 2013 heller ikke investert i logistikkeiendommer. Det hadde isolert sett en negativ innvirkning på det relative resultatet.

Norges Bank har også oppgitt avkastningen av en global indeks av noterte eiendomsselskaper og fondets referanseindeks. Disse var i 2017 henholdsvis 12,0 pst. og 13,0 pst. Risikoen ved å investere i tråd med disse indeksene kan samtidig avvike betydelig fra risikoen i fondets portefølje av unotert eiendom.

Miljørelaterte investeringsmandater

I 2009 besluttet Finansdepartementet å etablere særskilte mandater for miljørelaterte investeringer i SPU, se avsnitt 5.2. Investeringene gjennomføres som en del av Norges Banks forvaltning innenfor rammene i mandatet, og trekker derfor også 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.

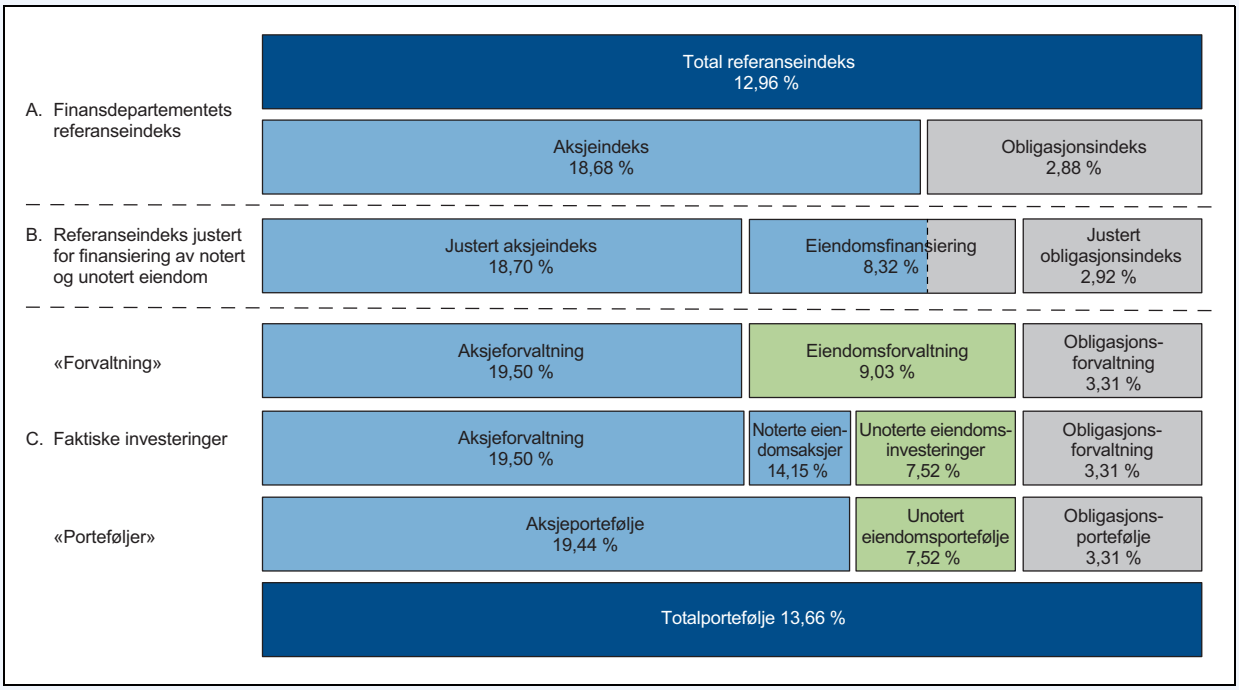
Ved utgangen av 2017 var om lag 75 mrd. kroner investert i disse mandatene, fordelt på om lag 7 mrd. kroner i obligasjoner og 68 mrd. kroner i aksjer. Avkastningen av de miljørelaterte aksjeinvesteringene i 2017 var 21,7 pst. Det er noe høyere enn avkastningen av fondets samlede aksjeinvesteringer. I perioden fra 2010 til utgangen av 2017 oppnådde de miljørelaterte aksjeinvesteringene en gjennomsnittlig årlig avkastning på 6,2 pst., som er noe lavere enn avkastningen av fondets samlede aksjeinvesteringer i samme periode.

---

8 I GIPS-rapporten oppgir Norges Bank at finansieringen av unotert eiendom var fordelt med om lag 35 pst. aksjer og 65 pst. obligasjoner.

9 Fondets samlede noterte og unoterte eiendomsinvesteringer finansieres på samme måte som unoterte eiendommer, men med en noe annen vekting av aksjer og obligasjoner. Meravkastningen av de noterte og unoterte eiendomsinvesteringene kan sammenlignes mot verdipapirene som er solgt. I 2017 var også denne meravkastningen 0,7 prosentenheter.

Boks 2.4 Ulike mål for relative resultater for aksjer, obligasjoner og eiendom[1]



Figur 2.10 Oppdeling av referanseindeks og faktiske investeringer på aktivaklasser. Avkastning per aktivaklasse i prosent

[1] Størrelsen på de ulike boksene er ikke skalert etter kapital til forvaltning.

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet er sammensatt av en aksjeindeks og en obligasjonsindeks som vist i figur 2.10 (rad A). Norges Bank kan innenfor rammer i mandatet for forvaltningen av SPU investere i unotert eiendom eller kjøpe større andeler av noterte eiendomsselskaper enn det som inngår i referanseindeksen. Banken viser i årsrapporteringen for 2017 til at de har en eiendomsstrategi som består av både noterte eiendomsaksjer og unoterte eiendomsinvesteringer, her kalt eiendomsforvaltningen.

Det finnes ulike måter å frigjøre kapital til eiendomskjøp. Norges Bank har valgt å selge verdipapirer utstedt i den samme valutaen som eiendommen som kjøpes. Norges Bank flytter disse verdipapirene fra referanseindeksene for aksjer og obligasjoner til en intern referanseindeks for «eiendomsfinansiering», se figur 2.10 (rad B). Det innebærer at banken definerer tre interne referanseindekser: en justert aksjeindeks, en justert obligasjonsindeks og eiendomsfinansiering. Den samlede avkastningen av disse indeksene er identisk med referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

Ett av formålene med denne finansieringsmodellen er at fondets samlede valutasammensetning ikke skal endres ved eiendomskjøp. De justerte indeksene for aksjer og obligasjoner får derimot en noe annen valutasammensetning enn referanseindeksene fastsatt av Finansdepartementet. Forskjellen motsvares av valutasammensetningen i eiendomsfinansieringen.

Norges Bank oppgir i årsrapporten for SPU meravkastningen av aksjer, obligasjoner og eiendom mot sine interne referanseindekser. Banken definerer dette som forskjellen i avkastning mellom forvaltningen av aksjer og obligasjoner og de justerte indeksene, og mellom eiendomsforvaltningen og eiendomsfinansieringen, se figur 2.10 (rad C). Dette betegnes her meravkastning i forvaltningen.

Boks 2.4 forts.

I tabell 2.2 sammenstilles meravkastningen målt mot henholdsvis Norges Banks interne referanseindekser («forvaltningen») og mot Finansdepartementets referanseindekser for aksjer og obligasjoner («porteføljene»[1]).

De noterte eiendomsinvesteringene vil i førstnevnte tilfelle inngå i eiendom, og i sistnevnte i fondets samlede aksjeportefølje.

Ulik valutasammensetning mellom porteføljene og referanseindeksene innebærer at den målte meravkastningen i sistnevnte tilfelle påvirkes av valutakursendringer, som nulles ut av motposter i fondets noterte og unoterte eiendomsinvesteringer.

Meravkastningen av *forvaltningen* og *porteføljene* er oppgitt i tabell 2.2

[1] Porteføljebegrepet som benyttes her tilsvarer det Norges Bank i årsrapporteringen omtaler som «investeringer».

Tabell 2.2 Meravkastning målt mot ulike referanseindekser. Prosentenheter

	2017	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2017[1]
SPU[2]	0,70	0,43	0,29	0,15	0,28
Målt mot Norges Banks interne referanseindekser[3]					
Aksjeforvaltningen[4]	0,79	0,59	0,42	0,20	0,47
Obligasjonsforvaltningen	0,39	0,10	-0,02	0,20	0,15
Noterte og unoterte eiendomsinvesteringer	0,70				
Målt mot referanseindeksene fastsatt av Finansdepartementet[5]					
Aksjeporteføljen[6]	0,76	0,58	0,42	0,20	0,47
Obligasjonsporteføljen	0,43	0,11	-0,02	0,21	0,15
Unotert eiendomsportefølje	0,75				

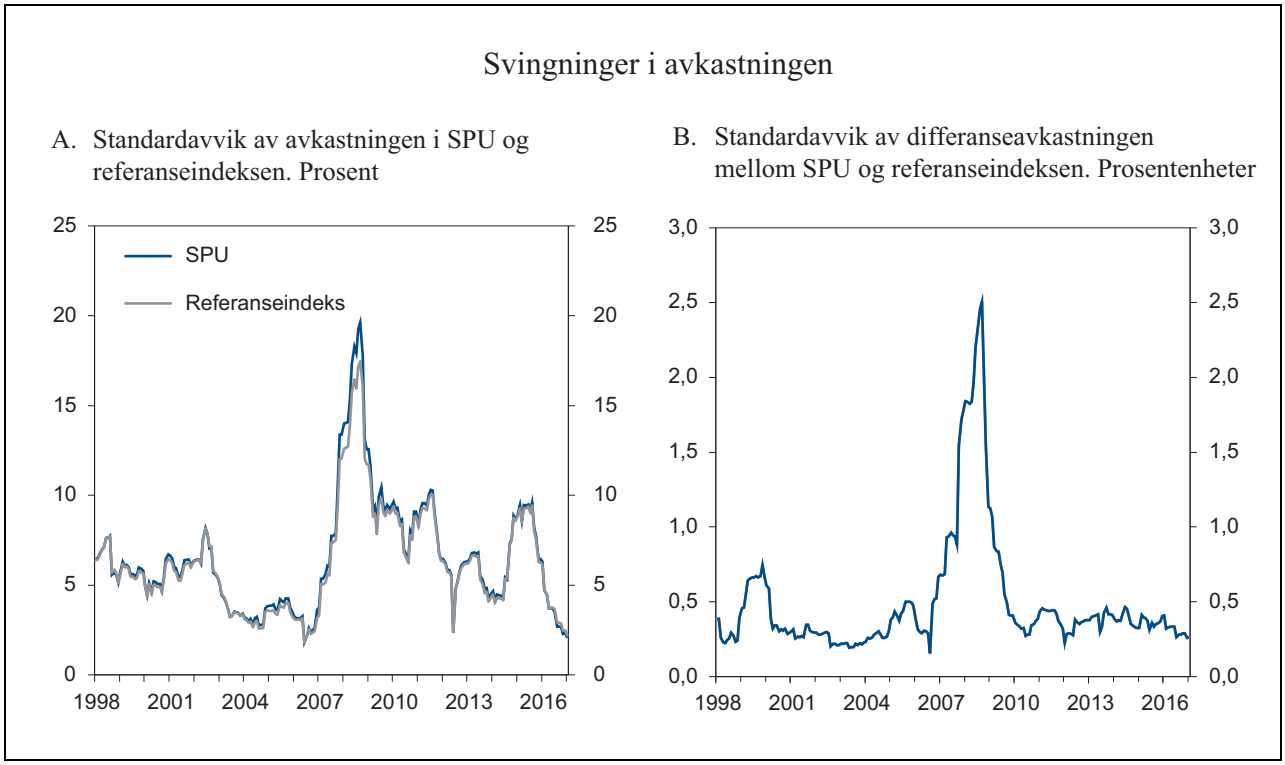
[1] Aksjeporteføljen inkluderer tall fra og med februar 1998.
[2] Meravkastning for aksje- og obligasjonsporteføljen frem til og med 2016 og inkludert eiendom fra og med 2017.
[3] Meravkastning av fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer målt mot referanseindeksene justert for eiendomsfinansiering, samt noterte og unoterte eiendomsinvesteringer målt mot eiendomsfinansieringen.
[4] Uten noterte eiendomsinvesteringer.
[5] Meravkastning av fondets aksje- og obligasjonsporteføljer målt mot referanseindeksene fastsatt av Finansdepartementet, og av den unoterte eiendomsporteføljen målt mot aksjene og obligasjonene som er benyttet som finansiering av de unoterte eiendomsinvesteringene.
[6] Inkludert noterte eiendomsinvesteringer.
Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

2.2.5 Risiko og rammer

Absolutt risiko

Norges Bank har i årsrapporten for SPU i 2017 beregnet at de *forventede årlige svingningene* av fondets investeringer ved utgangen av 2017 var 10,8 pst., eller om lag 920 mrd. kroner, målt ved standardavvik og basert på tre års prishistorikk. Under en antakelse om normalfordelte avkastningstall vil svingningene i ett av tre år være større enn ett standardavvik.

Analyser av de *historiske svingningene* basert på månedlige avkastningstall viser at standardavviket for fondet i 2017 var 2,1 pst., mens standardavviket for referanseindeksen var 2,2 pst. Både for fondets aksje- og obligasjonsforvaltning



Figur 2.11 Rullerende 12 måneders standardavvik for avkastningen i faktiske investeringer[1] og referanseindeksen samt differanseavkastningen

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

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

var svingningene lavere enn i referanseindeksen. Samlet sett indikerer dette at Norges Banks forvaltning har bidratt til noe lavere svingninger i avkastningen av fondets investeringer enn det som følger av referanseindeksen. De målte kurssvingningene i finansmarkedene, og spesielt aksjemarkedene, var vesentlig lavere i 2017 enn det som kan forventes over tid.

Standardavviket til avkastningen av fondet har 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 2.11A. Avvikene som tas i forvaltningen er relativt små, og det er i hovedsak sammensetningen av referanseindeksen som bestemmer risikonivået i fondet. Dahlquist og Ødegaard (2018) har beregnet at 99,6 pst. av svingningene i fondets avkastning i perioden fra 2013 til juni 2017 kan forklares ved svingninger i avkastningen av referanseindeksen.

Relativ risiko

Norges Bank utnyttet i 2017 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. Banken har beregnet forventet relativ volatilitet inkludert unotert eiendom ved utgangen av året til 0,33 prosentenheter. Den målte risikoen er lav sammenlignet med rammen i mandatet på 1,25 prosentenheter. Forventet relativ volatilitet beregnes blant annet med utgangspunkt i prishistorikk fra finansmarkedene de siste tre årene. Lave svingninger i markedet i denne perioden har bidratt til lav beregnet forventet relativ volatilitet. I publikasjonen om avkastning og risiko trekker Norges Bank frem at den forventede relative volatiliteten basert på ti års prishistorikk var 0,46 ved utgangen av 2017.

Basert på månedlig utvikling i oppnådd meravkastning i 2017 er *realisert relativ volatilitet* for fondet beregnet til 0,26 prosentenheter. Figur 2.11B viser utviklingen av realisert relativ volatilitet over tid.

Relativ volatilitet måler variasjonen under normale markedsforhold, mens for ekstreme markedsforhold er andre mål mer relevante. Norges Bank rapporterer mål på ekstremavviksrisiko, eller halerisiko, målt som forventet mindreavkastning i forvaltningen i de 2,5 pst. verst tenkelige til-

fellene. Anslaget er basert på markedsutviklingen de siste ti årene. Ved utgangen av 2017 var ekstremavviksrisikoen beregnet til 1,5 prosentenheter målt på årlig basis, en økning fra 0,9 prosentenheter ved utgangen av 2016. Norges Bank peker på at endringen hovedsakelig skyldes at unotert eiendom fra og med 1. januar 2017 er inkludert i risikomålingen.

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, AAA[10] og AA ved utgangen av 2017 var 57 pst., sammenlignet med 59 pst. ved inngangen til året.

Obligasjoner med svak kredittkarakter, såkalte høyrenteobligasjoner, inngår ikke i referanseindeksen til SPU. Det er likevel åpnet for at Norges Bank kan investere 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 skal utgjøre mer enn 5 pst. av markedsverdien av obligasjonsporteføljen. Ved utgangen av 2017 utgjorde andelen høyrenteobligasjoner 2,5 pst. av fondets obligasjonsportefølje, opp fra 2,2 pst. ved inngangen til året. Økningen skyldes i stor grad nedgradering av sørafrikanske statsobligasjoner.

Kredittkvaliteten i obligasjonsporteføljen ble totalt sett noe svekket 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. Hovedstyret i Norges Bank skal fastsette en ramme for eierandeler i noterte eiendomsselskaper. Ved utgangen av 2017 var den største eierandelen i ett enkelt selskap 6,6 pst., med unntak av noterte eiendomsselskaper hvor den største eierandelen var 12,6 pst.

Øvrige rammer

I tillegg til rammene i mandatet fra Finansdepartementet for forvaltningen av SPU, er det stilt 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 har Norges Bank valgt å investere en mindre andel av fondet enn det som følger av referanseindeksen. For aksjeporteføljen var sammenfallet med referanseindeksen ved utgangen av 2017 på 83 pst.[11] Det betyr at summen av undervektene i enkeltselskaper utgjør om lag 17 pst. av aksjeporteføljens verdi. Midlene som er frigjort ved undervektene kan brukes til å øke eierandelen i andre selskaper som inngår i indeksen eller til å investere i selskaper utenfor referanseindeksen. Norges Bank har investert i om lag 1 600 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 er det 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 ofte brukte mål på risikojustert avkastning.

Sharpe-rate

Sharpe-raten er et mål på hvor høy avkastning som er oppnådd per risikoenhet, ut over et risikofritt alternativ. Sharpe-raten måler ikke avkastningen av fondet opp mot avkastningen av referanseindeksen. Det er mulig å oppnå en høy Sharpe-rate selv om avkastningen av fondet er lav sammenlignet med referanseindeksen, dersom også risikoen er redusert tilsvarende.

[10] 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 for å ha lav kredittverdighet og kalles «high yield».

[11] Sammenfallet mellom obligasjonsporteføljen og referanseindeksen for obligasjoner var 74 pst. ved utgangen av 2017.

Tabell 2.3 Risiko og risikojustert avkastning i SPU i 2017, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2017. Årlig tall basert på månedlige observasjoner

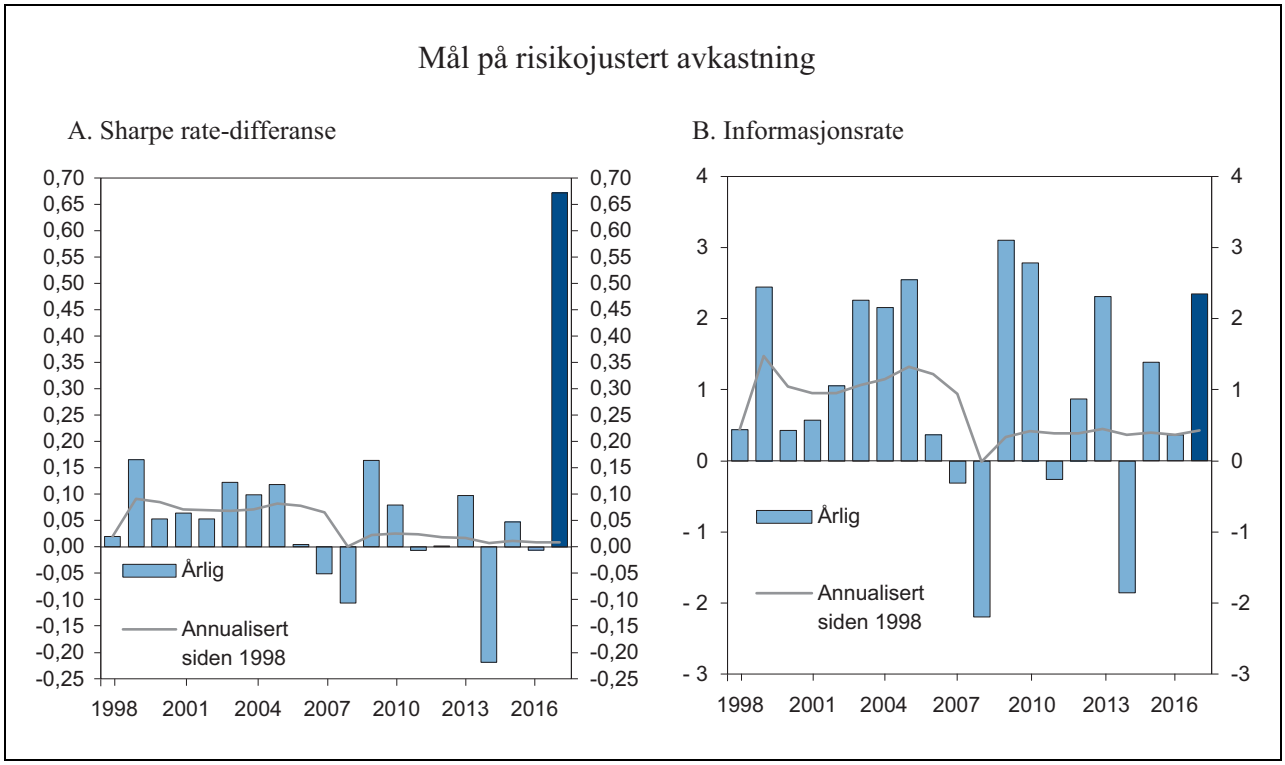
	2017	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2017[1]
SPU					
Absolutt volatilitet (prosent)	2,05	6,22	5,90	9,02	7,33
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,26	0,33	0,38	0,89	0,69
Sharpe rate-differanse	0,67	0,05	0,02	-0,02	0,01
Informasjonsrate	2,35	1,22	0,73	0,22	0,42
Aksjeporteføljen[2]					
Absolutt volatilitet (prosent)	3,06	9,99	9,26	15,04	14,56
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,24	0,41	0,45	0,67	0,79
Sharpe rate-differanse	0,41	0,04	0,01	0,01	0,03
Informasjonsrate	2,78	1,36	0,88	0,37	0,63
Obligasjonsporteføljen[3]					
Absolutt volatilitet (prosent)	1,68	2,80	2,67	3,57	3,32
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,25	0,39	0,47	1,42	1,03
Sharpe rate-differanse	0,29	0,09	0,08	-0,03	0,01
Informasjonsrate	1,51	0,24	-0,06	0,14	0,15

[1] Aksjeporteføljen inkluderer tall fra og med februar 1998.
[2] Aksjeporteføljen er her uten noterte eiendomsaksjer og måles mot referanseindeksen justert for eiendomsfinansiering.
[3] Obligasjonsporteføljen måles mot referanseindeksen justert for eiendomsfinansiering.
Kilder: Norges Bank, Kenneth R. French – Data library og Finansdepartementet.

I 2017 var avkastningen høy og svingningene unormalt lave. Det kommer til uttrykk ved unormalt høye Sharpe-rater på 5,9 for SPU[12] og 5,2 for referanseindeksen. Beregningen er basert på et begrenset antall observasjoner og er derfor usikker. Differansen mellom Sharpe-ratene i 2017 var snaut 0,7, se tabell 2.3 og figur 2.12A. Fondet synes å ha oppnådd et bedre forhold mellom avkastning og risiko enn referanseindeksen, og differansen er betydelig sammenlignet med tidligere år. Avvikene Norges Bank har tatt fra referanseindeksen har også bidratt til høyere Sharpe-rate enn i referanseindeksen både for aksje- og obligasjonsforvaltningen. Resultatene er vesentlig høyere enn de historiske resultatene, og også høyere enn hva en kan forvente fremover.

De siste fem årene har differansen mellom Sharpe-raten i SPU og referanseindeksen vært 0,02. For aksjer har både avkastningen og volatiliteten vært noe høyere enn i referanseindeksen, og forholdet mellom avkastning og risiko har vært marginalt bedre i fondet enn i indeksen. For obligasjoner har avkastningen i den samme perioden vært noe lavere enn i referanseindeksen, men volatiliteten har også vært lav. Det har medført at forholdet mellom avkastning og risiko også for obligasjoner har vært bedre enn i referanseindeksen.

[12] 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 2017 for kun aksje- og obligasjonsporteføljen var 5,8.



Figur 2.12 Sharpe rate-differanse og informasjonsrate for SPU

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

Informasjonsrate

Informasjonsraten måler den oppnådde meravkastningen i forhold til den relative risikoen. 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.

En informasjonsrate større enn null innebærer at forvalter har oppnådd en avkastning som er høyere enn i referanseindeksen. En høy informasjonsrate kan tolkes som dyktighet i forvaltningen, og en informasjonsrate som over tid overstiger 0,4 anses normalt for å være et godt resultat. I 2017 var informasjonsraten 2,3 for fondet[13], 2,4 i aksjeforvaltningen og 1,4 i obligasjonsforvaltningen. Beregningen er basert på et begrenset antall observasjoner og er derfor usikker. Informasjonsraten var relativt høy i 2017 sammenlignet med tidligere år, se figur 2.12B. Det skyldes at Norges Bank oppnådde høy meravkastning i forvaltningen relativt til referanseindeksen, men også at den målte relative volatiliteten var lav.

I perioden 1998–2017 var informasjonsraten 0,4 for fondet, 0,6 for aksjeforvaltningen og 0,1 for obligasjonsforvaltningen. At verdiene er positive innebærer at Norges Banks forvaltning oppnådde en meravkastning i alle aktivaklassene. Samtidig viser tallene at fondet ble vesentlig bedre kompensert for den relative risikoen som ble tatt i aksjeforvaltningen enn i obligasjonsforvaltningen.

2.2.7 Departementets vurderinger

Den nominelle avkastningen av SPU i 2017 var 13,7 pst. målt i fondets valutakurv, mens avkastningen etter fratrekk for kostnader og prisstigning (realavkastningen) var 11,6 pst. Avkastningen var positiv i alle aktivaklasser og i alle hovedmarkeder. Avkastningen av aksjeporteføljen var høy, men også avkastningen av obligasjonsporteføljen var over det som kan forventes fremover. Finansdepartementet vil peke på at vi må være forberedt på at avkastningen i finansmarkedene svinger betydelig over tid. Departementet er tilfreds med en gjennomsnittlig årlig realavkastning av SPU på 4,2 pst. etter kostnader siden januar 1998.

[13] 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. 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.

Boks 2.5 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.

Norges Banks representantskap 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 kontrollhandlinger gjør Finansdepartementet en egen kontrollberegning av avkastningen i referanseindeksen for SPU. Kontrollberegningen for 2017 viser ingen vesentlige avvik fra Norges Banks rapporterte avkastningstall for referanseindeksen.

Indeksleverandøren MSCI har på oppdrag fra Finansdepartementet gjort en kontrollberegning av avkastningen av SPUs eiendomsportefølje, og verifisert at bankens oppgitte tall stemmer. Rapporten er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider.

I 2017 var fondets samlede avkastning 0,7 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Norges Bank har gjennom fjoråret utnyttet en mindre andel av rammen for avvik fra referanseindeksen. Sammenlignet med denne utnyttelsen av risikorammen, er oppnådd meravkastning høyere enn det en normalt kan forvente. Departementet legger samtidig vekt på utviklingen i resultatene over tid, og er tilfreds med at gjennomsnittlig årlig brutto avkastning siden 1998 har vært 0,28 prosentenheter høyere enn referanseindeksen.

De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en avkastning på 7,5 pst. i 2017. Departementet legger vekt på resultatene over tid, og eiendomsinvesteringene i SPU har for kort historikk til at en kan trekke sikre konklusjoner om hvor vellykket forvaltningen har vært. Også ekspertgruppen bestående av Dahlquist og Ødegaard (2018) peker på dette. Gitt den informasjonen som foreligger er departementet tilfreds med de resultatene som er oppnådd så langt.

2.3 Kostnader

2.3.1 Innledning

I henhold til mandatet for SPU får Norges Bank dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en øvre grense. Denne var satt til 7,5 basispunkter[14] av fondets gjennomsnittlige markedsverdi i 2017. For 2018 har Finansdepartementet fastsatt grensen til 7,0 basispunkter.[15] Reduksjonen er begrunnet med at kostnadsrammen skal gi insentiver til god kontroll og kostnadseffektiv forvaltning, og at sikkerhetsmarginen mellom kostnadsrammen og budsjettet derfor ikke bør være for høy. Norges Bank godtgjøres i tillegg for den delen av honorarer til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

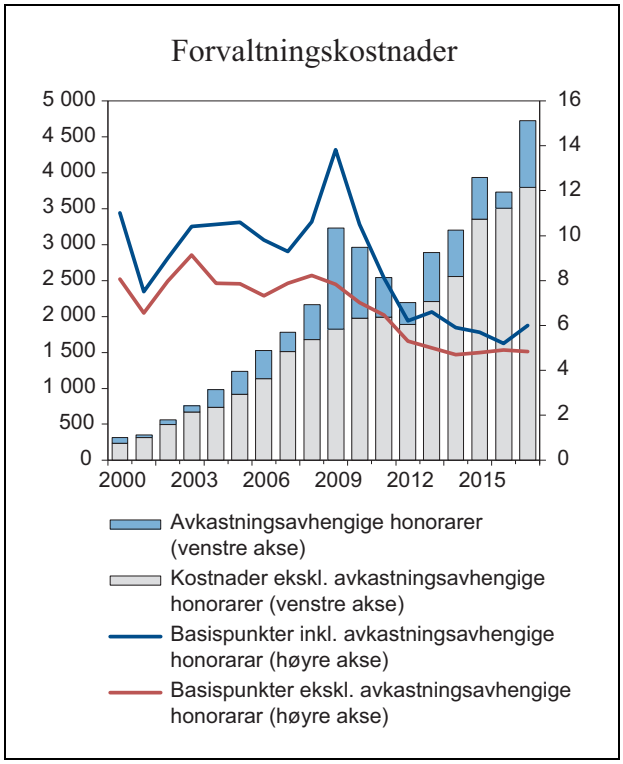
Utenom avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere var forvaltningskostnadene i 2017 på 3,8 mrd. kroner. Det tilsvarer 4,8 basispunkter av fondets gjennomsnittlige markedsverdi, som er noe lavere enn kostnadsnivået i 2016[16].

De *samlede* forvaltningskostnadene økte til 4,7 mrd. kroner i 2017, fra 3,7 mrd. kroner året før. Økningen skyldes i all hovedsak økte avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere som følge av høy oppnådd meravkastning. Også lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader, depotkostnader og faste honorarer til eksterne forvaltere økte noe. Målt som andel av

[14] Ett basispunkt svarer til 0,01 pst.

[15] Brevet er tilgjengelig på departementets nettsider.

[16] 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 2017 utgjorde disse kostnadene 116 mill. kroner, en økning fra 100 mill. kroner i 2016. Samlede kostnader som måles mot kostnadsrammen var dermed 3 920 mill. kroner som tilsvarer 5,0 basispunkter



Figur 2.13 Utvikling i forvaltningskostnader i SPU. Målt i millioner kroner (venstre akse) og basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 prosent

Kilde: Norges Bank.

forvaltet kapital var de samlede kostnadene 6,0 basispunkter i 2017, mens de i 2016 var 5,2 basispunkter.

Forvaltningskostnadene målt i kroner har økt over tid, se figur 2.13. Enkelte kostnader er avhengig av størrelsen på fondet, og vil derfor stige når kapitalen i fondet vokser. De interne kostnadene har økt historisk som følge av et økt antall ansatte, blant annet i forbindelse med eiendomsinvesteringene, og generell lønnsøkning. Deler av kostnadene i fondet påløper i andre valutaer enn norske kroner, slik at endringer i kronekursen også påvirker kostnadene målt i norske kroner. Over tid har kostnadsøkningen likevel vært noe mindre enn økningen i fondets verdi, slik at kostnadene målt som andel av forvaltet kapital har falt.

Finansdepartementet legger vekt på at kostnadene ved *unoterte investeringer* rapporteres slik at avkastningen kan sammenlignes med noterte investeringer. For investeringene i unotert eiendom innebærer dette at mange kostnader trekkes fra ved beregning av avkastningen i eiendomsselskapene, slik de ville ha blitt ved beregning av avkastning i eiendomsfond eller ved beregning av overskuddet i et notert eiendomsselskap. Kostnader ved forvaltningen av de unoterte eiendomsinvesteringene er kostnader Norges Bank har til drift av organisasjonen som forvalter og investerer i unotert eiendom. Dette omfatter personalkostnader, IT-kostnader, konsulenttjenester og juridiske tjenester, kostnader til lokaler for ansatte og andel av felleskostnader i Norges Bank. Kostnadene i 2017 i Norges Bank Real Estate Management (NBREM), som forvalter eiendomsinvesteringene i SPU, var 455 mill. kroner. Disse kostnadene inngår i forvaltningskostnadene nevnt ovenfor. Øvrige kostnader, som kostnadene ved drift av bygg, transaksjonskostnader, skatt mv. er trukket fra ved beregningen av avkastningen av unotert eiendom, og bidrar til å redusere bankens oppnådde meravkastning. Norges Bank har i publikasjonen om fondets unoterte eiendomsinvesteringer for 2017 gitt en nærmere beskrivelse av kostnader på ulike nivåer.

2.3.2 Internasjonal sammenligning

Det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. sammenligner årlig fondets forvaltningskostnader med kostnadene i om lag 300 andre fond. Sammenligningen for 2016, som er det siste året med tilgjengelige data, viser at SPU er fondet med lavest kostnader, målt som andel av forvaltet kapital. En av årsakene er at SPU har en mindre andel investeringer 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 sammenlignet med de andre fondene. Rapporten fra 2016 er tilgjengelig på departementets nettsider.

På oppdrag fra Finansdepartementet har McKinsey utarbeidet en rapport om kostnadene i forvaltningen av SPU, herunder en kostnadssammenligning med andre fond. Analysen baseres på data fra CEM, men kostnadene er vurdert mot en sammenligningsgruppe bestående av ni av de største fondene. Rapporten viser at forvaltningen av SPU er kostnadseffektiv sammenlignet med disse fondene. Målt som andel av forvaltningskapitalen var kostnadene i SPU 5,3 basispunkter i 2016, tilsvarende 3,8 mrd. kroner. McKinsey anslår at sammenligningsgruppen ville hatt kostnader på 9,3 basispunkter, tilsvarende 6,7 mrd. kroner, om kapitalen skulle investeres som i SPU og med den samme fordelingen mellom intern og ekstern forvaltning.

SPU har vesentlig lavere kostnader enn sammenligningsgruppen for intern og ekstern aksje- og obligasjonsforvaltning. I eiendomsforvaltningen er kostnadene om lag på linje med kostnadene andre fond har med tilsvarende investeringsstil.

Rapporten viser at SPU isolert sett har noe høyere administrasjonskostnader («overhead») enn sammenligningsgruppen. McKinsey skriver at dette indikerer at SPU på dette området ikke synes å realisere stordriftsfordeler, men peker også på at administrasjonskostnadene kan avhenge av investeringsstrategien. Slik sett er det grunn til å legge mest vekt på totalkostnadene.

2.3.3 Kostnader ved aktiv og passiv forvaltning

Å investere fullt ut i tråd med referanseindeksen, såkalt passiv forvaltning, er ikke kostnadsfritt. Ved passiv forvaltning vil det blant annet påløpe faste kostnader. I tillegg påløper transaksjonskostnader ved kjøp og salg av verdipapirer, både ved justeringer i referanseindeksen og ved tilførsel til eller uttak fra fondet. Avkastningen av referanseindeksen for SPU er ikke justert for slike kostnader. På den annen side vil utlån av verdipapirer gi inntekter som kommer i tillegg til referanseindeksens avkastning.

Ekspertgruppen bestående av Dahlquist og Ødegaard (2018) skriver i sin rapport at en forvalters bidrag til avkastning bør måles etter at merkostnadene ved aktiv forvaltning er trukket fra.

Kostnadene i forvaltningen av SPU var i 2017 om lag 6 basispunkter, eller i underkant av 5 mrd. kroner. Det er mulig å anslå hvor mye av kostnadene som ville påløpt også ved passiv forvaltning og hvor mye som er påløpt som følge av Norges Banks aktive forvaltning. Slike anslag vil imidlertid være usikre.

McKinsey har i sin rapport vurdert forvaltningskostnadene ved en tenkt passiv forvaltning av SPU med utgangspunkt i data fra andre fond, innsamlet av CEM. Kostnadene ved passiv forvaltning anslås til i størrelsesorden 2,8–2,9 basispunkter. McKinsey har da ikke tatt hensyn til at det mest sannsynlig vil være besparelser i kostnader til administrasjon sammenlignet med dagens forvaltning av fondet. De skriver i sin rapport at anslaget derfor må anses som forsiktig, og at det kan være mulig med en noe rimeligere forvaltning enn det anslaget indikerer. I årsrapporteringen for 2017 anslår Norges Bank at SPU de siste tre årene kunne vært forvaltet passivt til en kostnad på tre basispunkter. Verken transaksjonskostnader eller inntekter fra verdipapirutlån er inkludert i disse anslagene.

Norges Bank har beregnet netto merkostnader ved aktiv forvaltning av SPU, hvor både transaksjonskostnader og inntekter fra verdipapirutlån er inkludert. Banken anslår at merkostnadene i perioden fra 1998 til 2017 var om lag ett basispunkt per år, mens merkostnadene de siste fem årene var om lag fire basispunkter per år. Disse merkostnadene dekker et bredt sett med aktiviteter som ikke ville inngått i en ren passiv forvaltning. Det omfatter blant annet ansvarlig forvaltning, strategier for meravkastning og kostnadseffektiv tilpasning til indeksen.

2.3.4 Departementets vurderinger

Finansdepartementet viser til at forvaltningskostnadene til Norges Bank er lave sammenlignet med andre fond målt som andel av forvaltet kapital. Det tyder på at Norges Bank klarer å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. I kroner er kostnadene likevel betydelige, og det er derfor viktig å ha høy bevissthet om kostnadsutviklingen. Departementet viser for øvrig til at finanskomiteen ved behandlingen av fondsmeldingen våren 2017 påpekte at forvaltningskostnadene har økt over tid og at de er betydelige målt i norske kroner.

Departementet forventer at Norges Bank skal gjennomføre forvaltningen på en kostnadseffektiv måte, og at stordriftsfordeler som følge av fondets stadig økte verdi og virksomhet utnyttes. En må samtidig være innstilt på at kostnadene påvirkes av endringer i kronekursen. Etter departementets vurdering er det avkastningen som oppnås etter kostnader som er det viktigste for å nå fondets langsiktige mål.

Norges Bank har anslått at kostnadene ved en tenkt passiv forvaltning for perioden 1998–2017 ville ha vært nær de faktiske forvaltningskostnadene. Departementet har tidligere ansett brutto meravkastning, dvs. meravkastning før fratrekk for forvaltningskostnader, som et godt mål på netto verdiskaping. De siste årene har kostnadene ved passiv forvaltning gått ned, som følge av lavere tilførsel og dermed lavere transaksjonskostnader. Departementet viser til at Norges Bank anslår merkostnadene til aktiv forvaltning de siste fem årene til om lag fire basispunkter per år. For å anslå netto verdiskaping de siste årene må derfor en større andel av kostnadene trekkes fra brutto meravkastning.

2.4 Gjennomgang av Norges Banks forvaltning

2.4.1 Innledning

Finansdepartementet har siden 2009 gjennomgått Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland (SPU) i begynnelsen av hver stortingsperiode. Det ble redegjort for slike gjennomganger i fondsmeldingene som ble lagt frem i 2010 og 2014. Departementet legger i denne meldingen frem en ny evaluering av Norges Banks gjennomføring av forvaltningsoppdraget.

Formålene med slike regelmessige gjennomganger er blant annet å bidra til åpenhet og innsikt i Norges Banks forvaltning. Gjennomgangene er viktige for tilliten til forvaltningen og kan bidra til å styrke evnen til å holde fast ved lønnsomme, langsiktige investeringsstrategier, også i perioder med svake resultater.

Etter forrige gjennomgang i 2014 har departementet fastsatt mer detaljerte krav til rapportering om risiko, samt en supplerende risikoramme for store negative avvik fra referanseindeksen som kan forventes å inntreffe sjeldent (ekstremavviksrisiko). Videre er rammen for avvik fra referanseindeksen, målt ved forventet relativ volatilitet, økt fra 1,0 prosentenheter til 1,25 prosentenheter.

Som del av gjennomgangen ga Finansdepartementet en ekspertgruppe bestående av professorene Magnus Dahlquist og Bernt Arne Ødegaard i oppdrag å evaluere bankens aktive forvaltning av SPU. Videre fikk konsulentselskapene McKinsey og Inflection Point Capital Management i oppdrag å utarbeide rapporter om henholdsvis kostnadene ved forvaltningen av fondet og ledende, global praksis innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Sistnevnte rapport omtales i avsnitt 5.3. Departementet har også mottatt analyser og vurderinger fra Norges Bank. Alle rapportene og bankens brev er tilgjengelige på departementets nettsider.

Omtalen nedenfor tar utgangspunkt i meravkastningen Norges Bank har oppnådd utover avkastningen av referanseindeksen fra departementet. Deretter gjøres det rede for analyser som søker å belyse hvordan denne meravkastningen er oppnådd, herunder eksponering mot ulike typer risiko og kostnadene som er påløpt. Det gis også vurderinger av resultatene fra de ulike investeringsstrategiene banken bruker i forvaltningen. Dette er en oppfølging av Stortingets anmodningsvedtak nr. 761 (2015–2016) 3. juni 2016:

> *«Stortinget ber om at neste års gjennomgang også vurderer resultatene fra, og kost/nytte-verdiene av de ulike investeringsstrategiene, både på kort og lang sikt, og fremme eventuelle endringer i lys av disse vurderingene i forbindelse med fondsmeldingen for 2017.»*

Finansdepartementet har i oppfølgingen av dette vedtaket vurdert nytte målt ved meravkastning, og kostnader målt ved relativ risiko og forvaltningskostnader.

Finansdepartementet vil for øvrig vise til at mandatet for SPU åpner for at Norges Bank kan ta noe mer eller mindre risiko enn det som følger av referanseindeksen. Det er i mandatet også stilt krav om at Norges Bank skal søke å sette sammen investeringene i aksje- og obligasjonsporteføljen slik at avvikene fra referanseindeksen har bred risikospredning.[17]

2.4.2 Meravkastning

Ekspertgruppen har vurdert Norges Banks historiske resultater i forvaltningen av SPU, med særlig vekt på resultatene de siste årene. Det er utført ulike analyser for hele perioden fra januar 1998 til juni 2017 og for delperioden fra januar 2013 til juni 2017. For den siste perioden har gruppen hatt tilgang til data for avkastning, risiko og kostnader fordelt på det Norges Bank definerer som hovedstrategier i forvaltningen. For eiendomsforvaltningen har gruppen vurdert resultatene i perioden fra mars 2011 til juni 2017, da dette omfatter perioder hvor banken har investert i unotert eiendom.

Innslaget av avvik fra referanseindeksen i SPU, eller såkalt aktiv forvaltning, er moderat. Ekspertgruppen viser til analyser som indikerer at avvikene kun forklarer en liten andel av de historiske svingningene i avkastningen av fondet.[18] Det tyder på at avvikene er små. Andelen har for øvrig falt over tid, noe som ifølge gruppen indikerer at omfanget av den aktive forvaltningen er redusert over tid.

Ekspertgruppens beregninger viser at Norges Bank i perioden fra januar 1998 til juni 2017 har oppnådd en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,29 prosentenheter for SPU samlet. Fratrukket totale forvaltningskostnader utgjorde netto meravkastning 0,20 prosentenheter. Etter fratrekk for kostnader var resultatet det samme de siste

---

[17] Kravet er i mandatet formulert som at den forventede differanseavkastningen skal være eksponert mot flere systematiske risikofaktorer.

[18] Ekspertgruppens beregninger viser at referanseindeksen forklarer 99,4 pst. av svingningene i fondets avkastning i perioden fra januar 1998 til juni 2017 og 99,6 pst. i perioden fra januar 2013 til juni 2017.

Tabell 2.4 Gjennomsnittlig årlig meravkastning i forvaltningen av SPU. Prosentenheter[1, 2]

	SPU	Aksjeporteføljen	Obligasjonsporteføljen
A. Januar 1998 – juni 2017			
Meravkastning	0,29	0,49*	0,15
Kostnader	0,09	0,13	0,05
Meravkastning etter fratrekk for kostnader	0,20	0,36	0,11
B. Januar 2013 – juni 2017			
Meravkastning	0,25	0,37	-0,03
Kostnader	0,05	0,07	0,03
Meravkastning etter fratrekk for kostnader	0,20	0,30	-0,06

[1] En * indikerer såkalt statistisk signifikans ved 5 pst.-nivå, dvs. at det er mindre enn 5 pst. sannsynlighet for å få dette anslaget dersom den uobserverbare, sanne gjennomsnittlige meravkastningen er null.

[2] Gjennomsnittlig årlig meravkastning er her beregnet som aritmetisk gjennomsnitt av månedlige meravkastningstall, multiplisert med 12.

Kilde: Dahlquist og Ødegaard (2018).

fire årene som for perioden sett under ett, se tabell 2.4.

Ekspertgruppen viser i sin rapport til at deler av forvaltningskostnadene i SPU ville påløpt også dersom fondet kun ble forvaltet passivt, se avsnitt 2.3. Anslag på netto verdiskaping, der samlede forvaltningskostnader er trukket fra, anses derfor å være konservative.

Både i hele perioden siden 1998 og i delperioden fra 2013 var meravkastningen vesentlig høyere i aksjeporteføljen enn i obligasjonsporteføljen. Det gjelder både før og etter fratrekk for forvaltningskostnader. For delperioden var avkastningen i obligasjonsporteføljen lavere enn avkastningen av referanseindeksen, altså en mindreavkastning.

Ekspertgruppen trekker frem at meravkastningen i aksjeporteføljen i delperioden fra 2013 skyldes valg av aksjer *innen* henholdsvis land, industrier og sektorer, mens variasjonen i andelen investert *i* ulike land, industrier og sektorer over tid har gitt små, men negative bidrag til meravkastningen. De påpeker at dette viser at meravkastningen i denne perioden skyldes valg av enkeltaksjer, heller enn valg av land, industrier og sektorer.

Ekspertgruppen viser til at det kreves data over lange tidsperioder for å vurdere om oppnådd meravkastning er statistisk signifikant forskjellig fra null.[19] Det skyldes at det ofte er stor variasjon i månedlige avkastningstall, og at en tidsperiode på nærmere to tiår i denne sammenheng anses å være kort. Basert på ekspertgruppens analyser er det kun anslaget for gjennomsnittlig årlig meravkastning i aksjeporteføljen i hele perioden som er statistisk signifikant.

2.4.3 Analyser av oppnådd meravkastning hensyntatt risiko

Avsnitt 2.4.2 viste bidragene fra Norges Banks forvaltning til den samlede avkastningen av SPU. Nedenfor gjøres det rede for analyser som belyser oppnådde resultater hensyntatt risiko.

Ekspertgruppen har i sin rapport benyttet modeller som i finanslitteraturen brukes til å forklare historiske resultater. I slike modeller skilles det mellom avkastning forvalter oppnår gjennom å ta såkalt systematisk risiko, og avkastning som skyldes andre valg. Sistnevnte omtales gjerne som risikojustert meravkastning, såkalt *alfa*. Anslag på risikojustert meravkastning er usikre, og valg av konkret modell vil ha stor betydning, se omtale i fondsmeldingen våren 2016.

I praksis kan systematisk risiko tas for eksempel ved å investere en høyere andel i aksjer og obligasjoner som tenderer til å stige (falle) mer i verdi enn gjennomsnittet ved oppgang (nedgang) i aksje- og obligasjonsmarkedet enn det som følger av referanseindeksen. Dersom det over tid er oppgang i markedet vil en slik strategi i forvent-

[19] Dersom en med rimelig sikkerhet kan utelukke at det er tilfeldig at en beregnet størrelse avviker fra null, omtales størrelsen som signifikant forskjellig fra null.

Tabell 2.5 Gjennomsnittlig årlig risikojustert meravkastning i forvaltningen av SPU. Prosentenheter[1]

	Januar 1998 – juni 2017		Januar 2013 – juni 2017	
	Før kostnader	Etter fratrekk for samlede forvaltningskostnader	Før kostnader	Etter fratrekk for samlede forvaltningskostnader
A. Meravkastning justert for markedsrisiko				
SPU	0,15	0,07	0,18	0,13
Aksjeporteføljen	0,40*	0,27	0,22	0,15
Obligasjonsporteføljen	0,07	0,03	-0,02	-0,05
B. Meravkastning justert for faktorrisiko				
SPU	0,07	-0,02	0,17	0,12
Aksjeporteføljen	0,39–0,41	0,26–0,28	0,23–0,26	0,16–0,19
Obligasjonsporteføljen	-0,20–0,10	-0,25–0,05	-0,03–0,17	-0,06–0,14

[1] En * indikerer statistisk signifikans ved 5 pst. nivå, dvs. at det er mindre enn 5 pst. sannsynlighet for å få dette anslaget dersom den uobserverbare, sanne gjennomsnittlige meravkastningen er null.

Kilde: Dahlquist og Ødegaard (2018).

ning gi meravkastning. En annen måte å ta risiko på er å vri sammensetningen av porteføljen mot andre, systematiske risikofaktorer. Slike risikofaktorer er en samlebetegnelse på ulike avkastningsmønstre som historisk har vært observert i aksje- og obligasjonsmarkedene. Et eksempel på en slik faktor er «verdi», som viser til at selskaper som vurderes å ha lav verdsettelse relativt til grunnleggende forhold ved selskapet historisk har hatt høyere avkastning enn selskaper med høy verdsettelse. Ved å vri sammensetningen av investeringene mot slike faktorer kan en derfor forvente å oppnå meravkastning over tid. Slike strategier kan samtidig innebære en noe annen og høyere risiko enn det som følger av referanseindeksen.

Risikojustering innebærer metoder for å justere meravkastningen for slik risikotaking. For eksempel vil positiv meravkastning som skyldes høy risiko trekkes fra i slike analyser ved beregning av risikojustert meravkastning.

Meravkastning justert for markedsrisiko

Ekspertgruppens analyser tyder på at om lag halvparten av den gjennomsnittlige årlige meravkastningen på 0,29 prosentenheter i SPU i perioden fra januar 1998 til juni 2017 kan forklares med at innslaget av markedsrisiko er høyere enn det som følger av referanseindeksen fra departementet.[20] Etter justering for slik risiko utgjør beregnet meravkastning 0,15 prosentenheter, se tabell 2.5A. Fratrukket gjennomsnittlige forvaltningskostnader i samme periode, anslår ekspertgruppen at netto risikojustert meravkastning i SPU i denne perioden utgjør om lag 0,07 prosentenheter. Som nevnt ovenfor viser gruppen til at deler av forvaltningskostnadene ville påløpt også ved en tenkt passiv forvaltning, og dette tallet må anses å være et konservativt anslag på netto risikojustert meravkastning.

For aksjeporteføljen har ekspertgruppen beregnet risikojustert meravkastning til 0,40 prosentenheter og netto risikojustert meravkastning på 0,27 prosentenheter, se tabell 2.5A. Anslaget er statistisk signifikant. For obligasjonsporteføljen er risikojustert meravkastning beregnet til 0,07 prosentenheter, og 0,03 prosentenheter etter fratrekk for forvaltningskostnader.

Ekspertgruppen anslår netto risikojustert meravkastning i SPU til 0,13 prosentenheter i perioden fra januar 2013 til juni 2017. For aksje- og obligasjonsporteføljene anslås netto risikojustert meravkastning i denne perioden til henholdsvis 0,15 og -0,05 prosentenheter. Den beregnede risi-

[20] Ang, Brandt og Denison (2014) pekte på at en høy samvariasjon mellom referanseindeksene for aksjer og obligasjoner, og mellom enkelte systematiske risikofaktorer og referanseindeksen for aksjer under finanskrisen bidro til at fondets beregnede eksponering mot referanseindeksen var «kunstig høy».

kojusterte meravkastningen i obligasjonsporteføljen er høyere enn den faktiske meravkastningen. Det indikerer at markedsrisikoen i obligasjonsporteføljen i denne perioden har vært lavere enn i referanseindeksen.

Meravkastning forklart med systematiske risikofaktorer

I finanslitteraturen er det identifisert en rekke systematiske risikofaktorer, eller avkastningsmønstre, som historisk har gitt meravkastning. Det er utviklet flere modeller for hvordan oppnådde resultater kan forklares med slike risikofaktorer. Ekspertgruppen trekker frem en modell med fem systematiske risikofaktorer utviklet av Fama og French som et rimelig utgangspunkt for slike analyser av aksjeporteføljen. Modellen inkluderer fire systematiske risikofaktorer i tillegg til markedsrisiko.[21] Gruppen viser til at det ikke er faglig enighet om hvilke faktorer som bør benyttes for å beregne meravkastning for obligasjonsinvesteringer etter justering for ulike risikofaktorer. Som et utgangspunkt har ekspertgruppen benyttet to systematiske risikofaktorer som fanger opp henholdsvis renterisiko og kredittrisiko.[22]

I ekspertrapporten pekes det på at slike analyser er viktige for å forstå risikotakingen i forvaltningen, men at det er et åpent spørsmål om hvorvidt en skal justere meravkastning for vridninger av sammensetningen av investeringene mot systematiske risikofaktorer. Ifølge gruppen kan det argumenteres for at forvalter skaper verdier gjennom slike faktorinvesteringer.

Ekspertgruppen peker videre på at eksponering mot systematiske faktorer ikke kan oppnås kostnadsfritt, blant annet fordi dette krever løpende rebalansering av porteføljen, noe som påfører fondet transaksjonskostnader. De mener det kan anses som et godt resultat å oppnå ønsket eksponering mot systematiske risikofaktorer selv om det ikke anslås noen risikojustert meravkastning etter kostnader.

Ekspertgruppens analyser viser at eksponeringen mot systematiske risikofaktorer i forvaltningen av SPU har variert over tid. Gruppen finner at deler av meravkastningen i perioden fra januar 1998 til juni 2017 kan forklares med høyere markedsrisiko og en høyere andel investert i små selskaper, selskaper med høy lønnsomhet og selskaper som har et høyt investeringsnivå samt kredittfaktoren, sammenlignet med referanseindeksen. For delperioden fra januar 2013 til juni 2017 kan deler av meravkastningen forklares med høyere markedsrisiko og en vridning av investeringene mot små selskaper. Analysene tyder videre på at investeringene i SPU i denne perioden har hatt en mindre andel obligasjoner med lang tid til forfall enn referanseindeksen.

For *aksjeporteføljen* viser ekspertgruppens analyser at den beregnede meravkastningen i begge periodene dels kan forklares med høyere markedsrisiko, men at vridningen mot øvrige systematiske risikofaktorer har variert over tid.

Ekspertgruppens analyser tyder på at innrettingen av Norges Banks forvaltning av *obligasjonsinvesteringene* er endret betydelig over tid. For hele perioden trekker de spesielt frem eksponering mot kredittrisiko og viser til de negative resultatene under finanskrisen i 2008–2009, som diskutert av Ang, Brandt og Denison (2014). For delperioden synes forvaltningen av obligasjonsporteføljen å være innrettet på en annen måte, og gruppens analyser tyder på at en stor del av risikotakingen har vært i form av lavere løpetid på obligasjonsinvesteringene enn i referanseindeksen. En slik innretting innebærer at Norges Bank oppnår meravkastning dersom rentenivået øker, og mindreavkastning dersom rentenivået faller.[23]

Det er en vanlig beregningsteknisk forutsetning i analyser av risikojustert meravkastning at eksponeringen mot den enkelte risikofaktor er konstant. Ekspertgruppens analyser viser derimot at slike eksponeringer i SPU har variert over tid, og gruppen skriver at det derfor er vanskelig å tolke beregnet risikojustert meravkastning for hele perioden. Gruppen legger mer vekt på resultatene for delperioden.

Av den oppnådde meravkastningen i SPU på i gjennomsnitt 0,25 prosentenheter per år i perioden fra 2013, kan om lag en tredjedel forklares med systematiske risikofaktorer. Ekspertgruppen anslår den risikojusterte meravkastningen til i

---

[21] Se Dahlquist og Ødegaard (2018) for en nærmere drøfting av modellen og hvilke avkastningsmønstre risikofaktorene er ment å fange opp.

[22] Risikofaktoren «renterisiko» fanger opp meravkastningen ved å investere i statsobligasjoner med lang tid til forfall sammenlignet med statsobligasjoner med kort tid til forfall. «Kredittrisiko» fanger opp meravkastningen ved å investere i selskapsobligasjoner sammenlignet med mer sikre statsobligasjoner, justert for forskjeller i løpetid.

[23] Renteendringer medfører kursendringer for obligasjoner. Jo lengre løpetid en obligasjon har, desto større blir kursendringen som følge av en gitt renteendring. For en obligasjonsportefølje benyttes gjerne målet durasjon, som angir gjennomsnittlig løpetid for alle obligasjonene i porteføljen basert på en vekting av alle fremtidige rente- og avdragsbetalinger. Jo lengre durasjon, desto større kurstap eller kursgevinster i obligasjonsporteføljen ved henholdsvis renteøkninger eller rentefall.

gjennomsnitt 0,17 prosentenheter per år, se tabell 2.5B. Dette anslaget er ikke statistisk signifikant. Ved å trekke fra fondets samlede forvaltningskostnader i samme periode, anslås gjennomsnittlig netto risikojustert meravkastning i SPU til 0,12 prosentenheter per år.

Avhengig av hvilke systematiske risikofaktorer som inkluderes i analysen, har ekspertgruppen beregnet gjennomsnittlig årlig risikojustert meravkastning i aksjeporteføljen i perioden fra 2013 til å ligge mellom 0,23 prosentenheter og 0,26 prosentenheter, og mellom 0,16 prosentenheter og 0,19 prosentenheter når forvaltningskostnader trekkes fra, se tabell 2.5B. For obligasjonsporteføljen er beregnet risikojustert meravkastning i større grad avhengig av konkret valg av modell, men anslås til å ligge mellom -0,03 prosentenheter og 0,17 prosentenheter per år, og mellom -0,06 prosentenheter og 0,14 prosentenheter etter fratrekk for forvaltningskostnader. Gruppen peker på at den valgte modellen med renterisiko og kredittrisiko ikke synes å fange opp all kredittrisiko i obligasjonsporteføljen, og peker blant annet på eksponering mot obligasjoner utstedt av fremvoksende økonomier som en mulig forklaring. De finner at ingen av anslagene på risikojustert meravkastning i aksje- og obligasjonsporteføljen er statistisk signifikante.

SPU har siden 2013 hatt lavere renterisiko enn referanseindeksen. Ettersom rentenivået i stor grad har vært fallende i denne perioden, har fondet tapt på denne strategien. Mindreavkastning som skyldes lavere risiko enn i referanseindeksen, legges til ved beregning av risikojustert meravkastning. Den risikojusterte meravkastningen i obligasjonsporteføljen i slike analyser er derfor høyere enn den faktisk oppnådde meravkastningen.

2.4.4 Verdiskaping målt i kroner

Ekspertgruppen har beregnet verdiskapingen fra Norges Banks forvaltning, det vil si et anslag på meravkastningen målt i norske kroner. Et slikt anslag omsetter prosentstørrelser til beløp.[24] Det tas dermed hensyn til at en liten prosentvis meravkastning oppnådd med stor fondsverdi kan ha større økonomisk betydning enn høy prosentvis meravkastning oppnådd med lav fondsverdi. Beregnet verdiskaping før justering for kostnader kan ifølge gruppen vise hvor store verdier Norges Bank henter ut fra kapitalmarkedene gjennom den aktive forvaltningen, mens verdiskapingen etter kostnader søker å anslå hvor store verdier som tilfaller kapitaleier.

Ekspertgruppens beregninger viser at verdiskapingen i perioden fra januar 1998 til juni 2017 kan anslås til 112 mrd. kroner, og til 65 mrd. kroner i perioden fra januar 2013 til juni 2017, se tabell 2.6A. Verdiskaping etter fratrekk for forvaltningskostnader er beregnet til 75 mrd. kroner siden 1998, og 50 mrd. kroner siden 2013. Gruppen understreker at dette må anses som et nedre anslag på verdiskapingen som tilfaller kapitaleier, fordi det ville påløpt kostnader også ved passiv forvaltning.

Hoveddelen av den anslåtte verdiskapingen kommer fra aksjeforvaltningen, med 73 mrd. kroner etter kostnader for hele perioden og 52 mrd. kroner i perioden fra 2013, se tabell 2.6A. Etter fratrekk for kostnader viser ekspertgruppens analyser at obligasjonsforvaltningen bidro negativt, med anslagsvis -1 mrd. kroner siden 1998 og -7 mrd. kroner siden 2013. For perioden fra 2013 er beregnet bidrag fra obligasjonsforvaltningen negativt også før fratrekk for forvaltningskostnader.

De beregnede bidragene fra henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen er ikke nødvendigvis lik den samlede anslåtte verdiskapingen for SPU. Det kan skyldes at Norges Bank har valgt en annen fordeling mellom aksjer og obligasjoner enn i referanseindeksen, og at denne forskjellen isolert sett har bidratt til verdiskapingen.

Finansdepartementet presenterer årlig anslag på verdiskaping målt i kroner i meldingene om Statens pensjonsfond. Departementets egne anslag viser at akkumulert verdiskaping i perioden fra januar 1998 og frem til utgangen av 2017 kan anslås til 141 mrd. kroner, mens verdiskapingen i perioden siden januar 2013 kan anslås til 88 mrd. kroner, se avsnitt 2.2. Forskjellen mellom disse tallene og ekspertgruppens anslag skyldes i hovedsak at Norges Bank oppnådde høy meravkastning i aksjeporteføljen i andre halvår av 2017 og at denne perioden ikke inngår i ekspertgruppens analyser.

Risikojustert verdiskaping målt i kroner

Ekspertgruppen har beregnet verdiskapingen i Norges Banks forvaltning av SPU også etter at det tas hensyn til risiko. Formålet er å anslå andelen av verdiskapingen, målt i kroner, som ikke kan tilskrives systematisk risikotaking. Gruppen har

[24] Verdiskapingen er beregnet ved å multiplisere meravkastningen i hver måned med kapitalen ved inngangen til måneden. Deretter summeres meravkastningene i alle månedene. Norske kroner er valgt som en illustrasjon, men anslaget kan også gjøres for andre valutaer.

analysert netto verdiskaping både etter justering for markedsrisiko og hensyntatt andre systematiske risikofaktorer. Gruppen legger mest vekt på resultatene for perioden fra 2013, ettersom innrettingen av bankens forvaltning, og dermed risikotakingen, har endret seg over tid.

Tabell 2.6B og 2.6C viser at netto verdiskaping i stor grad kan forklares med et høyere innslag av markedsrisiko, spesielt i obligasjonsforvaltningen. Justert for markedsrisiko og forvaltningskostnader viser ekspertgruppens analyser at netto verdiskaping fra Norges Banks forvaltning av SPU kan anslås til -1,5 mrd. kroner i perioden fra januar 1998 til juni 2017. For aksjeporteføljen isolert sett er netto verdiskaping anslått til 42 mrd. kroner i samme periode, mens bidraget fra obligasjonsporteføljen utgjør -14 mrd. kroner.

Den anslåtte verdiskapingen for SPU er ikke nødvendigvis lik summen av bidragene fra aksje- og obligasjonsporteføljene. Dette er særlig tydelig når det justeres for markedsrisiko, målt ved referanseindeksen, i perioden fra januar 1998 til juni 2017.

For perioden fra januar 2013 til juni 2017 er Norges Banks verdiskaping i forvaltningen av SPU anslått til 32 mrd. kroner, etter at det er justert for markedsrisiko. Anslaget endres i liten grad dersom det også tas hensyn til andre systematiske risikofaktorer. Som for hele perioden fra 1998, anslås verdiskapingen å komme fra aksjeforvaltningen, mens bidraget fra obligasjonsforvaltningen er negativt.

2.4.5 Beskrivelse av investeringsstrategier

Ekspertgruppen trekker frem at kjennetegn ved SPU, som den brede spredningen av investeringene, størrelsen og en lang investeringshorisont, i utgangspunktet gjør fondet egnet for investeringsstrategier som søker å oppnå meravkastning sammenlignet med gjennomsnittsinvestoren. I likhet med tidligere rapporter peker gruppen spesielt på at fondets lange investeringshorisont gjør det godt egnet til å søke meravkastning fra systematiske risikofaktorer.[25]

Ekspertgruppen viser også til at Norges Bank kan søke å utnytte andre investorers kjøp og salg av verdipapirer i forbindelse med indeksendringer til å oppnå en meravkastning. Blant annet må passivt forvaltede fond tilpasse seg indeksendringer gjennom å kjøpe verdipapirer som tas inn i referanseindeksen, og selge verdipapirer som går ut, på det aktuelle tidspunktet for indeksendringene. I rapporten vises det til forskningslitteratur som indikerer at slike indekstilpasninger kan medføre forutsigbare verdipapirtransaksjoner blant enkelte investorer. Andre markedsaktører kan oppnå meravkastning ved å unngå porteføljetilpasninger som sammenfaller i tid med indeksendringene eller ved å tilby likviditet til investorer som må handle.

Nyere forskning kan ifølge ekspertgruppen tyde på at store, institusjonelle investorer kan oppnå meravkastning ved å opparbeide ekspertise innen utvelgelse av eksterne forvaltere, spesielt i fremvoksende markeder. Gruppen trekker videre frem at SPUs størrelse og lange tidshorisont kan gi Norges Bank fortrinn i å velge ut gode eksterne forvaltere med lokalkunnskap om de enkelte markedene.

Ekspertgruppen påpeker at størrelsen til SPU vil kunne begrense Norges Banks muligheter i forvaltningen, ettersom flere investeringsstrategier ikke er skalerbare og kan medføre høye transaksjonskostnader. Samtidig vises det til at størrelse kan være en fordel ved strategier for indekstilpasninger, verdipapirutlån og ekstern forvaltning.

Flere av investeringsstrategiene ekspertgruppen viser til, er strategier Norges Bank i dag anvender. Banken viser i brev 15. desember 2017 til at de valgte investeringsstrategiene i forvaltningen er gruppert i tre hovedkategorier, henholdsvis allokering, verdipapirseleksjon og markedseksponering. Strategiene utfyller hverandre ved at de har ulik tidshorisont, bygger på ulikt analytisk rammeverk og forventes å gi meravkastning under ulike markedsforhold. Banken har ikke gjort nærmere rede for slike forhold eller knyttet dette til de konkrete strategiene i forvaltningen.

Allokeringsstrategier

Norges Banks strategier innen allokering omhandler fordeling av fondets investeringer mellom aktivaklasser og markeder. Strategiene inkluderer blant annet aksjeinvesteringer i nye fremvoksende markeder («frontier markets») og investeringer i statsobligasjoner utstedt i valutaer til fremvoksende økonomier som ikke er del av referanseindeksen fra Finansdepartementet. Strategiene inkluderer også strategiske allokeringer til systematiske risikofaktorer som verdi, størrelse og kvalitet.

I mandatet fra Finansdepartementet er det stilt krav om etablering av miljørelaterte investeringsmandater, samt at banken i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene skal søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom

[25] Se Ang, Göetzman og Schäefer (2010) og Ang, Brandt og Denison (2014).

Tabell 2.6 Akkumulert verdiskaping fra Norges Banks forvaltning av SPU[1]. Milliarder kroner

	Januar 1998 – juni 2017		Januar 2013 – juni 2017	
	Før kostnader	Etter fratrekk for totale forvaltningskostnader	Før kostnader	Etter fratrekk for totale forvaltningskostnader
A. Verdiskaping				
Totalt	111,7	75,4	65,1	49,7
Aksjeporteføljen	99,3	72,7	63,0	51,6
Obligasjonsporteføljen	7,7	-0,9	-3,6	-6,6
B. Verdiskaping justert for markedsrisiko				
Totalt	34,8	-1,5	46,9	31,5
Aksjeporteføljen	68,8	42,2	39,8	28,4
Obligasjonsporteføljen	-5,8	-14,3	-2,2	-5,2
C. Verdiskaping justert for faktorrisiko				
Totalt	-10,2	-46,4	48,0	32,5
Aksjeporteføljen	49,4	22,8	42,7	31,2
Obligasjonsporteføljen	-59,8	-68,3	-0,8	-3,8

[1] Den anslåtte verdiskapningen for SPU er ikke nødvendigvis lik summen av bidragene fra aksje- og obligasjonsporteføljen. Dette er særlig tydelig når det justeres for markedsrisiko.

Kilde: Dahlquist og Ødegaard (2018).

ulike land. Disse føringene i mandatet innebærer at Norges Bank må avvike fra referanseindeksen, og tilpasningene gjøres som del av allokeringsstrategiene. For de miljørelaterte investeringsmandatene vil beslutningen om hvilke konkrete enkeltaksjer som skal vektes ned for å frigi kapital til miljømandatene inngå som del av allokeringsstrategiene, mens selve forvaltningen inngår som del av den eksterne verdipapirseleksjonen, se nedenfor.

Fra og med 1. januar 2017 er departementets regulering av eiendomsinvesteringene i SPU lagt om. Den nye reguleringen innebærer at omfang, innretting og finansiering av eiendomsinvesteringene bestemmes av Norges Bank, innenfor rammen for avvik fra referanseindeksen, målt ved forventet relativ volatilitet på 1,25 prosentenheter, samt en øvre grense for unotert eiendom på 7 pst. av fondets kapital. Eiendomsinvesteringene finansieres ved å selge en sammensetning av lokale aksjer og obligasjoner tilpasset den aktuelle eiendomsinvesteringen. Disse salgene inngår også som del av bankens allokeringsstrategier. Resultatene av eiendomsforvaltningen er nærmere omtalt i avsnitt 2.4.7.

Intern verdipapirseleksjon

Ifølge Norges Bank skal analysene av enkeltselskaper bidra til et godt grunnlag for bankens arbeid med ansvarlig forvaltning. Det skal også bidra til meravkastning ved at informasjonen benyttes i aktive investeringsvalg. Interne strategier for verdipapirvalg benytter denne informasjonen til å søke meravkastning ved å investere mer eller mindre i enkeltaksjer, sammenlignet med vektene i referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Banken har innrettet disse strategiene mot store selskaper i utviklede markeder.

Ekstern verdipapirseleksjon

Strategier for ekstern verdipapirseleksjon er rettet mot hele eller deler av markeder der det ifølge

banken ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern forvaltningskompetanse. Mandater tildeles eksterne forvaltere med spesialkompetanse innenfor klart definerte investeringsområder. Størstedelen av fondets investeringer i fremvoksende aksjemarkeder, samt alle investeringer i nye fremvoksende markeder, forvaltes av eksterne forvaltere med lokal tilstedeværelse.

Banken viser også til at eksterne forvaltere benyttes for markedssegmenter som har tilsvarende kjennetegn som fremvoksende aksjemarkeder. Det gjelder blant annet markedssegmenter med små, mindre likvide og mindre analyserte selskaper i utviklede aksjemarkeder. Eksterne forvaltere benyttes også for deler av de miljørelaterte investeringsmandatene.

Strategier for markedseksponering

Strategier for markedseksponering 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 er del av disse strategiene. Banken søker blant annet å oppnå meravkastning over tid ved å justere sammensetningen av porteføljen gradvis og på et annet tidspunkt enn det som følger av en mer mekanisk indekstilpasning.

Dynamiske, systematiske faktorstrategier forvaltes som del av strategier for markedseksponering. Strategiene har til nå vært innrettet mot aksjer. Disse faktorstrategiene kommer i tillegg til eksponeringen mot systematiske faktorer som inngår som del av allokeringsstrategiene. Strategier for markedseksponering søker videre å dra nytte av forskjeller i verdsettelsen av verdipapirer med lignende egenskaper. Banken påpeker at disse strategiene kan eksponere fondet mot ekstremavviksrisiko og understreker at denne type risiko løpende overvåkes.

Strategier for markedseksponering omfatter også verdipapirutlån. Norges Bank låner ut deler av beholdningen av aksjer og obligasjoner til andre investorer mot et gebyr. Låntaker må samtidig stille sikkerhet for verdien av de lånte verdipapirene i form av kontanter eller andre verdipapirer.

2.4.6 Resultater av Norges Banks investeringsstrategier

Data og rapportering om strategier foreligger kun fra 2013, blant annet som følge av utvidede rapporteringskrav fra Finansdepartementet. For ekstern verdipapirseleksjon finnes det også data som går lengre tilbake enn dette.

Norges Banks rapportering

Meravkastning, kostnader og relativ risiko kan brytes ned på de ulike strategiene som Norges Bank anvender i forvaltningen. Banken gjennomfører og rapporterer en slik nedbryting på strategier i årsrapporteringen, se tabell 2.7 for et sammendrag av informasjonen i den utvidede rapporteringen om avkastning og risiko for 2017.

Tabell 2.7 viser at strategier for markedseksponering bidro mest til meravkastningen i fireårsperioden 2013–2017, med totalt 0,22 prosentenheter i gjennomsnitt per år. Av dette utgjorde inntekter fra verdipapirutlån 0,06 prosentenheter. Strategier for verdipapirvalg bidro positivt, særlig eksterne strategier innen aksjeforvaltningen. Allokeringsstrategier bidro negativt som følge av en mindreavkastning innen obligasjoner på 0,10 prosentenheter i gjennomsnitt. Ifølge banken bidro blant annet investeringer i statsobligasjoner i fremvoksende økonomier, lavere durasjon og justeringer for statsfinansiell styrke negativt til resultatet, mens miljørelaterte aksjemandater bidro positivt.

Samlet kom bidragene til meravkastningen i perioden 2013–2017 i all hovedsak fra aksjeforvaltningen, mens bidragene fra obligasjonsforvaltningen og eiendom var nær null.

Strategier innen verdipapirseleksjon bidro mest til forvaltningskostnadene i denne perioden, dels som følge av utbetaling av resultatavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Bildet av hvilke strategier som bidrar til fondets samlede meravkastning endres ikke vesentlig når forvaltningskostnadene trekkes fra.

Ett mål på risikoen i de ulike investeringsstrategiene er bidraget til den samlede relative risikoen i SPU, målt både som forventet relativ volatilitet og ekstremavviksrisiko. Norges Bank rapporterer bidragene til relativ risiko ved utgangen av 2017, og ikke gjennomsnittlig bidrag i hele perioden, se tabell 2.7.

Ved utgangen av 2017 bidro allokeringsstrategier mest til den relative risikoen i SPU. Investeringer i unotert eiendom sto for en stor del av dette, men også de andre allokeringsstrategiene bidro. Verdipapirvalg hadde et lavere bidrag til relativ risiko i fjor, og med noe høyere bidrag fra de interne strategiene enn de eksterne. Av de tre hovedstrategiene hadde markedseksponering det laveste bidraget til relativ risiko, målt ved relativ volatilitet, men et forholdsmessig høyere

Tabell 2.7 Bidrag fra ulike strategier til årlig meravkastning i perioden 2013–2017, samt strategienes bidrag til forvaltningskostnader, forventet relativ volatilitet og ekstremavviksrisiko ved utgangen av 2017. Prosentenheter

	Aksjer	Obligasjoner	Eiendom	Aktivafordeling	Total	Bidrag til forvaltningskostnadene[1]	Bidrag til forv. relativ volatilitet[2]	Bidrag til forv. ekstremavviksrisiko[2]
Allokeringsstrategier	-0,01	-0,10	0,01	0,03	-0,07	0,01	0,28	1,17
Verdipapirvalg	0,14	-0,01			0,14	0,03	0,13	0,37
Interne strategier	0,03	-0,01			0,02	0,01	0,10	0,30
Eksterne strategier	0,11				0,11	0,02	0,06	0,19
Markedseksponering	0,13	0,08		0,01	0,22	0,02	0,08	0,44
Total	0,27	-0,02	0,01	0,04	0,29	0,06	0,33	1,49

[1] Bidrag til fondets totale forvaltningskostnader. Inkluderer kostnader ved både aktiv og passiv forvaltning.
[2] Ved utgangen av 2017.
Kilde: Norges Bank.

bidrag til ekstremavviksrisiko. Det indikerer at strategier innen markedseksponering kan medføre ekstremavviksrisiko som vil kunne gi betydelig mindreavkastning i perioder med uro i finansmarkedene, noe også Norges Bank har påpekt.

Rapporteringen fra Norges Bank kan også gi en indikasjon på forholdet mellom avkastning og risiko for de ulike strategiene. En slik sammenstilling av resultatene i en periode og relativ risiko ved periodens slutt vil ikke gjenspeile eventuelle endringer i risikobidragene gjennom perioden. Tallene tyder likevel på at allokeringsstrategiene, med mindreavkastning og høyt risikobidrag, har hatt det dårligste forholdet mellom avkastning og risiko i perioden. Innen strategier for verdipapirvalg tyder tallene på at forholdet mellom avkastning og risiko er bedre for eksterne enn for interne strategier. Det kan gjenspeile at de utviklede finansmarkedene har mer konkurranse og færre muligheter for lønnsom verdipapirseleksjon enn finansmarkedene i fremvoksende økonomier. Strategier for markedseksponering synes å ha gitt det høyeste bidraget til meravkastning og det laveste bidraget til relativ risiko målt ved relativ volatilitet, men noe høyere bidrag målt ved ekstremavviksrisiko.

Ekspertgruppens vurderinger

Ekspertgruppen trekker frem at Norges Bank tilordner skreddersydde, interne referanseindekser til hver investeringsstrategi. Disse indeksene er typisk sammensatt av en stor andel av verdipapirene som inngår i investeringsuniverset til den konkrete strategien.

Mulige sammenhenger mellom de ulike investeringsstrategiene gjør det ifølge ekspertgruppen vanskelig å isolere og vurdere hver enkelt av bankens strategier i den aktive forvaltningen. Gruppen peker på at de interne referanseindeksene er viktige for å forstå resultatene fra de ulike strategiene, utnyttelsen av risikorammer, fordeling av kostnader samt insentiver i forvaltningen. Mer åpenhet om fastsettelsen og implementeringen av de interne referanseindeksene vil ifølge ekspertgruppen gjøre det mulig med mer utfyllende analyser av de ulike investeringsstrategier som Norges Bank anvender i forvaltningen av fondet.

Ekspertgruppen har med dette som utgangspunkt analysert resultater av de ulike investeringsstrategiene målt mot bankens interne referanseindekser. Vurderingene er basert på avkastningstall i perioden fra januar 2013 til juni 2017, med unntak av interne strategier for verdipapirvalg i obligasjonsporteføljen der det benyttes tall for perioden fra oktober 2014 til juni 2017. Resultatene i den eksterne aksjeforvaltningen er vurdert særskilt, basert på avkastningstall fra og med 1999.

Ekspertgruppen peker på at de ulike strategiene til en viss grad synes å være spesialiserte og utfyller hverandre. Meravkastningen for hver av de tre hovedstrategiene synes å ha hatt lav innbyrdes samvariasjon og ulik eksponering mot systematiske risikofaktorer, både innen aksje- og obli-

Tabell 2.8 Meravkastning, kostnader, standardavvik og informasjonsrater for ulike investeringsstrategier, målt mot Norges Banks interne referanseindekser. Januar 2013 – juni 2017. Prosentenheter

	Meravkastning	Kostnader	Standardavvik	Informasjonsrate
A: SPU				
SPU	0,25	0,06	0,39	0,64
Allokeringsstrategier	-0,07		0,25	-0,27
Strategier for verdipapirvalg	0,64	0,18	1,42	0,45
Interne strategier	-0,06	0,07	1,76	-0,03
Eksterne strategier	2,88	0,48	2,02	1,43
Strategier for markedseksponering	0,27	0,03	0,09	2,92
B: Aksjeporteføljen				
Aksjeporteføljen	0,37		0,47	0,79
Allokeringsstrategier	-0,01		0,29	-0,04
Strategier for verdipapirvalg	0,91		1,67	0,54
Interne strategier	0,20		2,10	0,10
Eksterne strategier	2,88		2,02	1,43
Strategier for markedseksponering	0,28		0,11	2,57
C: Obligasjonsporteføljen				
Obligasjonsporteføljen	-0,03		0,50	-0,06
Allokeringsstrategier	-0,25		0,46	-0,54
Strategier for verdipapirvalg[1]	0,55		1,09	0,51
Interne strategier	0,55		1,09	0,51
Eksterne strategier	-		-	-
Strategier for markedseksponering	0,27		0,17	1,58

[1] Tall for perioden oktober 2014 – juni 2017.
Kilder: Dahlquist og Ødegaard (2018) og Norges Bank.

gasjonsporteføljen. Det kan ifølge gruppen tyde på at strategiene søker å oppnå meravkastning på ulike måter. Ekspertgruppens analyser viser videre at det er betydelige forskjeller i realisert relativ risiko for de ulike strategiene, målt ved standardavviket til meravkastningen, se tabell 2.8. Den realiserte relative risikoen, målt mot de interne referanseindeksene, synes å være størst for strategier innenfor verdipapirvalg og betydelig lavere for allokeringsstrategier og strategier for markedseksponering. Tabellen viser derimot ikke hvor mye kapital som har vært tilordnet de ulike strategiene eller i hvilken grad de ulike strategiene samvarierer. Det er derfor ikke mulig å fastslå hvor mye hver enkelt strategi har bidratt til samlet relativ risiko i fondet. I tabellen vil det dessuten kunne være avvik mellom bidraget på fondsnivå og summen av delbidragene fra aksjer og obligasjoner, blant annet fordi de respektive bidragene er målt for ulike tidsperioder som nevnt over.

Ekspertgruppen trekker frem at analysene indikerer at enkelte av Norges Banks strategier har hatt en skjev avkastningsfordeling som periodevis kan gi betydelige tap, og viser til at disse

strategiene vil trekke mer på bankens ramme for forventet ekstremavviksrisiko.

Tabell 2.8 viser såkalte informasjonsrater for de ulike investeringsstrategiene, som måler meravkastningen som er oppnådd i forhold til den relative risikoen, angitt ved realisert standardavvik for meravkastningen i perioden. Målt på denne måten fremgår det av tabellen at Norges Bank i gjennomsnitt har fått godt betalt for den relative risikoen i strategier for markedseksponering, både innen aksje- og obligasjonsforvaltningen. Banken har på den annen side ikke fått betalt for den relative risikoen i allokeringsstrategiene. Det gjelder særlig i obligasjonsforvaltningen. For strategier innen verdipapirvalg har hver prosentenhet relativ risiko i gjennomsnitt blitt kompensert med om lag 0,5 prosentenheter meravkastning, både i aksje- og obligasjonsporteføljen. I aksjeporteføljen har eksterne verdipapirvalg gitt god uttelling for risikoen som er tatt, mens kompensasjonen for risiko i interne strategier for verdipapirvalg har vært lav. Resultatene endres i liten grad dersom det justeres for kostnader.

Ekspertgruppen trekker videre frem at analyser av den eksterne aksjeforvaltningen i perioden fra januar 1999 til juni 2017 viser at Norges Bank har fått godt betalt for den relative risikoen i denne delen av forvaltningen. I denne perioden har den eksterne aksjeforvaltningen i gjennomsnitt oppnådd en årlig avkastning som er om lag 2,1 prosentenheter høyere enn tilhørende interne referanseindekser. Målt i forhold til realisert relativ volatilitet er hver prosentenhet relativ risiko i gjennomsnitt blitt kompensert med 0,8 prosentenheter meravkastning i perioden fra 1999, mot 1,4 prosentenheter i perioden fra 2013.

Ekspertgruppen peker på at den eksterne aksjeforvaltningen i SPU har veldefinerte interne referanseindekser, noe som gjør det mulig med mer inngående analyser og vurderinger. Meravkastningen i den eksterne aksjeforvaltningen skyldes ifølge ekspertgruppen ikke økt risikotaking, og gruppen viser til at gjennomsnittlig meravkastning er høyere enn det som fremgår av tabell 2.8 når det justeres for risiko. Etter kostnader og justering for risiko har meravkastningen av de eksterne mandatene i gjennomsnitt vært mellom 2 prosentenheter og 2,8 prosentenheter per år i perioden fra 2013, og mellom 2,1 prosentenheter og 2,2 prosentenheter per år i perioden fra 1999.

2.4.7 Norges Banks eiendomsforvaltning

I 2010 ble det åpnet opp for at SPU kunne investeres i unotert eiendom, og den første investeringen ble foretatt i mars 2011. De første årene var de unoterte eiendomsinvesteringene konsentrert i Europa, mens fondets første investeringer i USA og Japan kom i henholdsvis 2013 og 2017. I mandatet fra departementet ble det lagt til grunn at Norges Bank skulle bygge opp en globalt diversifisert eiendomsportefølje på inntil 5 pst. av fondets markedsverdi og finansiere dette ved å redusere andelen obligasjoner. Med virkning fra 1. januar 2017 ble mandatet endret, slik at referanseindeksen ikke lenger har en strategisk fordeling til en egen unotert eiendomsportefølje. Norges Bank kan fortsatt investere i unotert eiendom, men det gjøres nå innenfor rammen for avvik fra referanseindeksen. Det er i tillegg angitt en øvre grense for investeringer i unotert eiendom på 7 pst. av fondets verdi. Innenfor denne grensen må Norges Bank ta hensyn til at investeringene i aksjer og obligasjoner i løpet av kort tid kan falle vesentlig i verdi og at andelen unotert eiendom da kan øke.

Tidligere var den takstbaserte eiendomsindeksen IPD Global Property Index (med unntak av Norge og justert for den faktiske effekten av gjeldsfinansiering og faktiske forvaltningskostnader) angitt som avkastningsmål for eiendomsporteføljen. Med den nye reguleringen er det ikke lenger naturlig for departementet å fastsette ett avkastningsmål for eiendomsporteføljen. I forbindelse med den nye reguleringen ble det fastsatt utvidede rapporteringskrav for unoterte eiendomsinvesteringer som innebærer at banken i den offentlige rapporteringen skal sammenligne avkastningen av eiendomsinvesteringene med et bredt sett av avkastningsmål, herunder IPD-indeksen.

Ekspertgruppen skriver at det er utfordrende å anslå kortsiktig avkastning i unotert eiendom siden aktivaklassen er lite likvid og har store transaksjonskostnader. I tillegg verdsettes unotert eiendom basert på takster, noe som medfører at verdier endres sakte og er jevnet ut over tid. Det fører ifølge gruppen til en underestimering av volatilitet, samvariasjon og faktoreksponeringer. Gruppen peker på at Van Nieuwerburgh, Stanton og de Bever i 2015 konkluderte med at femårs glidende gjennomsnittavkastning trolig gir et bedre grunnlag for å evaluere avkastningen av fondets eiendomsportefølje. Gruppen har bare om lag fem år med data, som dermed kun gir ett slikt femårs gjennomsnitt.

Tabell 2.9 Gjennomsnittlig avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer i SPU, målt i lokal valuta for utvalgte land. Prosent

	SPU	IPD	Valuta	Antall år
Storbritannia	12,46	9,98	GBP	5
Frankrike	6,95	6,91	EUR	5
Tyskland	6,28	6,63	EUR	4
USA	7,73	10,47	USD	3

Kilde: Dahlquist og Ødegaard (2018).

Ekspertgruppen har vurdert eiendomsinvesteringene i Storbritannia, Frankrike, Tyskland og USA på land-for-land-basis og i lokal valuta. SPU har i tillegg enkelte investeringer i andre land som Sveits og Japan, samt i en portefølje av europeiske logistikkeiendommer. Disse eiendommene er ikke inkludert i analysen. Avkastningen av investeringene er sammenlignet med avkastningen av IPD-indekser for hvert land, målt i lokal valuta. Gruppen peker på at IPD-indeksene består av et bredt sett med eiendommer, mens det er lavere risikospredning i SPUs unoterte eiendomsinvesteringer.

Investeringene i Storbritannia har oppnådd en avkastning som er om lag 2,5 prosentenheter høyere per år enn avkastningen av IPD-indeksen, se tabell 2.9. Ekspertgruppen skriver videre at avkastningen i Frankrike og Tyskland er nær indeks, mens avkastningen i USA har vært om lag 2,7 prosentenheter lavere enn indeksen. Gruppen understreker at resultatene for USA er basert på avkastning over en periode på kun tre år.

Ekspertgruppen peker på at den globale markedsporteføljen for eiendom er et naturlig utgangspunkt for eiendomsinvesteringer. De fem største eiendomsmarkedene i verden er USA, Japan, Storbritannia, Tyskland og Frankrike. Etter at Norges Bank i 2017 gjennomførte den første unoterte eiendomsinvesteringen i Japan, er fondet investert i alle disse markedene. Gruppen mener dette er en fornuftig tilnærming til å bygge en stor, global eiendomsportefølje, men skriver også at fondet bør vurdere eiendomsinvesteringer i fremvoksende markeder siden mye av veksten innen eiendom forventes å komme i disse markedene.

Ekspertgruppen peker videre på at Norges Banks strategi, som innebærer å investere i eiendom i byer hvor tilgangen til å bygge nytt er begrenset enten av geografiske forhold eller reguleringer, synes å være i overensstemmelse med anbefalingene til Ang (2014). Strategien innebærer at eiendomsinvesteringer blant annet bør baseres på analyser av makroøkonomiske forhold og geografi. Gruppen viser til at bankens valgte strategi synes å være i tråd med en global urbaniseringstrend.

Ekspertgruppen viser til at forvaltningskostnadene for unotert eiendom, målt som andel av investert kapital, har falt over tid. Det kan ifølge gruppen tyde på at banken utnytter stordriftsfordeler i eiendomsforvaltningen.

2.4.8 Departementets vurderinger

Finansdepartementets mandat for SPU åpner for at Norges Bank kan avvike noe fra referanseindeksen, med mål om å oppnå meravkastning og en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget. Omfanget av slike avvik, såkalt aktiv forvaltning, er samtidig begrenset. Analyser utført av ekspertgruppen (Dahlquist og Ødegaard) indikerer at avvikene Norges Bank tar fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet kun forklarer en liten andel av de historiske svingningene i den samlede avkastningen av fondet, og at denne andelen har falt over tid. Målt på denne måten kan forvaltningen av SPU karakteriseres som indeksnær.

Ekspertgruppen har vurdert meravkastningen Norges Bank har oppnådd innenfor aksje- og obligasjonsforvaltningen i perioden fra januar 1998 til juni 2017. Det er lagt særskilt vekt på perioden fra januar 2013 til juni 2017, hvor gruppen har hatt tilgang til mer detaljerte tall for avkastning, kostnader og risiko fordelt på enkeltstrategier. Det er benyttet flere metoder og modeller for å belyse resultatene banken har oppnådd.

Ifølge ekspertgruppen har Norges Banks forvaltning økt verdien av SPU med anslagsvis mellom 75 og 112 mrd. kroner i perioden fra januar 1998 til juni 2017, avhengig av hvor stor andel av

fondets samlede forvaltningskostnader som trekkes fra. For delperioden fra januar 2013 til juni 2017, som gruppen trekker frem særskilt, anslås Norges Banks netto verdiskaping til mellom 50 og 65 mrd. kroner. Departementet har merket seg at denne verdiskapingen i hovedsak kommer fra aksjeforvaltningen, mens bidraget fra obligasjonsforvaltningen er svakt negativt.

For å forklare historiske resultater har ekspertgruppen blant annet brukt 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*. Departementet vil peke på at slike analyser er nyttige for å belyse i ettertid hvordan resultater er oppnådd. Gruppens analyser tyder på at deler av meravkastningen Norges Bank har oppnådd i forvaltningen av SPU kan forklares med økt systematisk risikotaking. Banken synes å ha hatt et noe større innslag av markedsrisiko i fondets portefølje enn det som følger av referanseindeksen, og sammensetningen av investeringene har til en viss grad vært rettet mot enkelte andre systematiske risikofaktorer. Departementet viser i den forbindelse til at mandatet fra Finansdepartementet åpner for at banken kan ta noe mer eller mindre risiko enn referanseindeksen.

I mandatet er det for øvrig fastsatt at Norges Bank skal søke å sette sammen aksje- og obligasjonsporteføljen slik at avvikene fra referanseindeksen har bred risikospredning.[26] Finansdepartementet skrev i fondsmeldingen våren 2013 at SPU er godt egnet til å være eksponert mot systematiske risikofaktorer. På bakgrunn av fondets størrelse er det imidlertid behov for å tilpasse hvordan dette kan gjennomføres i praksis når det tas hensyn til investerbarhet og transaksjonskostnader. Det er en krevende oppgave å finne frem til de mest egnede tilpasningene, og hvilke tilpasninger som er mest egnet vil kunne endre seg over tid. Det er derfor utfordrende å innarbeide slike faktorer i referanseindeksen. Departementet påpekte at slike avvik best kan implementeres av forvalter, noe Stortinget sluttet seg til.

Ved behandlingen av fondsmeldingen våren 2016 ba Stortinget i anmodningsvedtak nr. 761, 3. juni 2016, om at Finansdepartementet i gjennomgangen av Norges Banks forvaltning skulle vurdere resultatene fra og kost/nytte-verdiene av de ulike investeringsstrategiene, både på kort og lang sikt, og fremme eventuelle endringer i lys av disse vurderingene.

Departementet legger i denne meldingen til grunn at nytte kan representeres ved oppnådd meravkastning, mens forvaltningskostnader og hvor mye risiko som tas i de ulike strategiene kan betraktes som kostnader. Hvor mye de ulike strategiene bruker av rammen for relativ risiko er et relevant risikomål for å vurdere enkeltstrategier, men en bør også se hen til hvor mye de ulike strategiene bruker av rammen for ekstremavviksrisiko.

Allokeringsstrategier har bidratt negativt til meravkastningen av SPU i perioden fra 2013, særlig på grunn av negative bidrag fra obligasjonsporteføljen. Departementet har merket seg at bankens strategier for å utnytte renteforskjeller mellom enkelte fremvoksende økonomier og landene i referanseindeksen for obligasjonsporteføljen har gitt mindreavkastning i perioden. Også innrettingen av obligasjonsinvesteringene mot obligasjoner med kortere tid til forfall, for å tjene på en eventuell renteoppgang, har gitt mindreavkastning i perioden. I mandatet for forvaltningen av SPU har Finansdepartementet satt krav om at banken skal ta hensyn til statsfinansiell styrke ved investeringer i statsobligasjoner. Departementet merker seg at slike justeringer isolert sett har bidratt til mindreavkastning, noe som bør ses i sammenheng med at kravet er ment å tydeliggjøre at et av formålene med statsobligasjonsinvesteringene er å dempe svingningene i samlet avkastning over tid. Av de tre hovedstrategiene bidrar allokeringsstrategier mest til relativ risiko, slik den rapporteres av Norges Bank ved utgangen av 2017.

Strategier for verdipapirvalg innen aksjeporteføljen har bidratt positivt til meravkastningen i SPU i perioden fra 2013. Departementet vil vise til at det særlig er de eksterne forvalterne som har oppnådd meravkastning målt mot sine referanseindekser, selv etter at forvaltningskostnadene er trukket fra. Det gjelder også etter at det tas hensyn til risiko. Departementet har samtidig merket seg at Norges Banks interne strategier for verdipapirvalg har bidratt med meravkastning om lag tilsvarende forvaltningskostnadene som er påløpt, men at strategiene ut over det har gitt liten økonomisk kompensasjon for risikoen som er tatt. Disse resultatene kan gjenspeile at de utviklede finansmarkedene er mer konkurranseutsatte, med færre muligheter for lønnsom verdipapirseleksjon enn finansmarkedene i fremvoksende økonomier. Banken vektlegger store og mellomstore selska-

[26] I mandatet er dette uttrykt ved at aksje- og obligasjonsporteføljen skal søkes sammensatt på en slik måte at den forventede differanseavkastningen er eksponert mot flere systematiske risikofaktorer.

per i utviklede markeder i de interne strategiene for verdipapirseleksjon, mens fremvoksende markeder i stor grad delegeres til eksterne forvaltere. Departementet har merket seg at selskapsanalysene som gjøres som del av arbeidet med de interne strategiene for verdipapirseleksjon etter bankens vurdering bidrar til et godt grunnlag for arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

Strategier for markedseksponering står for en betydelig andel av meravkastningen i forvaltningen av SPU i perioden fra 2013. Dette er blant annet strategier som skal sørge for en kostnadseffektiv tilpasning til endringer i referanseindeksen, dynamisk forvaltning av systematiske faktorstrategier og strategier som utnytter forskjeller i verdsettelse mellom verdipapirer med antatt tilsvarende egenskaper. Disse strategiene har gitt høy kompensasjon for den relative risikoen som er tatt, også etter kostnader. Samtidig vil departementet peke på at disse strategiene i enkelte perioder kan gi betydelig mindreavkastning.

Finansdepartementet har merket seg at resultatene i Norges Banks forvaltning samlet sett har vært gode. Den samlede meravkastningen i perioden januar 1998–juni 2017 er anslått til mellom 75 og 112 mrd. kroner, avhengig av hvordan det justeres for kostnader. Den oppnådde verdiøkningen vil i seg selv kunne gi et bidrag til finanseringen av offentlige utgifter over statsbudsjettet på anslagsvis 2–3 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 tidshorisont og lavt likviditetsbehov. Slike avvik gir rom for å oppnå meravkastning, samtidig som banken kan håndtere løpende endringer i indeksene på en kostnadseffektiv måte.

Finansdepartementet har merket seg at de største bidragene til meravkastningen kommer fra aksjeinvesteringene. Brutt ned på enkeltstrategier, slik det er målt i perioden fra 2013, kommer meravkastningen i all hovedsak fra ekstern verdipapirseleksjon innen aksjeforvaltningen og fra strategier for markedseksponering. Departementet har også merket seg at deler av forvaltningen har bidratt lite eller negativt til de samlede resultatene. Dette gjelder blant annet obligasjonsinvesteringene i perioden sett under ett og allokeringsstrategier i perioden fra 2013. Dette hovedbildet gjelder både før og etter at det tas hensyn til kostnader og risiko.

SPU investeres langsiktig. Departementet legger vekt på samlede resultater over tid. Flere av strategiene som Norges Bank bruker i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget må evalueres over en lengre horisont enn noen få år. De regelmessige gjennomgangene av bankens forvaltning 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.

Finansdepartementet vil samtidig peke på at Norges Banks hovedstyre er ansvarlig for at bankens forvaltning av SPU er hensiktsmessig innrettet, innenfor rammene fastsatt av departementet. Det omfatter også valg av strategier i forvaltningen, vurderinger av strategienes avkastning og risiko over ulike tidshorisonter og markedsforhold, samt åpenhet og rapportering om strategiene. Basert på denne arbeidsdelingen, eksterne vurderinger og analyser, samt resultatene i forvaltningen sett under ett, er det etter departementets syn ikke grunnlag for nå å endre Norges Banks adgang til å avvike fra referanseindeksen. Begrunnelsen for å holde rammen for avvik fra referanseindeksen uendret på 1,25 prosentenheter er nærmere omtalt i avsnitt 3.5.

Ifølge ekspertgruppen synes investeringsstrategiene Norges Bank anvender i forvaltningen til en viss grad å henge sammen, noe som gjør det utfordrende å isolere bidragene fra de ulike strategiene. Departementet har merket seg at gruppen anbefaler mer åpenhet om fastsettelsen og implementeringen av bankens interne referanseindekser. Det vil ifølge gruppen bidra til større innsikt i resultatene av de ulike strategiene, utnyttelsen av risikorammer, fordeling av kostnader og insentiver i forvaltningen. Departementet vil følge opp dette i dialogen med Norges Bank.

3 Statens pensjonsfond utland: videreutvikling av strategi og forvaltning

3.1 Opptrapping til ny aksjeandel og regler for tilbakevekting

I meldingen om Statens pensjonsfond som ble lagt frem våren 2017 la Regjeringen opp til å øke aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU fra 62,5 pst. til 70 pst. Stortinget sluttet seg til dette, se Innst. 357 S (2016–2017). I Nasjonalbudsjettet 2018 orienterte Finansdepartementet om at det i samråd med Norges Bank var fastsatt en plan for hvordan innfasingen av ny aksjeandel skal gjennomføres. Departementet har lagt vekt på at reglene for innfasing skal være etterprøvbare og at planen kan gjennomføres til lave kostnader. Innfasingsplanen tar hensyn til at den fremtidige utviklingen i finansmarkedene er usikker. Ettersom innfasingsplanen inneholder markedssensitiv informasjon er den unntatt offentlighet. Departementet vil orientere Stortinget etter at aksjeandelen i strategisk referanseindeks har nådd 70 pst.

Investeringsstrategien for SPU innebærer at aksjeandelen i referanseindeksen tilbakevektes når avviket fra den langsiktige andelen overskrider en viss grense, se avsnitt 2.1. En høyere aksjeandel har betydning for antall forventede tilbakevektinger, og økt markedsverdi av fondet påvirker kostnadene forbundet med disse. Det kan derfor være behov for å justere reglene for tilbakevekting, og departementet har i brev 5. mars 2018 bedt Norges Bank analysere konsekvensene av ulike regler, og komme med forslag til justeringer av reglene. Departementet vil omtale dette i meldingen om Statens pensjonsfond 2019.

I lys av en økt aksjeandel gjennomgås også obligasjonsinvesteringene, se avsnitt 3.4.

3.2 Unoterte aksjeinvesteringer

3.2.1 Innledning

Finansdepartementet vurderer regelmessig investeringsmulighetene for SPU, basert på forskning og utviklingstrekk ved markedene. Norges Banks adgang til å investere fondet i unoterte aksjer er i dag begrenset til unoterte eiendomsselskaper og selskaper der styret har uttrykt en intensjon om børsnotering.

Spørsmålet om det skal åpnes for at SPU kan investeres i unoterte aksjer på generelt grunnlag ble sist vurdert i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2011. Den gang ble det blant annet vist til at slike investeringer medfører høye eksterne forvaltningskostnader og høyere risiko enn noterte aksjeinvesteringer, uten at investorer er blitt tilstrekkelig kompensert i form av høyere avkastning. Det ble også vist til at unoterte aksjeinvesteringer er mer krevende og stiller andre krav til kompetanse enn forvaltningen av noterte aksjeinvesteringer. Samtidig ble det pekt på at det ville være naturlig å komme tilbake til dette spørsmålet på et senere tidspunkt, blant annet i lys av ny forskning og en nærmere vurdering av om særtrekk ved SPU kan gi fortrinn innen slike investeringer.

Hvorvidt det skal åpnes for unoterte aksjeinvesteringer i SPU på generelt grunnlag vurderes nå på nytt, som varslet i meldingen om Statens pensjonsfond som ble lagt frem våren 2017. Vurderingen omfatter ikke investeringer i unotert infrastruktur.

Som ledd i arbeidet har Finansdepartementet hentet inn flere eksterne analyser og vurderinger. En ekspertgruppe bestående av professorene Trond Døskeland og Per Strömberg har utarbeidet en rapport om unoterte aksjeinvesteringer. Konsulentselskapet McKinsey har kartlagt omfang og innretting av slike investeringer blant andre store, institusjonelle investorer. Verken ekspertgruppen eller McKinsey er bedt om eller har gitt råd om det skal åpnes for slike investeringer. Norges Bank anbefaler i brev 8. januar 2018 at en i definisjonen av investeringsuniverset åpner for investeringer i unoterte aksjer, men presiserer at en slik åpning ikke automatisk vil bety at banken vil investere SPU i unoterte aksjer. Departementet har også avholdt et dialogmøte med andre eksperter fra norske fagmiljøer for å belyse ulike forhold det bør legges vekt på i vurderingen.

Rapportene og brevet fra Norges Bank er tilgjengelige på Finansdepartementets nettsider.

Omtalen av unoterte aksjeinvesteringer er organisert som følger: Avsnitt 3.2.2 gir en beskrivelse av det unoterte aksjemarkedet som er tilgjengelig for profesjonelle investorer, mens omfang og utviklingstrekk ved dette markedet er beskrevet i avsnitt 3.2.3. Hovedpunkter for kostnader, avkastning og risiko er omtalt i avsnitt 3.2.4, mens en mer detaljert redegjørelse er gitt i kapittel 6. Eksterne vurderinger som er spesifikke for SPU er oppsummert i avsnitt 3.2.5. Finansdepartementets vurderinger gis i avsnitt 3.2.6.

3.2.2 Det unoterte aksjemarkedet

En stor andel av verdens selskaper er verken børsnoterte eller tilgjengelige for profesjonelle investorer. Mange av disse selskapene er små, med få ansatte, få eiendeler og begrensede muligheter for vekst. Andre selskaper kan være større, lønnsomme selskaper med vekstmuligheter, men som ikke er til salgs. Slike virksomheter finansieres typisk med banklån og egenkapital fra grunnleggerne, deres familie eller andre nærstående personer. I denne sammenheng omfatter markedet for unoterte aksjer kun investeringer som er tilgjengelige for profesjonelle investorer.

I prinsippet kan institusjonelle investorer selv investere i og drifte selskaper utenfor børs. Dette krever imidlertid en annen og mer spesialisert kompetanse enn investeringer i noterte selskaper. Blant annet viser ekspertgruppen til behovet for omfattende investeringsgjennomganger i forkant av investeringer i unoterte selskaper, og omfattende eierstyring i etterkant. De fleste institusjonelle investorer benytter derfor eksterne forvaltere ved slike investeringer.

Unoterte aksjeinvesteringer er hovedsakelig organisert gjennom såkalte aktive eierfond («private equity»)[1]. I aktive eierfond vil en forvalter med spesialkompetanse investere og utøve eierstyring i unoterte selskaper på vegne av et investorkollektiv eller partnerskap. Investorene forplikter seg til å stille med en gitt kapital, men har begrenset innflytelse ut over avtalene som inngås ved oppstart. Investorkollektivet består hovedsakelig av institusjonelle investorer som pensjonsfond, statlige investeringsfond og forsikringsselskaper, men også formuende enkeltpersoner.

Ekspertgruppen ser fremveksten av aktive eierfond i sammenheng med endringer i eierstrukturen i det noterte aksjemarkedet. De siste tiårene er eierskapet i de børsnoterte selskapene blitt mer fragmentert, med færre store eiere som tar ansvar for strategiske veivalg i selskapene. Det er ulike syn i forskningslitteraturen på betydningen av denne utviklingen, men ifølge gruppen kan dette forsterke interessekonflikter, der ledelsen i børsnoterte selskaper tar andre valg enn det som gir høyest avkastning for eierne. Gruppen mener aktive eierfond kan bidra til å redusere interessekonflikter ved å ta kontrollerende eierandeler i de unoterte selskapene, og dermed ha mulighet til å øke selskapenes verdiskaping. Samtidig kan det oppstå nye interessekonflikter mellom investorer og forvaltere av aktive eierfond, se kapittel 6.

Det er vanlig å dele investeringer i aktive eierfond inn i tre hovedsegmenter[2]:

- *Oppkjøpsfond («Leveraged Buyout»)* er det største segmentet og utgjør om lag 60 pst. av det unoterte aksjemarkedet. Investeringer i dette segmentet retter seg mot modne selskaper. Selskapene som blir kjøpt opp er normalt lønnsomme, men der forvaltere av aktive eierfond mener det er potensiale for høyere effektivitet og videre vekst. Gjennomsnittlig fondsstørrelse blant oppkjøpsfond er om lag 1 mrd. amerikanske dollar.
- *Oppstartsfond («Venture Capital»)* utgjør om lag 20 pst. av det unoterte aksjemarkedet. Selskaper som trenger oppstartskapital, allerede etablerte oppstartsselskaper og selskaper som er i ekspansjonsfasen finansieres av slike fond. Felles for disse selskapene er at de er på et tidlig stadium og ofte har negativ kontantstrøm, men et stort vekstpotensial. Gjennomsnittlig fondsstørrelse blant oppstartsfond er om lag 0,1 mrd. amerikanske dollar.
- *Vekstfond («Growth Equity»)* utgjør om lag 15 pst. av det unoterte aksjemarkedet, og investerer i selskaper som ligger mellom markedssegmentene for oppstarts- og oppkjøpsfond. Disse selskapene er gjerne lønnsomme og har et høyt vekstpotensial, men trenger mer kapital for å vokse videre. Gjennomsnittlig fondsstørrelse blant vekstfond er om lag 0,3 mrd. amerikanske dollar.

[1] Begrepet «aktivt eierfond» omfatter her også oppstartsfond («venture capital»), i tråd med europeisk begrepsbruk og rapporten fra Døskeland og Strömberg (2018). Begrepet «investor» benyttes her om den institusjonelle investoren som investerer i aktive eierfond («Limited Partner»), mens «forvalter» betegner den eksterne forvalteren som gjennomfører eierfondets investeringer («General Partner»).

[2] Størrelsen på de ulike markedssegmentene og gjennomsnittet av ulike fond, målt ved forpliktet kapital, er anslått per 30. november 2017, se Døskeland og Strömberg (2018).

Boks 3.1 Hvordan skaper aktive eierfond verdier?

Ekspertgruppen Døskeland og Strömberg (2018) viser til forskning på aktive eierfond som tyder på at forvaltere av oppstarts- og oppkjøpsfond bidrar til å øke verdien av de unoterte selskapene det investeres i gjennom aktiv eierstyring. Gruppen trekker frem at selskapene i gjennomsnitt blir mer lønnsomme, og viser blant annet til økt vekst og innovasjon i oppstartsselskaper, samt at selskapenes produkter kommer raskere ut i markedet. For selskaper som kjøpes opp av oppkjøpsfond, viser gruppen til økt produktivitet, men samtidig noe tap av arbeidsplasser i gjennomsnitt.

Aktiv eierstyring krever kontroll over selskaper. Oppkjøpsfond oppnår gjerne slik kontroll ved å kjøpe en betydelig andel av selskapenes egenkapital, mens det for oppstartsfond er mer vanlig med mindre eierandeler i selskapene samtidig som det inngås avtaler med andre aksjonærer.

Ekspertgruppen viser til at eierfondenes forvaltere hovedsakelig skaper verdier gjennom tre typer eierstyring:

Endringer i styringsstruktur og ledelse

Forvaltere av aktive eierfond foretar gjerne endringer i selskapenes styrer, herunder setter inn mindre styrer bestående av personer med omfattende bakgrunn fra tilsvarende virksomheter, samt representanter fra forvalteren selv. Disse styrene er ifølge ekspertgruppen mer aktive enn andre i å følge opp og overvåke selskapene, og skifter ofte ut deler av ledelsen. Videre søker forvaltere å etablere mest mulig sammenfallende interesser ved å kreve at styremedlemmer, ledelse og nøkkelansatte investerer i selskapet.

Endringer i kapitalstruktur

Aktive eierfond benytter en betydelig andel gjeld for å finansiere investeringer, og ekspertgruppen trekker eksempelvis frem at oppkjøpsfond til enhver tid tar opp så mye lån som mulig. Ifølge gruppen legger en høy gjeldsgrad blant annet til rette for bedre investeringsbeslutninger i selskapene, samtidig som rentefradrag gir lavere skatt. Gruppen peker på at aktive eierfond kan ta større finansiell risiko enn andre, ettersom de har erfaring med høy gjeldsgrad og kontrollerer selskapene det investeres i.

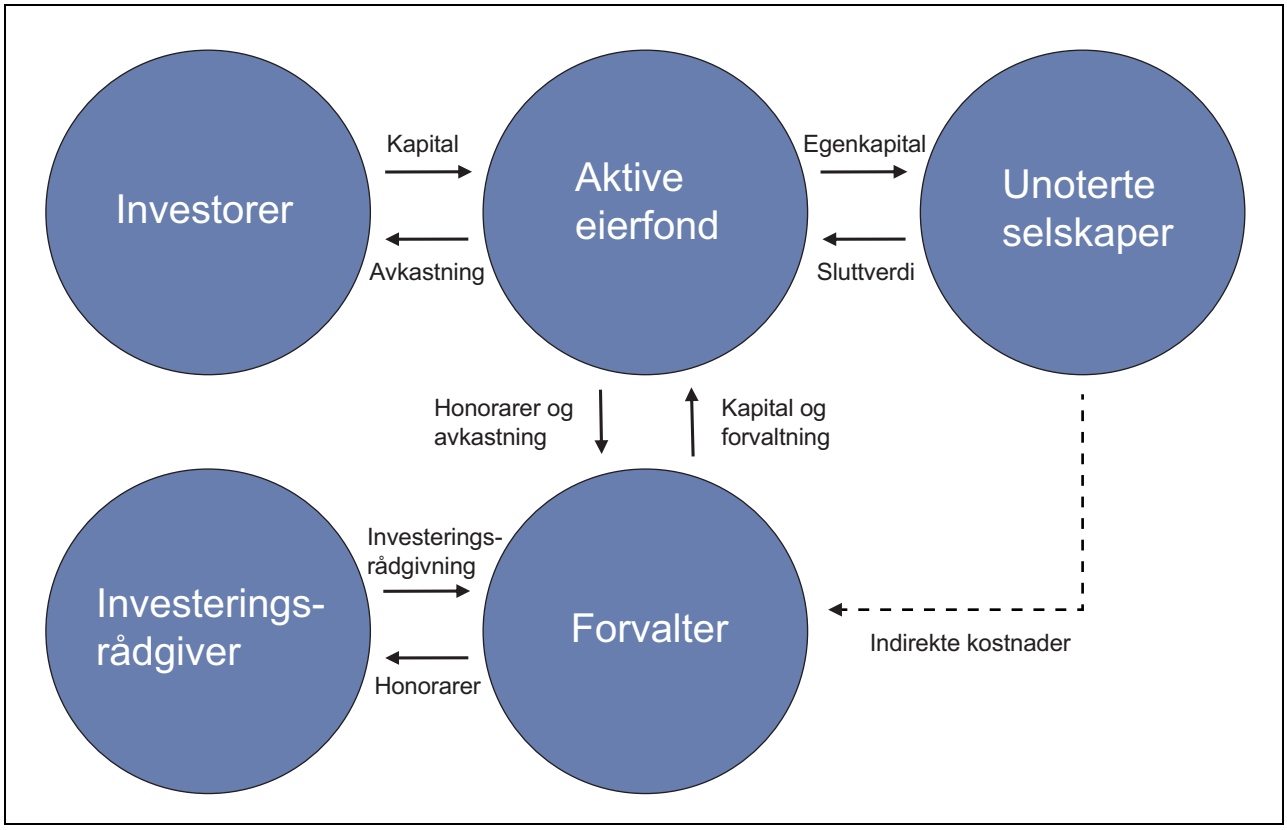
Endringer i operasjonell drift

Forvaltere av aktive eierfond foretar ofte betydelige endringer i den operasjonelle driften av selskaper. Ekspertgruppen peker blant annet på at forvaltere søker å profesjonalisere ledelsen av selskapene det investeres i, samt effektivisere driften gjennom kostnadsreduksjoner og produktivitetsøkninger. I oppstartsfond bidrar forvaltere videre med et omfattende nettverk for oppstartsselskapene og erfaring fra entreprenørskap. Forvaltere av oppkjøpsfond har gjerne erfaring fra finansielle transaksjoner, og søker ifølge ekspertgruppen ofte å utvikle markedsledende selskaper ved først å oppnå kontroll i et stort selskap, for så å kjøpe opp og innlemme mindre konkurrenter.

Aktive eierfond har normalt en levetid på om lag ti år, der investeringer i unoterte selskaper gjerne foretas i løpet av de første seks årene. I løpet av de påfølgende fire årene er målet å selge seg ut av alle selskapene til en høyere verdi. Det enkelte aktive eierfond investeres normalt i 10-15 unoterte enkeltselskaper.

Selv om det er forskjeller mellom hvilke typer selskaper de aktive eierfondene investerer i og hvordan forvalterne skaper verdier, er fondene bygget opp rundt en felles modell. Eierfondene kjøper en stor andel av egenkapitalen i et utvalg selskaper for å oppnå kontrollerende eierandeler. Strategien er at forvalter søker å øke verdien av selskapene gjennom aktiv eierstyring før de selges videre. Konkret viser ekspertgruppen til at forvaltere av aktive eierfond skaper verdier gjennom endringer i selskapenes styringsstruktur og ledelse, kapitalstruktur og operasjonelle drift, se boks 3.1.

Selskapene som kjøpes kan tidligere ha vært børsnotert, eid privat eller del av et annet selskap. Ved salg kan selskapene ende opp på børs, enten ved børsnotering eller ved salg til et børsnotert selskap, eller forbli unotert, for eksempel ved salg til et annet aktivt eierfond eller et annet unotert selskap. Hele prosessen fra et selskap kjøpes til forvalter selger det videre foregår gjerne over en periode på tre til syv år.



Figur 3.1 Investeringsstrukturen i aktive eierfond

Kilder: IK Investment Partners og Finansdepartementet.

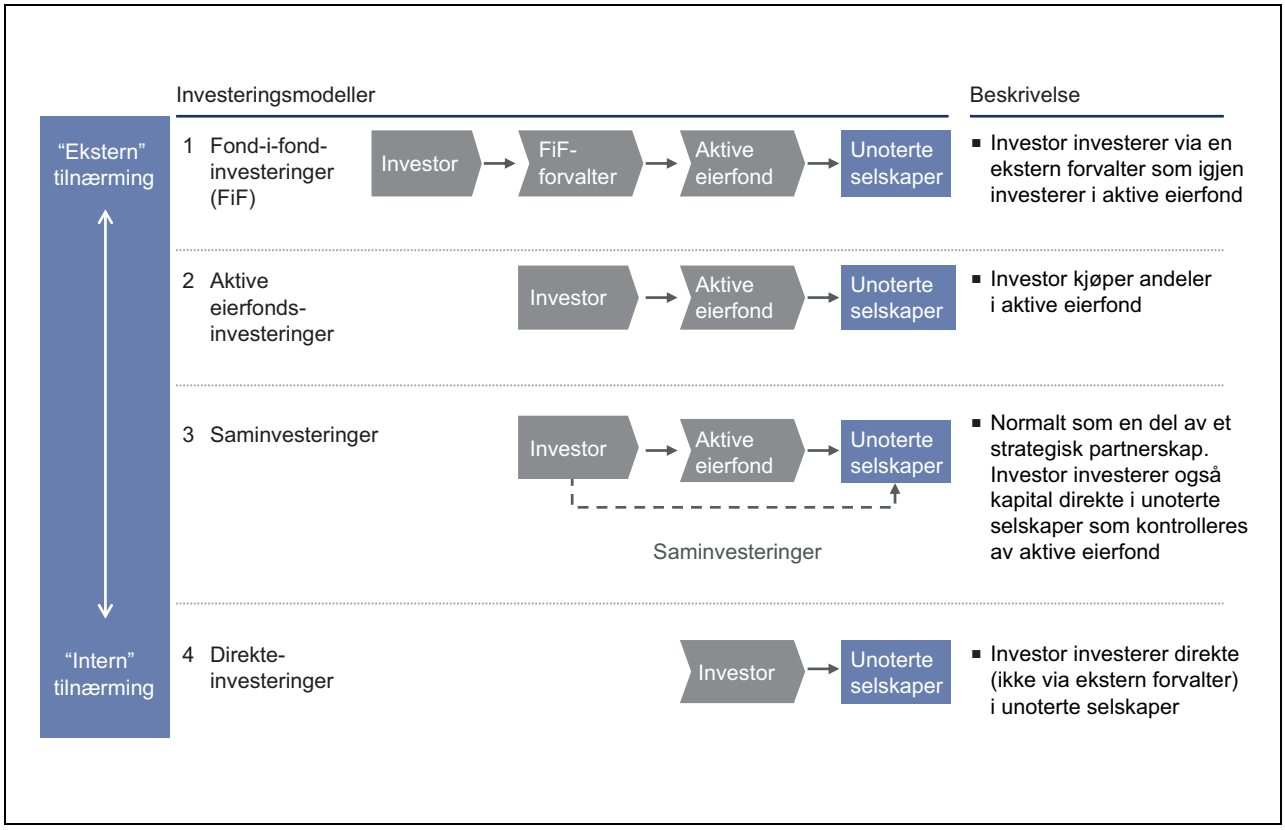
Aktive eierfond inngår i en sammensatt investeringsstruktur, se figur 3.1. Eierfondet har gjerne begrenset egen virksomhet, men støtter seg på en forvalter som tar investeringsbeslutninger. På sin side støtter forvalter seg gjerne på en rådgiver, som står for mye av investeringsvirksomheten. Rådgiveren foreslår investeringer og tilbyr andre tjenester til forvalter. Hos forvalter tas beslutningene av et eget styre, sammensatt av medlemmer som ikke er tilknyttet rådgiveren. Pengestrømmene angis av pilene i figuren. Disse omtales nærmere i avsnitt 3.2.4.

Mellomleddene i slike investeringsstrukturer – eierfondet og forvalter – er normalt registrert i land med gunstige skatteregimer, enkelte også i såkalte lukkede jurisdiksjoner. Det legger blant annet til rette for at eventuelle overskudd kun beskattes på investors hånd, dersom investor er i skatteposisjon. Rådgivningsselskapet er normalt registrert i landet hvor det har sin virksomhet.

De fleste investorer i det unoterte aksjemarkedet investerer i aktive eierfond, men det kan også benyttes andre investeringsmodeller, se figur 3.2. Investor kan delegere utvelgelsen av aktive eierfond til en ekstern forvalter, gjennom investeringer i såkalte *fond-i-fond*. En slik modell kan legge til rette for større risikospredning, ettersom investor vil eie en mindre andel av mange aktive eierfond. Samtidig gir investeringer gjennom fond-i-fond ekstra kostnader og mindre kontroll over hvilke eierfond det investeres i.

Investor kan også kjøpe andeler direkte i et unotert selskap som kontrolleres av forvalter, ved såkalte *saminvesteringer*. Slike investeringer er gjerne en del av et strategisk samarbeid, der investor også har andeler i det aktive eierfondet. Det inngås aksjonæravtaler som innebærer at kontroll over og eierstyring i det unoterte selskapet fortsatt delegeres til forvalter. Det påløper normalt ikke honorarer til forvalter for saminvesteringer, noe som gir investor lavere forvaltningskostnader målt som andel av investert kapital. På den annen side vil saminvesteringer innebære høyere krav til kompetanse, og dermed høyere interne forvaltningskostnader for investor. Samtidig gir saminvesteringer investor mulighet til å investere større beløp i utvalgte unoterte enkeltselskaper.

Noen få institusjonelle investorer står selv for *direkteinvesteringer* i unoterte selskaper. Dette stiller høye og helt andre krav til intern kompetanse enn for investeringer i og sammen med



Figur 3.2 Modeller for unoterte aksjeinvesteringer

Kilde: McKinsey (2017).

aktive eierfond, men innebærer lavere kostnader og større grad av frihet i valg av investeringer. Ved direkteinvesteringer søker investor selv å skape verdier i de unoterte selskapene.

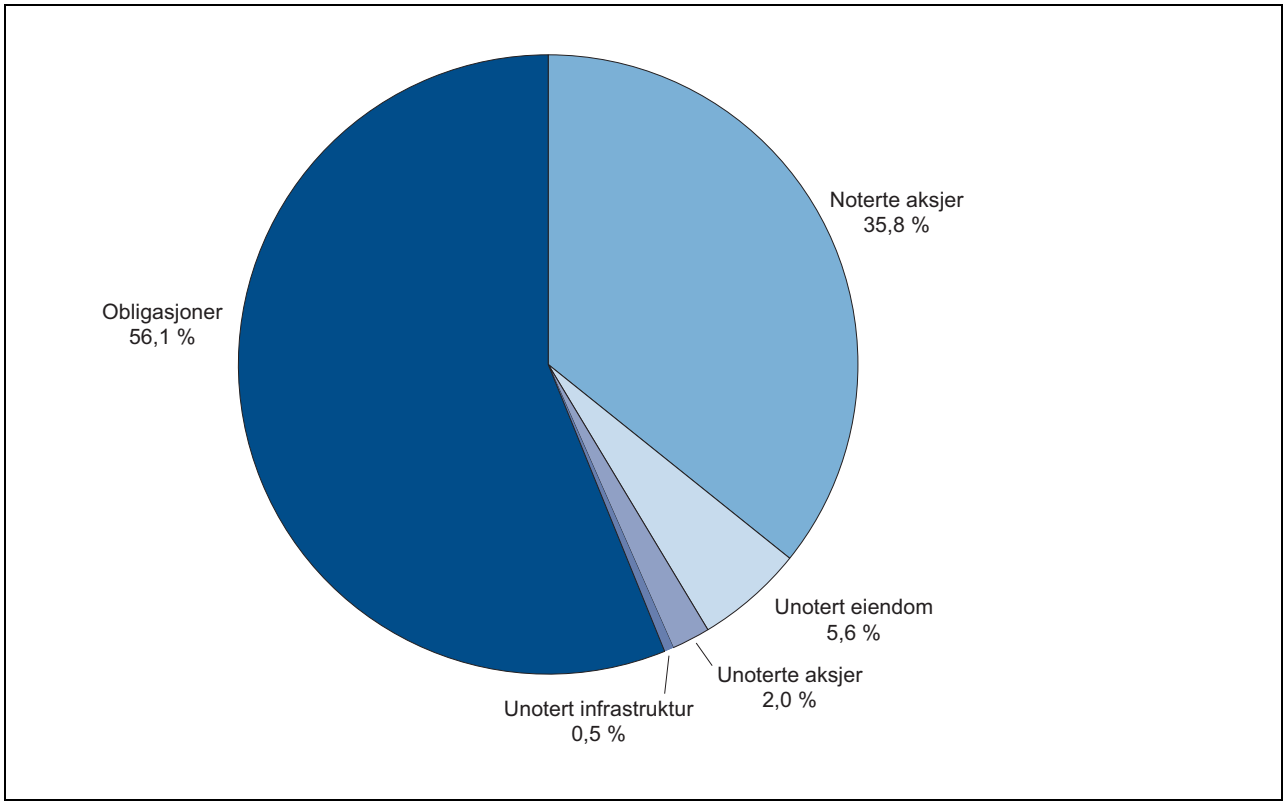
3.2.3 Omfang og utviklingstrekk

Som andel av det globale kapitalmarkedet tilgjengelig for investorer, er omfanget av unoterte aksjeinvesteringer begrenset. Konsulentselskapet MSCI (2016) anslo på oppdrag fra Finansdepartementet at slike investeringer utgjorde om lag 2 pst. av det tilgjengelige kapitalmarkedet ved utgangen av første halvår 2015, se figur 3.3. Omfanget av unoterte aksjeinvesteringer var på samme tidspunkt noe større enn MSCIs anslag for unotert infrastruktur, og noe mindre enn anslaget for unotert eiendom.

Det er generelt vanskelig å tallfeste størrelsen på det unoterte aksjemarkedet. Det skyldes blant annet at mye av informasjonen om slike investeringer er privat og dermed vanskelig tilgjengelig. Norges Bank og McKinsey viser begge til at investeringer i aktive eierfond ved utgangen av første halvår i 2016 utgjorde om lag 2 500 mrd. amerikanske dollar. Ekspertgruppen anslår omfanget av det unoterte aksjemarkedet til om lag 2 400 mrd. amerikanske dollar ved utgangen av juni 2017. Gruppens anslag inkluderer saminvesteringer og direkteinvesteringer, i tillegg til investeringer i aktive eierfond. Gruppen justerer dette anslaget for kapital som er forpliktet til aktive eierfond, men som forvaltere ikke har investert videre i unoterte selskaper. Ifølge ekspertgruppen vil det investerbare markedet for SPU være betydelig mindre enn dette som følge av fondets størrelse, se avsnitt 3.2.5.

Ekspertgruppen viser til at anslaget for unoterte aksjeinvesteringer også ved utgangen av 2017 tilsvarte om lag 2 pst. av det globale kapitalmarkedet tilgjengelig for investorer. Sammenlignet med det noterte aksjemarkedet, har omfanget av unoterte aksjeinvesteringer økt gradvis siden midten av 1980-tallet. Ekspertgruppen viser til at verdien av det unoterte aksjemarkedet utgjorde om lag 5 pst. av det globale, noterte aksjemarkedet ved utgangen av første halvår 2017, og anslår den historiske veksten til om lag 0,2 prosentenheter per tiår basert på tall fra USA.

Det er ikke enighet i finansforskningen om hva som ligger bak denne utviklingen. Både ekspertgruppen og McKinsey viser til at en rela-



Figur 3.3 Det globale, tilgjengelige kapitalmarkedet fordelt på ulike aktiva per 30. juni 2015. Prosent

Kilde: MSCI (2016).

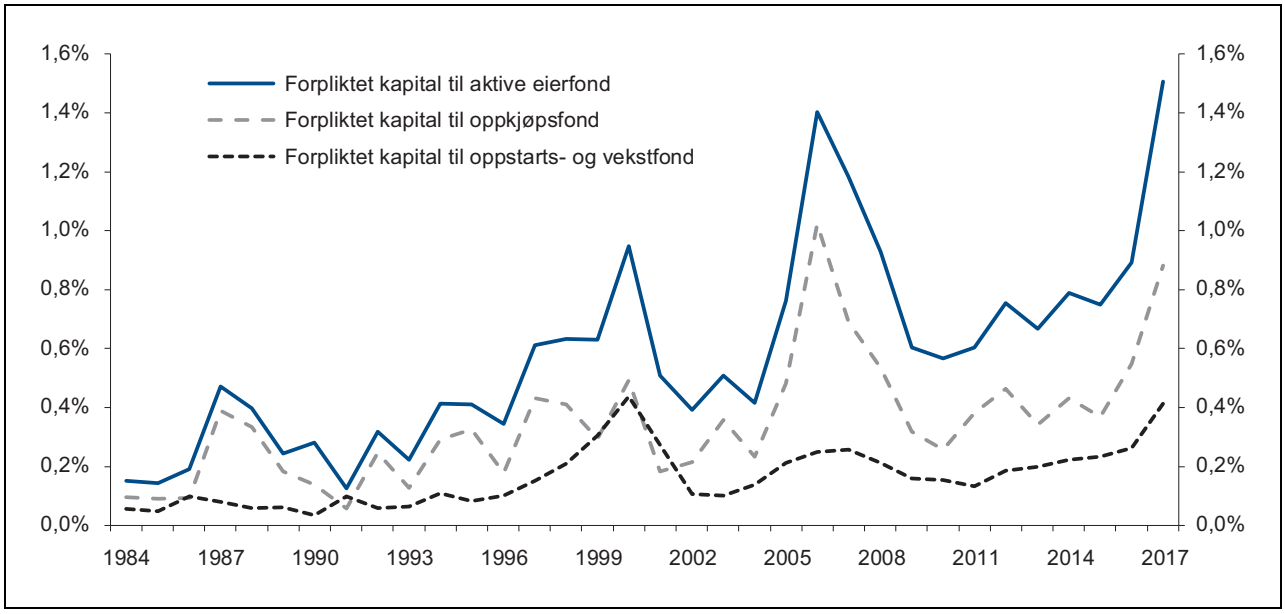
tivt høy avkastning historisk kan ha gjort det unoterte aksjemarkedet mer attraktivt, særlig i en situasjon med lave renter og der mange institusjonelle investorer søker høyere avkastning for å møte fremtidige forpliktelser. Det kan også ha bidratt at verdsettelsen av unoterte investeringer svinger mindre enn sammenlignbare noterte investeringer, noe som kan innebære bokføringsmessige fordeler for investorer.

Parallelt med det økte omfanget av unoterte aksjeinvesteringer har det samlede antallet børsnoterte selskaper og nye børsnoteringer falt, særlig i USA. Ekspertgruppen viser til forskning som peker mot at reduksjonen i antall børsnoterte selskaper ikke skyldes at noterte selskaper i større grad enn tidligere kjøpes opp av oppkjøpsfond og tas av børs, eller at en stor andel børsnoterte selskaper tas av børs for å innlemmes i unoterte selskaper. Utviklingen ses i stedet i sammenheng med økte stordriftsfordeler samt regulatoriske endringer som har økt kostnadene ved å være børsnotert. Over tid er små børsnoterte selskaper blitt innlemmet i større børsnoterte selskaper. Også flere små, unoterte selskaper er over tid blitt innlemmet i større selskaper fremfor selv å søke børsnotering.

I samme periode som antallet børsnoterte selskaper og nye børsnoteringer har falt, har verdien av det samlede noterte aksjemarkedet økt, også relativt til økonomiens størrelse. Det synes derfor å være lite som tyder på at andelen av verdiskapingen i økonomien som foregår i børsnoterte selskaper er redusert over tid.

Det er usikkert om økningen i unoterte aksjeinvesteringer har betydning for sammensetningen av det noterte aksjemarkedet. Ekspertgruppen trekker frem at enkelte oppstartsselskaper synes å ha tilpasset seg økt tilbud av kapital i det unoterte aksjemarkedet ved å utsette børsnotering. Samtidig vises det til nyere forskning som tyder på at oppstartsselskaper fremdeles utgjør en stor og økende andel av børsnoteringene i USA. Slike selskaper utgjorde over halvparten av alle børsnoteringer i perioden 2011–2016.

Økte stordriftsfordeler og regulatoriske endringer kan ifølge ekspertgruppen ha medført redusert risikospredning ved kun å investere i det noterte aksjemarkedet. Færre og større børsnoterte selskaper, spesielt innen teknologisektoren, synes over tid å stå for en økende andel av verdiskapingen i det noterte aksjemarkedet. Samtidig vises det til at slik konsentrasjon ikke er et nytt



Figur 3.4 Årlig forpliktet kapital til aktive eierfond i USA og Canada, samlet og fordelt på ulike segmenter, målt som andel av markedsverdien av det noterte aksjemarkedet i USA. Prosent

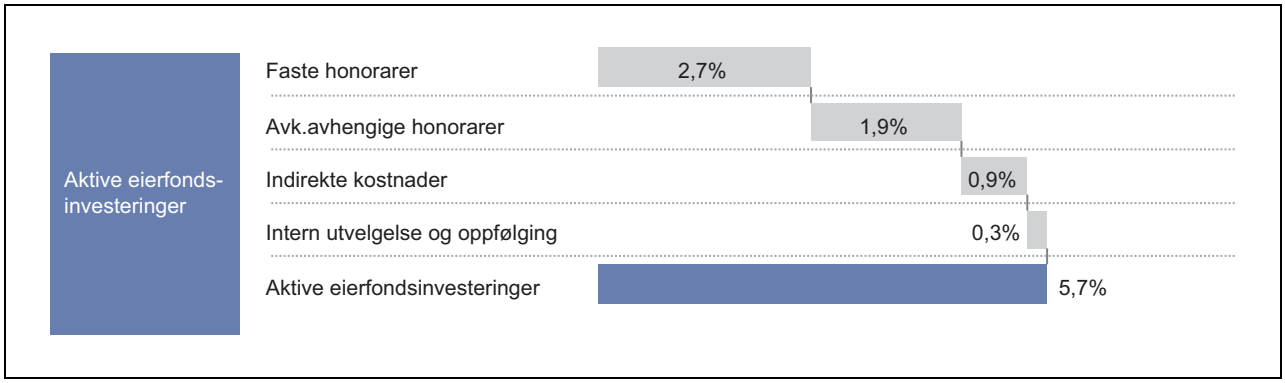
Kilde: Døskeland og Strömberg (2018).

fenomen. En liten andel børsnoterte selskaper kan forklare en stor del av den historiske meravkastningen ved å investere i det noterte amerikanske aksjemarkedet.

Både ekspertgruppen og Norges Bank har sammenlignet investeringer i aktive eierfond med det noterte aksjemarkedet. Banken finner at aktive eierfond investerer relativt sett mer i sektorer som konsumtjenester, helse og informasjonsteknologi, og relativt mindre i en sektor som finans. Ekspertgruppen trekker også frem forskjeller i den geografiske fordelingen. Sammenlignet med det noterte aksjemarkedet synes aktive eierfond å investere en større andel i Kina, og en mindre andel i USA og utviklede markeder i Asia. Gruppen viser samtidig til historiske sektorsammenligninger i det noterte aksjemarkedet som peker mot at sammensetningen kan endres betydelig over tid. Banken peker på at et bredere investeringsunivers kan bety investeringer i andre typer selskaper enn de som er tilgjengelige i det noterte aksjemarkedet.

Samlede investeringer i aktive eierfond kan svinge betydelig fra år til år, og kan reagere kraftigere på utviklingen i andre økonomiske størrelser enn det noterte aksjemarkedet, se figur 3.4. Ekspertgruppen trekker blant annet frem at aktive eierfond tiltrakk seg betydelig mer kapital i periodene før de store aksjemarkedsfallene i 2001–2002 og i 2008, og betydelig mindre i periodene etter, målt i forhold til utviklingen i det noterte aksjemarkedet. Gruppen peker samtidig på at investeringer i aktive eierfond ved utgangen av første halvår 2017 var på et historisk høyt nivå, og at en stor andel av disse investeringene – om lag en tredjedel – er kapital investorer har forpliktet til aktive eierfond, men som forvaltere ikke har investert videre i unoterte selskaper.

Investeringer i aktive eierfond kan i noen grad omsettes i et annenhåndsmarked. Ekspertgruppen trekker frem at det historisk har vært lav omsettelighet i annenhåndsmarkedet, både som følge av lite åpenhet om resultater av aktive eierfond og fordi forvaltere typisk har rett til å blokkere investors salg av fondsandeler. Norges Bank skriver at det for andeler i aktive eierfond i dag eksisterer et fungerende annenhåndsmarked, men at investorer som tvinges til å selge fondsandeler raskt, ofte må akseptere at salget gjennomføres med rabatt. Denne rabatten varierer over tid, mellom typer fond og ulike forvaltere.



Figur 3.5 Kostnadsstruktur for investeringer i aktive eierfond, målt som andel av forvaltet kapital. Prosent

Kilde: McKinsey (2017).

3.2.4 Kostnader, avkastning og risiko

Vurderinger av kostnader, avkastning og risiko for unoterte aksjeinvesteringer er mer krevende enn for noterte investeringer. Det skyldes at det er lite data tilgjengelig, særlig utenfor USA, og at mange aktive eierfond ikke oppgir sine resultater. Unoterte selskaper prises ikke løpende, noe som gjør at resultater ikke er direkte sammenlignbare med noterte aksjer. Unoterte selskaper er heller ikke underlagt samme rapporteringskrav som noterte selskaper. En redegjørelse for avkastning, risiko og kostnader i aktive eierfond finnes i en egen temaartikkel, se kapittel 6. Under gjengis noen hovedpunkter.

Aktive eierfond har en kompleks kostnadsstruktur. Det påløper både faste, avkastningsavhengige og indirekte kostnader ved investeringer i aktive eierfond. Faste kostnader til forvalter av eierfondet utgjør typisk mellom 1,5 pst. og 2 pst. av forpliktet kapital. I tillegg blir forvalter kompensert med avkastningsavhengige honorarer på om lag 20 pst. av fortjenesten over et forhåndsavtalt avkastningskrav. Ekspertgruppen og McKinsey viser til at dette avkastningskravet fastsettes uavhengig av hvilken avkastning som alternativt kunne vært oppnådd i det noterte aksjemarkedet. Det påløper også honorarer fra forvalter til investeringsrådgiver. Videre vil det påløpe indirekte kostnader, blant annet konsulenthonorarer direkte fra de unoterte selskapene til forvalter av eierfondet. Investor vil også ha interne kostnader til utvelgelse og oppfølging av aktive eierfond.

Samlet kan de gjennomsnittlige årlige kostnadene ved å investere i aktive eierfond anslås til om lag 6 pst. av forvaltet kapital[3]. Slike anslag er usikre og vil blant annet avhenge av konkrete avtaler og oppnådde resultater. McKinseys anslag for gjennomsnittlige årlige kostnader som andel av forvaltet kapital er 5,7 pst., se figur 3.5. Ekspertgruppen viser til egne analyser som gir om lag tilsvarende resultat, og peker på at årlige kostnader kan være i størrelsesorden 6-7 pst. av forvaltet kapital.

Kostnadsstrukturen i de aktive eierfondene kan være svært fordelaktig for forvalter. For å redusere mulige interessekonflikter mellom forvalter og investorkollektivet forsøkes det å etablere mest mulig sammenfallende interesser, både ved at forvalter selv må investere i det aktive eierfondet og gjennom en forvaltningskontrakt som inkluderer finansielle insentiver. Det kan likevel oppstå interessekonflikter som kan påvirke investorenes avkastning, se kapittel 6.

Investorer kan søke å redusere kostnadene ved unoterte aksjeinvesteringer gjennom forhandlinger med forvalter, saminvesteringer og ved direkteinvesteringer på egenhånd. For investeringer i fond-i-fond må investor derimot regne med høyere forvaltningskostnader, ifølge McKinsey om lag 2 pst. høyere årlig, målt som andel av forvaltet kapital.

Selv etter betydelige kostnader har investorer i aktive eierfond historisk oppnådd en noe høyere avkastning enn i det brede, noterte aksjemarkedet.[4] Avkastningen har samtidig variert over tid og mellom segmenter. Ekspertgruppens analyser dekker USA og Europa, der det er mest tilgjengelig data, og strekker seg tilbake til 1980-tallet. Ana-

[3] Begrepet «forvaltet kapital» viser for aktive eierfond til anslått verdi av selskapene under forvaltning («net asset value»). Kostnadsandelen vil være lavere om den måles mot den samlede kapitalen investor har forpliktet til det aktive eierfondet, som gjerne er høyere.

[4] Ekspertgruppen har benyttet avkastningsmålet «public market equivalent» eller PME, som sammenligner avkastningen av aktive eierfond etter kostnader med investeringer i en bred, notert aksjeindeks i samme tidsperiode og med samme kontantstrøm.

lysene viser at oppkjøpsfond har hatt relativt stabile resultater, med en avkastning som i gjennomsnitt har vært om lag 20 pst. høyere enn det noterte markedet over investeringenes levetid. Det tilsvarer en årlig meravkastning på om lag 3 prosentenheter.[5] For oppstartsfond er resultatene drevet av noen få enkeltfond med svært høy avkastning, særlig i USA på 1990-tallet. For Europa og øvrige tidsperioder har avkastningen av oppstartsfond vært lavere enn i det noterte markedet. Samlet har meravkastningen for oppstartsfond i gjennomsnitt vært om lag 35 pst. over investeringenes levetid, tilsvarende en årlig meravkastning på om lag 2 prosentenheter. Norges Bank peker imidlertid på at meravkastningen i forhold til det noterte markedet ser ut til å ha falt noe de siste årene, og at dette er blitt tolket som en indikasjon på et mer modent marked og økt konkurranse mellom de aktive eierfondene.

Ekspertgruppen trekker også frem andre variasjoner i avkastning. Det har historisk vært en tendens til at forvaltere med gode resultater i et aktivt eierfond vil ha større sannsynlighet for at også neste fond gir gode resultater. Sammenhengen har vært spesielt høy for forvaltere av oppstartsfond, men den har avtatt på 2000-tallet. Ekspertgruppen viser også til forskning som tyder på at avkastningen er lavere for aktive eierfond som er etablert i år med et høyt tilbud av kapital fra investorer, og høyere i år med lav kapitaltilgang. Disse egenskapene tyder på at en investor som velger de beste forvalterne og investerer motsyklisk, potensielt kan oppnå høyere avkastning enn gjennomsnittet.

Ekspertgruppen trekker frem tre typer risiko som kan forklare meravkastningen av aktive eierfond. For det første innebærer investeringer i unoterte aksjer eksponering mot likviditetsrisiko. Med dette menes både at investors kapital låses inne i en investering som kan være vanskelig å selge (markedslikviditet), og at det aktive eierfondet kan trekke på avtalt kapital fra investor på ugunstige tidspunkter (finansieringslikviditet). For det andre kan investeringer i unoterte aksjer innebære høyere markedsrisiko, blant annet som følge av belåning i de unoterte selskapene, samt eksponering mot annen systematisk risiko som størrelse- og verdifaktorer. Ifølge ekspertgruppen kan investeringer i unoterte aksjer videre innebære eksponering mot andre risikofaktorer som er spesifikke for det unoterte aksjemarkedet, men gruppen påpeker samtidig at det er lite forskning som understøtter dette.

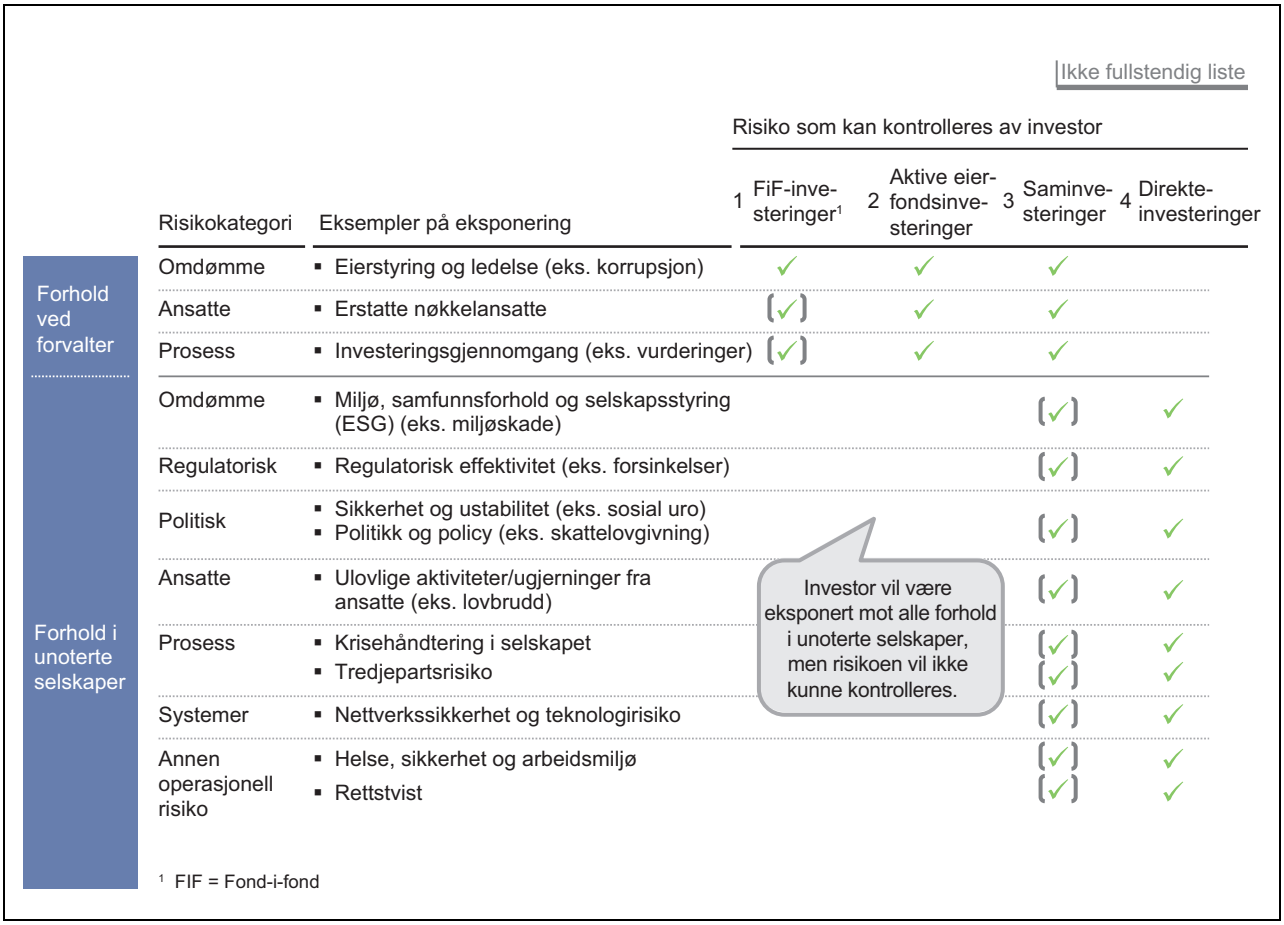
Ekspertgruppen mener at investeringer i aktive eierfond i gjennomsnitt ikke gir risikojustert meravkastning, såkalt alfa, for investorer. Høyere avkastning av aktive eierfond enn det brede, noterte aksjemarkedet, gjenspeiler høyere risiko. Gruppen peker samtidig på at det ikke er enighet i forskningslitteraturen om hvordan resultatene i aktive eierfond bør justeres for risiko. Uten løpende prising av aksjer i unoterte selskaper vil risikoen som rapporteres fremstå som lavere enn for tilsvarende noterte aksjer. Norges Bank tar også opp disse forholdene og peker på at hvorvidt investorer i gjennomsnitt er blitt tilstrekkelig kompensert for å bære risikoen som slike investeringer innebærer, er et spørsmål som fortsatt diskuteres.

I tillegg til finansiell risiko, er investeringer i aktive eierfond utsatt for ikke-finansiell risiko, se figur 3.6. Kilder til slik risiko kan i første omgang være forhold ved det aktive eierfondet. Aktive eierfond er tradisjonelt lite åpne om sine investeringer og deler av fondskonstruksjonen etableres normalt i lavskatteland. Investor er i neste omgang utsatt for forhold i selskapene eierfondet investeres i. Det inkluderer alle typer risiko i den normale driften av et selskap, og særlig risiko i perioder der eierfondets forvalter legger om selskapets virksomhet. Blant kritikken som er blitt rettet mot aktive eierfond er tap av arbeidsplasser og ikke-bærekraftige forretningsmodeller, noe både ekspertgruppen og Norges Bank trekker frem.

Investor kan søke å håndtere ikke-finansiell risiko med grundige vurderinger og særskilte avtaler når det aktive eierfondet etableres. Det kan gjelde åpenhet, skattestrukturer og mulighet til å avstå fra investeringer i bestemte sektorer eller selskaper. Det vil likevel gjenstå restrisiko som kan materialisere seg gjennom fondets levetid. Investor i aktive eierfond vil være deleier i en fondskonstruksjon med kontroll over det underliggende selskapet, men der utøvelsen av eierskap er delegert til eierfondets forvalter. Investor vil dermed være eksponert for ikke-finansiell risiko, men med begrenset mulighet for å påvirke risikostyringen.

Ikke-finansiell risiko kan påføre investor tap av omdømme. Ekspertgruppen peker på at fond med høy åpenhet og offentlig interesse vil ha høyere omdømmerisiko, noe som igjen kan ha betydning for tilnærmingen til slike investeringer. For å unngå ytterligere tap av omdømme ved materialisering av risiko, kan en investor være nødt til å

[5] Gjennomsnittlig, annualisert meravkastning er beregnet ved bruk av internrentemetoden «direkte alfa», se kapittel 6.



Figur 3.6 Ikke-finansiell risiko ved unoterte aksjeinvesteringer

Kilde: McKinsey (2017).

selge hele fondsandeler i et aktivt eierfond eller andeler i konkrete selskaper ved saminvesteringer. Slike salg kan påføre investor tap, spesielt i perioder med lav omsettelighet i annenhåndsmarkedet.

3.2.5 SPU og forvaltningen av unoterte aksjeinvesteringer

Ekspertgruppen trekker frem at investorer med en portefølje av ulike aktive eierfond typisk har andeler på om lag 5 pst. i hvert enkelt eierfond. Andeler på mer enn 10 pst. unngås av hensyn til risikospredning. Investorer ønsker heller ikke å være investert i for mange aktive eierfond samtidig, ettersom det påløper faste kostnader til samarbeid og oppfølging av forvalterne. Slike kostnader vil være uavhengige av størrelsen på det aktive eierfondet. Som følge av dette, kan store institusjonelle investorer ifølge ekspertgruppen unngå å investere i små aktive eierfond med fondsstørrelse under 1 mrd. amerikanske dollar.

Med dette utgangspunktet har ekspertgruppen anslått størrelsen på det unoterte aksjemarkedet som er investerbart for SPU, der beløpsmessige små investeringsmuligheter er utelatt. Gruppen anslår markedet som er investerbart for SPU til om lag 1 500 mrd. amerikanske dollar ved utgangen av første halvår 2017, tilsvarende om lag 60 pst. av det anslåtte, samlede markedet for unoterte aksjer i avsnitt 3.2.3. Av ekspertgruppens anslag for SPU, utgjør aktive eierfond om lag 1 200 mrd. amerikanske dollar, mens saminvesteringer og direkteinvesteringer utgjør henholdsvis om lag 180 mrd. og 160 mrd. amerikanske dollar.

Ekspertgruppen viser til at særtrekk ved SPU kan medføre både fortrinn og ulemper innen unoterte aksjeinvesteringer, sammenlignet med andre investorer. De drøfter særlig SPUs størrelse, likviditet, ansvarlige investeringspraksis og åpenhet. Norges Bank peker på at SPUs størrelse, langsiktige innretting og begrensede likviditetsbehov tilsier at fondet kan være godt egnet til å investere i unoterte aksjer.

Ekspertgruppen mener tilnærmingen til unoterte aksjer bør avhenge av investors *størrelse*, målt ved kapital til forvaltning. For mindre investorer anser gruppen at beste praksis er å finne hos universitetsfond i USA («endowments funds»). De har historisk investert en betydelig andel av kapitalen i unoterte aksjer, og søkt å oppnå høyere avkastning enn gjennomsnittet ved å velge ut de beste aktive eierfondene, gjerne innen oppstartssegmentet. Ekspertgruppen peker på at en slik strategi er vanskelig å kopiere for større investorer av hensyn til kostnader og risikospredning, og fordi en medvirkende årsak til resultatene er universitetenes alumninettverk, som historisk har gitt tilgang til de beste amerikanske oppstartsfondene.

For en stor investor som SPU fremhever ekspertgruppen at det vil være mer relevant med en strategi for å redusere kostnadene, i tråd med beste praksis blant andre store pensjonsfond og statlige investeringsfond. En slik strategi innebærer at det må investeres betydelige beløp i unoterte aksjer for å kunne utnytte forhandlingsmakt og stordriftsfordeler. Dersom det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer i SPU, viser gruppen til at Norges Bank bør begynne med investeringer gjennom aktive eierfond. Fondets størrelse kan gi grunnlag for å forhandle ned kostnadene ved slike investeringer. Deretter bør banken ifølge ekspertgruppen relativt hurtig bygge intern kompetanse for saminvesteringer med aktive eierfond, slik at kostnadene kan reduseres ytterligere. Også banken peker på at investeringer i og sammen med aktive eierfond fremstår som den mest aktuelle investeringsmodellen å vurdere.

Verken ekspertgruppen eller Norges Bank mener SPU i dag er spesielt godt egnet til direkteinvesteringer, dvs. på egenhånd å ta store eierandeler i unoterte selskaper. Ekspertgruppen viser til at noen få institusjonelle investorer investerer direkte i unoterte selskaper for å holde kostnadene lavest mulig, men at dette stiller høye krav til blant annet kompetanse og fleksibel avlønning, som det vil være vanskelig å realisere i forvaltningen av SPU.

SPUs størrelse har samtidig betydning for investeringsmulighetene i det unoterte aksjemarkedet. Ekspertgruppen trekker frem at de fleste unoterte aksjeinvesteringer som vil være tilgjengelige for SPU, er innen oppkjøpssegmentet (76 pst.). Det vil være færre investeringsmuligheter innen vekst- og oppstartssegmentene (henholdsvis 12 pst. og 7 pst.). Innen disse segmentene er eierfondene vesentlig mindre i gjennomsnitt, målt ved forvaltet kapital. Investeringer i små aktive eierfond er lite hensiktsmessig for store investorer, av hensyn til kostnader og risikospredning. Gruppens vurderinger av sammensetningen av investeringsmulighetene i unoterte aksjer for SPU synes å samsvare med investeringene til andre store institusjonelle investorer, som kartlagt av McKinsey, se boks 3.2.

Unoterte investeringer er generelt *mindre omsettelige* enn noterte investeringer. Ekspertgruppen mener SPU kan ha større evne til å bære likviditetsrisiko enn andre investorer. Perioder med markedsuro kan medføre at mange investorer må selge fondsandeler i annenhåndsmarkedet med stor rabatt. Historisk har dette ifølge ekspertgruppen gitt muligheter til å investere i aktive eierfond når forventet avkastning av å bære likviditetsrisiko er høy.

SPUs *ansvarlige investeringspraksis* kan ifølge ekspertgruppen være et fortrinn innen unoterte aksjeinvesteringer. Aktive eierfond kan tiltrekkes av SPUs gode rykte på dette området og derfor strekke seg langt i forhandlinger med Norges Bank. Ekspertgruppen peker på at dette særlig kan være tilfellet for oppkjøpsfond. Samtidig vises det til at banken kan oppleve at de samme forholdene gir ulemper innen oppstartsfond, der enkelte forvaltere kan oppfatte krav til åpenhet og ansvarlighet som en kostnad. Dette gjelder ifølge gruppen særlig for de oppstartsfondene der forvalter historisk har levert høy avkastning, og ikke har problemer med å tiltrekke seg kapital.

Både ekspertgruppen og Norges Bank peker på at unoterte aksjeinvesteringer vil utsette SPU for ikke-finansiell risiko. For investeringer i aktive eierfond vil slik risiko blant annet knytte seg til forhold rundt selve forvaltningsselskapet, de ansatte og selskapets prosesser. Banken viser til at det må gjennomføres grundige vurderinger før en eventuelt investerer i aktive eierfond, og at en vil kunne trekke på eksisterende prosesser og erfaringene fra den eksterne aksjeforvaltningen. For saminvesteringer vil banken i tillegg måtte foreta en bred risikovurdering av det unoterte selskapet som det er aktuelt å investere i.

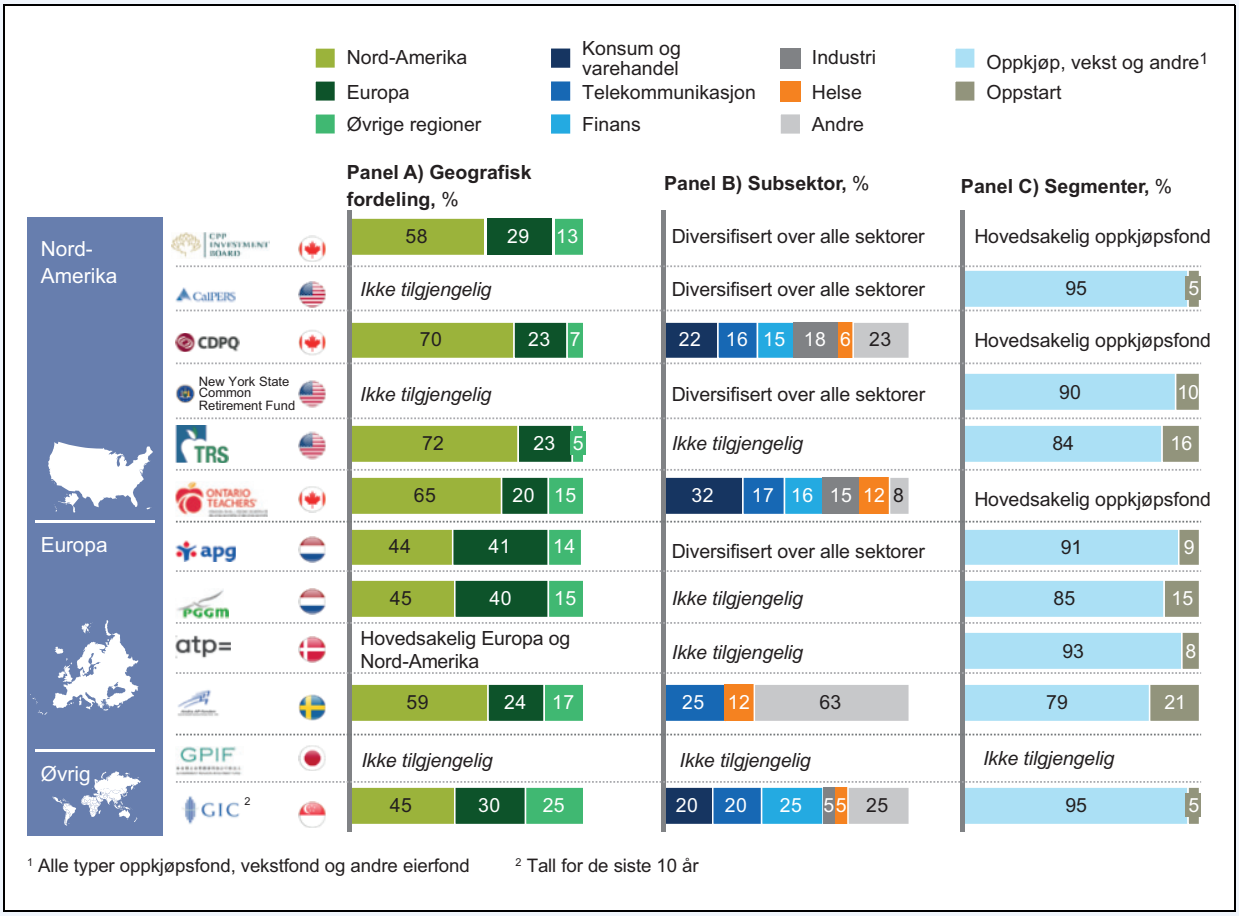
Det er stor grad av *åpenhet* om forvaltningen av SPU. Ekspertgruppen peker på at stor grad av åpenhet og offentlig interesse øker den ikke-finansielle risikoen ved å investere i unoterte aksjer. Risikoen vil også kunne øke ved at tilgjengelige investeringer for SPU hovedsakelig vil være i oppkjøpsfond, som ifølge ekspertgruppen historisk har hatt omdømmeutfordringer.

Selv med grundige vurderinger i forkant kan det oppstå forhold som tilsier at Norges Bank må selge unoterte investeringer i annenhåndsmarkedet. Det kan skje av hensyn til SPUs omdømme,

Boks 3.2 Unoterte aksjeinvesteringer blant utvalgte institusjonelle investorer

McKinsey (2017) har kartlagt omfang og innretting av unoterte aksjeinvesteringer i et utvalg på tolv pensjonsfond og statlige investeringsfond, hvorav seks nordamerikanske fond, fire europeiske fond (herunder to skandinaviske) og to asiatiske fond. Disse institusjonelle investorene hadde ved utgangen av 2016 i gjennomsnitt 8,5 pst. av kapitalen investert i unoterte aksjer. Av McKinseys kartlegging fremgår det at andelen investert i unoterte aksjer var høyest for de nordamerikanske investorene og lavest for de europeiske. Videre fremgår det at investeringer i aktive eierfond utgjorde størstedelen av investeringene. McKinsey trekker frem at de fleste institusjonelle investorene også foretar saminvesteringer i unoterte selskaper som kontrolleres av eierfondenes forvaltere, og at enkelte av de største investorene, spesielt de nordamerikanske, i økende grad foretar direkteinvesteringer i unoterte selskaper på egenhånd.

Figur 3.7 viser sammensetningen av de store, institusjonelle investorenes unoterte aksjeinvesteringer, fordelt på regioner, sektorer og segmenter. Figuren viser at de unoterte aksjeinvesteringene er spredt over flere sektorer, og at Nord-Amerika er den regionen det investeres mest i. Alle de kartlagte investorene investerer hovedsakelig i og sammen med oppkjøpsfond, og i liten grad i oppstartsfond. McKinsey trekker frem at oppstartsfond generelt er mindre, målt ved forvaltet kapital, og at investeringer i dette segmentet derfor vanskelig kan skaleres for store, institusjonelle investorer.



Figur 3.7 Sammensetning av unoterte aksjeinvesteringer for et utvalg av store, institusjonelle investorer ved utgangen av 2016. Prosent

Kilde: McKinsey (2017).

eller fordi et selskap fondet direkte eller indirekte er investert i, besluttes utelukket etter de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Ekspertgruppen viser til at omsetteligheten i annenhåndsmarkedet historisk har vært begrenset. Slike salg kan derfor påføre SPU tap. Banken viser også til at det er grunn til å forvente at eventuelle nedsalg i gjennomsnitt vil kunne ta noe lengre tid enn nedsalg i noterte selskaper.

Ekspertgruppen mener investeringer i og sammen med aktive eierfond i første rekke krever kompetanse innen å evaluere forvaltere, vurdere de underliggende selskapsinvesteringene og gjennomføre transaksjoner. Gruppen viser til at SPU burde kunne tiltrekke seg nødvendig kompetanse for denne investeringsmodellen, og peker blant annet på Norges Banks erfaringer fra forvaltningen av unotert eiendom, samt at personer med denne type kompetanse ikke vil kreve like høy avlønning som ved direkteinvesteringer. Banken viser til at en vil kunne trekke på kompetanse fra den eksterne aksjeforvaltningen for å vurdere forvaltere av aktive eierfond, samt erfaringene med investeringer i unotert eiendom.

Ekspertgruppen peker på at unoterte aksjeinvesteringer stiller høye krav til styringsstruktur og ansvarslinjer. Gruppen fremhever at ledende investorer innen slike investeringer, både universitetsfond og store pensjonsfond, har viktige fellestrekk. Disse inkluderer en fleksibel styringsmodell med stor grad av delegering, en betydelig andel av kapitalen investert i unoterte aksjer, en motsyklisk innretting og et langsiktig perspektiv med mindre vektlegging av kortsiktige resultater. Videre fremhever gruppen at det ved investeringer i unoterte aksjer er viktig å forankre og kommunisere forventninger i alle ledd av styringsstrukturen, ettersom det kan ta inntil ti år før resultater kan evalueres tilstrekkelig. Det vil påløpe store kostnader i oppbyggingsperioden av et slikt program, gjerne de første 5-6 årene. Gruppen mener videre at det bør utvikles metoder for å evaluere resultater, både mot risikojusterte noterte aksjeindekser og indekser for unoterte investeringer.

Finansdepartementet la i brev til Norges Bank 29. juni 2017 til grunn at det ikke skal fastsettes en egen allokering til unoterte aksjeinvesteringer i SPU, men at slike investeringer eventuelt kan gjøres som del av bankens aktive forvaltning. Slike avvik fra referanseindeksen reguleres gjennom rammen for forventet relativ volatilitet og andre supplerende risikorammer. I tillegg vil departementet kunne angi en øvre grense for hvor stor andel av fondet som kan investeres i unoterte aksjer. Banken viser til at denne rammen kan settes til om lag 4 pst. av fondet, dersom fondets eierandel i det unoterte aksjemarkedet skal være tilnærmet lik fondets gjennomsnittlige eierandel i selskapene som inngår i referanseindeksen for aksjer.

Norges Bank mener samlet sett at risikoen unoterte aksjeinvesteringer innebærer, vil kunne rammes inn på en hensiktsmessig måte i mandatet for forvaltningen. Banken viser for øvrig til at den detaljerte investeringsstrategien for unoterte aksjeinvesteringer eventuelt vil bli fastsatt av hovedstyret på et senere tidspunkt, basert på ytterligere analyser og vurderinger.

Norges Bank skriver at investeringer i unoterte aksjer ligger tettere opp mot investeringsaktiviteter banken i dag gjennomfører enn hva som var tilfellet da Finansdepartementet åpnet for investeringer i unotert eiendom. Banken peker også på at investeringer i unoterte aksjer, innenfor rammene skissert i bankens brev, trolig ikke vil bidra til å øke kompleksiteten i forvaltningen vesentlig utover det som allerede følger av at deler av SPU investeres i unotert eiendom. Dersom det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer, vil banken tilnærme seg investeringsmulighetene og bygge kompetanse gradvis, investere gjennom og sammen med andre på en ansvarlig måte som ivaretar SPUs eierinteresser, og dele relevant informasjon med offentligheten. Samtidig pekes det på at behovet for nyansettelser i første omgang forventes å være begrenset, men at saminvesteringer vil kreve noen flere ansatte.

Norges Bank skriver videre at ved en eventuell åpning for unoterte aksjeinvesteringer i SPU bør Finansdepartementet vurdere å gjøre de særskilte bestemmelsene for unotert eiendom gjeldende også for unoterte aksjer. Spesielt gjelder dette muligheten til å investere gjennom andre juridiske personer for å beskytte bankens balanse. Selv for indirekte investeringer i aktive eierfond, vil det ifølge banken være behov for dette.

3.2.6 Departementets vurderinger

Investorers tilgang til det unoterte aksjemarkedet skjer i all hovedsak gjennom aktive eierfond. I slike eierfond får en forvalter fullmakt til å investere i og styre en håndfull unoterte selskaper. Forvalter trekker på kapital fra flere investorer og har som mål å skape avkastning før eierfondet avvikles, normalt etter ti år. Forvaltere skaper verdier gjennom endringer i selskapenes styringsstruktur og ledelse, kapitalstruktur og operasjonelle drift. Det største segmentet er oppkjøpsfond, som tar sikte

på å bedre resultatene i allerede etablerte, lønnsomme selskaper.

Mange store investorer investerer også direkte i unoterte selskaper som kontrolleres av aktive eierfond. Slike saminvesteringer kan gi lavere kostnader, men stiller samtidig høyere krav til investor. De mest sofistikerte investorene kan også velge direkteinvesteringer i unoterte selskaper som ikke kontrolleres av aktive eierfond. Både Norges Bank og ekspertgruppen trekker frem at slike direkteinvesteringer på egenhånd fremstår som lite aktuelt for SPU. Departementet deler denne vurderingen.

Høye kostnader innebærer at mye av verdiskapingen i aktive eierfond tilfaller eierfondenes forvaltere. Historisk har investeringer i aktive eierfond likevel gitt investorer en noe høyere avkastning enn investeringer i det brede børsnoterte aksjemarkedet, etter kostnader. Ifølge ekspertgruppen har oppkjøpsfond levert en relativt stabil meravkastning til investorer, mens meravkastningen for oppstartsfond i stor grad stammer fra gode resultater i enkelte fond i USA på 1990-tallet.

Når det justeres for risiko, mener ekspertgruppen at avkastningen av aktive eierfond samlet sett er på linje med det brede, børsnoterte aksjemarkedet. Gruppen fremhever at aktive eierfond har høyere risiko enn det brede aksjemarkedet, blant annet som følge av høy belåning, lav omsettelighet og eksponering mot systematiske risikofaktorer. Norges Bank peker på at hvorvidt investorer i gjennomsnitt er blitt tilstrekkelig kompensert for å være eksponert mot risikoen som slike investeringer innebærer, er et spørsmål som fortsatt diskuteres.

Departementet vil peke på at unoterte aksjer kan gi Norges Bank flere investeringsmuligheter, men kun gjennom aktiv forvaltning. Unoterte aksjeinvesteringer kan ikke forvaltes passivt. Det eksisterer ikke referanseindekser som kan følges tett og til lave kostnader. Resultatene vil avhenge av bankens fortrinn og konkrete valg av investeringer.

Som ved annen aktiv forvaltning vil resultatene ulike investorer oppnår kunne variere betydelig. Et sentralt spørsmål er om særtrekk ved SPU kan gi Norges Bank fortrinn eller ulemper ved investeringer i unoterte aksjer, sammenlignet med andre investorer. Investorer med fortrinn antas å kunne oppnå høyere avkastning enn gjennomsnittet av investorer.

Departementet mener at SPUs *størrelse* kan gi grunnlag for lavere kostnader. Ekspertgruppen fremhever kostnadsreduksjon som beste praksis hos andre store, institusjonelle investorer. Det krever at en vesentlig andel av SPU må investeres i det unoterte aksjemarkedet. Betydelige investeringer kan gi Norges Bank grunnlag til å forhandle med aktive eierfond om lavere kostnader. Saminvesteringer i unoterte selskaper som kontrolleres av eierfondenes forvaltere kan redusere kostnadene ytterligere, og SPUs størrelse tilsier at banken kan utnytte stordriftsfordeler ved å opparbeide intern kompetanse for slike investeringer.

En slik tilnærming innebærer at eventuelle unoterte aksjeinvesteringer i SPU i hovedsak vil være innen oppkjøpsfond, som for andre store, institusjonelle investorer. Kun 7 pst. av investeringsmulighetene for SPU vil ifølge ekspertgruppen være innen oppstartsfond. Det skyldes at oppstartsfond ofte er små, samtidig som det ikke er kostnadseffektivt å investere i for mange aktive eierfond. Departementet vil peke på at størrelsen til SPU tilsier at det ikke er hensiktsmessig å rendyrke en strategi der en forsøker å velge ut de beste eierfondene, en tilnærming som ofte benyttes av mindre investorer.

Departementet vil også peke på at med et lavt behov for *likviditet* kan SPU investeres i aktive eierfond når disse har mindre tilgang på annen kapital. Historisk har avkastningen vist seg å være høyere for eierfond som er etablert i år med lav tilgang på kapital. I slike perioder vil også verdsettelsen av fondsandeler kunne være lav i annenhåndsmarkedet, noe som kan gi gode investeringsmuligheter for investorer med tilgang på kapital. En slik strategi vil samtidig innebære at Norges Bank må investere relativt mer i unoterte aksjer i perioder med uro og fall i finansmarkedene. Etter departementets syn kan en slik strategi være krevende å gjennomføre i praksis, også fordi perioder med uro i finansmarkedene i seg selv vil bidra til å øke bankens utnyttelse av rammer for avvik fra referanseindeksen.

Departementet mener at investeringer i unoterte aksjer vil utfordre sentrale kjennetegn ved dagens forvaltningsmodell. Om det skal åpnes for slike investeringer i SPU er ikke bare et spørsmål om investeringsmuligheter, men også et spørsmål om kostnader, omfanget av aktiv forvaltning og åpenhet. Slik sett er det et viktig veivalg for fondets langsiktige innretting.

Et sentralt kjennetegn ved SPU er *lave kostnader*. SPUs kostnader til ekstern aksjeforvaltning i det noterte markedet er om lag 0,5 pst. – og samlede kostnader i fondet om lag 0,06 pst. – målt som andel av forvaltet kapital i 2017. Til sammenligning kan de årlige kostnadene ved investeringer i aktive eierfond anslås til om lag 6 pst. av forvaltet kapital. Erfaringer tilsier at det kan være krevende å kommunisere og forankre høye honora-

rer til eksterne forvaltere, selv om investeringene skulle bidra med netto meravkastning for SPU.

Strategien for SPU har en *indeksnær tilnærming* til investeringene. SPU skiller seg fra andre fond ved at en hovedsakelig har valgt å ta systematisk risiko i noterte markeder, med et begrenset innslag av aktiv forvaltning. Dette kommer til uttrykk ved at SPU har en høyere aksjeandel og en lavere andel unoterte investeringer enn mange andre store fond. Flertallet i Mork-utvalget fremhevet dette som et argument for at risikotakingen i SPU kunne økes ved å heve aksjeandelen til 70 pst., slik Stortinget har sluttet seg til.

Det kan være behov for å øke rammen for avvik fra referanseindeksen dersom det åpnes for unoterte aksjeinvesteringer, noe professorene Dahlquist og Ødegaard peker på i sin gjennomgang av Norges Banks aktive forvaltning, se avsnitt 3.5. For unoterte aksjeinvesteringer kan det være mer krevende å måle avkastning og styre risiko enn for noterte investeringer. Dermed blir det også vanskeligere å evaluere og kommunisere resultatene av bankens aktive forvaltning.

Åpenhet er en viktig forutsetning for bred oppslutning om forvaltningen av SPU. Etter departementets syn er det usikkert om det samlet sett er mulig å oppnå samme åpenhet om unoterte aksjeinvesteringer som for noterte aksjeinvesteringer. Mange aktive eierfond er lite åpne om sin virksomhet, og unoterte selskaper er ikke underlagt samme krav til rapportering som selskaper på børs. Generelt vil det derfor være mindre offentlig tilgjengelig informasjon om unoterte aksjeinvesteringer, enn for noterte investeringer. Departementet legger til grunn at unoterte selskaper ville tas inn i de årlige beholdningslistene for SPU, på lik linje med noterte selskaper som fondet er investert i. En del aktive eierfond kan ønske ikke å offentliggjøre sine investeringer, eller ikke imøtekomme andre krav til åpenhet eller ansvarlig investeringspraksis. Ifølge ekspertgruppen gjelder dette særlig oppstartsfond, der det kan være stor konkurranse om å få investere. Krav til åpenhet, som ville være en forutsetning, vil dermed også kunne snevre inn investeringsmulighetene for SPU.

Videre innebærer krav til åpenhet og demokratisk forankring at SPUs omdømme er mer utsatt for ikke-finansiell risiko. Det omfatter både forhold ved eierfondenes forvaltere og alle typer risiko i den normale driften av et selskap – særlig risiko i en periode der forvalter legger om selskapets virksomhet. Ifølge ekspertgruppen vil slik risiko være større ved investeringer i oppkjøpsfond, der SPU har størstedelen av investeringsmulighetene. Norges Bank kan vurdere risiko før det investeres i aktive eierfond og søke å ramme inn risikoen gjennom avtaler. Deretter vil valg av selskaper og utøvelse av eierskap være delegert til eierfondenes forvaltere. Investeringer kan trolig omsettes i annenhåndsmarkedet, for eksempel dersom et selskap SPU er direkte eller indirekte investert i utelukkes fra fondets investeringsunivers, men da som hele fondsandeler og i et marked med lav omsettelighet. Departementet vil trekke frem at eventuelle nedsalg ifølge banken i gjennomsnitt må forventes å kunne ta noe lengre tid enn nedsalg i noterte selskaper.

Unoterte aksjeinvesteringer stiller også store krav til styringsstruktur og ansvarslinjer. Mange store institusjonelle investorer som investerer i unoterte aksjer har en styringsmodell der eier i langt større grad enn for SPU delegerer beslutninger om investeringsstrategi og risikotaking til forvalter. Spørsmålet om det bør åpnes for unoterte aksjeinvesteringer i SPU er derfor også et spørsmål om hva som bør være en hensiktsmessig innretting av forvaltningsmodellen. En åpning for unoterte aksjer i SPU er et langsiktig veivalg som krever bred oppslutning, ettersom det må investeres betydelige beløp og samtidig kan være vanskelig å selge seg ut i etterkant. Alle ledd i styringsstrukturen må ha forståelse for at det vil påløpe store kostnader mens et slikt investeringsprogram bygges opp, samtidig som resultatene av den enkelte investering først kan evalueres tilstrekkelig etter om lag ti år.

Om det skal åpnes for unoterte aksjeinvesteringer i SPU er en avveiing av fordeler og ulemper. En åpning kan gi Norges Bank flere investeringsmuligheter i den aktive forvaltningen. Departementet anser at fortrinn som størrelse og likviditet kan gi grunnlag for å forvente noe høyere avkastning enn gjennomsnittet av investorer. Slike fortrinn er samtidig usikre, og bidraget til samlet avkastning og risiko i SPU vil uansett være begrenset. Samtidig kan unoterte aksjeinvesteringer påvirke fondets omdømme og utfordre sentrale kjennetegn ved dagens forvaltningsmodell, som åpenhet, lave kostnader og vektlegging av systematisk risiko i noterte markeder. Departementet ser også hen til at aksjeandelen nå økes til et nivå der det kan være lite hensiktsmessig å eksponere SPU for andre typer risiko.

Etter en samlet vurdering legger Finansdepartementet ikke opp til å åpne for investeringer i unoterte aksjer i SPU på generelt grunnlag. Departementet vil for øvrig vise til at Norges Bank i dag har mulighet til å investere i unoterte

selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke børsnotering, noe departementet vil følge opp i dialogen med banken.

3.3 Miljømandatene og investeringer i unotert infrastruktur

Finansdepartementet har i de to siste meldingene om Statens pensjonsfond, som ble lagt frem våren 2016 og våren 2017, vurdert om det skal åpnes opp for investeringer i unotert infrastruktur i SPU. Dette omfatter ulike typer infrastruktur som er tilgjengelige for investorer i det unoterte markedet, fra flyplasser og bomveier til solenergianlegg og sykehus. Som del av grunnlaget for vurderingene innhentet departementet råd og vurderinger fra en ekspertgruppe, en ekstern konsulent og Norges Bank.

Regjeringens vurdering var ikke å åpne for investeringer i unotert infrastruktur nå. I fondsmeldingen som ble lagt frem våren 2017 ble det blant annet pekt på at et åpent og politisk forankret statlig fond som SPU ikke er godt egnet til å bære den særlige risikoen ved slike investeringer.

Ved behandlingen av meldingen sluttet et flertall i finanskomiteen seg til Regjeringens vurdering, se Innst. 357 S (2016–2017). Samtidig hadde et flertall følgende merknad:

> «*Investeringsstrategien for SPU er utviklet gradvis over tid, og flertallet viser til det pågående arbeidet til Gjedrem-utvalget med sentralbankloven, neste års grundige gjennomgang av Norges Banks forvaltning og den videre utviklingen i markedet, som samlet gjør det naturlig å komme tilbake til problemstillingen om utvidelse av investeringsuniverset i nær fremtid.*»

Finansdepartementet legger opp til å følge opp finanskomiteens merknad ved å vurdere om investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi kan gjennomføres innenfor rammen av de særskilte miljørelaterte mandatene, med krav til åpenhet, avkastning og risiko som for øvrige investeringer i SPU. I forbindelse med dette legger departementet også opp til å gjennomgå reguleringen av miljømandatene mer generelt, herunder mandatenes størrelse.

Sist departementet hadde en gjennomgang av miljømandatene var i 2014, om lag fem år etter at mandatene ble opprettet. Investeringene skal gjennomføres med samme krav til forventet avkastning og risiko som fondets øvrige investeringer. Miljømandatene er en del av Norges Banks aktive forvaltning og trekker på rammen for avvik fra referanseindeksen. Ved utgangen av 2017 var markedsverdien om lag 75 mrd. kroner, se omtale i avsnitt 5.2.

Finansdepartementet vil komme tilbake til Stortinget med vurderinger av miljømandatene og muligheten for å investere i unotert infrastruktur for fornybar energi innenfor rammen av disse mandatene.

3.4 Obligasjonsinvesteringene

3.4.1 Bakgrunn

Obligasjonsinvesteringene i SPU har tre formål: redusere svingningene i samlet fondsavkastning, bidra med likviditet og gi eksponering mot risikofaktorer som rente- og kredittrisiko.

Dagens referanseindeks for obligasjoner gjenspeiler en avveiing av disse formålene og ble fastsatt med utgangspunkt i en aksjeandel på 60 pst. I lys av beslutningen om å øke aksjeandelen til 70 pst. er det naturlig at denne avveiingen gjennomgås på nytt. Finansdepartementet varslet derfor i fondsmeldingen våren 2017 en gjennomgang av referanseindeksen for obligasjoner. Det skal blant annet vurderes om formålene likviditet og reduksjon av svingninger bør tillegges større vekt.

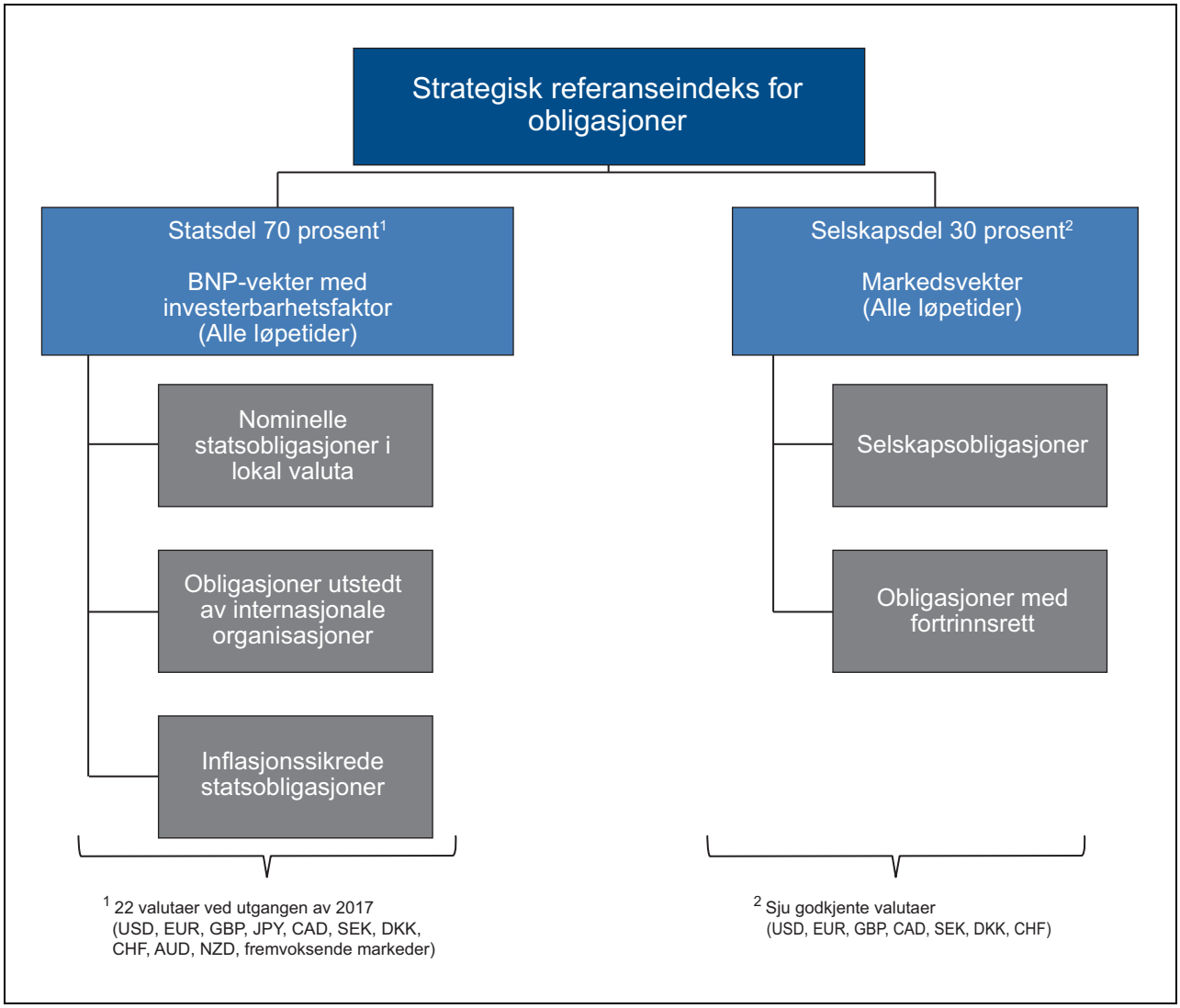
Dette avsnittet redegjør for status i departementets arbeid med ny referanseindeks for obligasjoner.

3.4.2 Dagens referanseindeks

Referanseindeksen for obligasjonsinvesteringene i SPU er fastsatt av Finansdepartementet og er basert på indeksprodukter levert av Bloomberg. Den består av en statsdel (70 pst.) og en selskapsdel (30 pst.), se figur 3.8. Fordelingen mellom de to delene av indeksen ligger fast og vektes månedlig tilbake til de valgte vektene. Obligasjonsindeksen består utelukkende av verdipapirer med høy kredittvurdering, såkalt «investment grade». Obligasjoner fra norske utstedere eller obligasjoner utstedt i norske kroner inngår ikke i referanseindeksen.

Sammensetningen av *statsdelen* av obligasjonsindeksen tar utgangspunkt i de valutaer og enkeltverdipapirer som til enhver tid inngår i de valgte delindeksene[6] og består av nominelle statsobliga-

[6] Bloomberg Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country Index, Bloomberg Barclays Global Inflation Linked og delsegmentet «Supranational» av Bloomberg Barclays Global Aggregate Index.



Figur 3.8 Dagens referanseindeks for obligasjoner

Kilde: Finansdepartementet.

sjoner i lokal valuta, inflasjonssikrede statsobligasjoner (realrenteobligasjoner) og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner. Landvektene er beregnet ut fra størrelsen på landenes økonomi målt ved brutto nasjonalprodukt (BNP) og vektes tilbake til opprinnelige vekter månedlig. Innenfor hvert land vektes delsegmenter og enkeltobligasjoner i henhold til markedsvekter.

Av hensyn til referanseindeksens investerbarhet er enkelte landvekter i statsdelen supplert med justeringsfaktorer.[7] For land med høyt BNP sammenlignet med størrelsen på markedet for statsobligasjoner, kan rene BNP-vekter gi høye eierandeler. Krav til investerbarhet er særlig viktig gitt fondets størrelse.

Selskapsdelen[8] består av selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett utstedt i syv godkjente valutaer[9]. Sammensetningen av selskapsdelen i obligasjonsindeksen tar utgangspunkt i markedsvekter.

Et naturlig utgangspunkt for sammensetning av referanseindeksene for SPU er markedenes størrelse, se avsnitt 2.1. Markedsvekter kan imidlertid være et mindre egnet utgangspunkt for investeringer i statsobligasjoner enn for aksjer og selskapsobligasjoner. Det samlede tilbudet av

7 Landvektene til henholdsvis Chile, Hong Kong og Russland er gitt en justeringsfaktor på 0,25, mens øvrige land har en faktor på 1.

8 Utvalg av verdipapirer i henhold til delsegmentene «Corporates» og «Covered Bonds» i Bloomberg Barclays Global Aggregate Index.

9 USD, CAD, EUR, GDP, SEK, DKK, CHF.

statsobligasjoner påvirkes av enkeltstaters lånebehov. Markedsvekter innebærer en høy og økende eksponering mot land med høy og voksende statsgjeld og legger ikke nødvendigvis til rette for god risikospredning. Sammenlignet med markedsvekter har landvekter basert på økonomienes størrelse målt ved brutto nasjonalprodukt (BNP) fremstått som et relevant utgangspunkt for statsobligasjonsinvesteringer, se fondsmeldingen våren 2012.

Finansdepartementet påpekte samtidig at størrelsen på et lands økonomi ikke er et presist mål på utsteders evne eller vilje til å tilbakebetale obligasjonslån. Mandatet for forvaltningen av SPU fastsatt av departementet inneholder derfor krav om at Norges Bank i sammensetningen av statsobligasjoner skal ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke. Forholdstall som et lands gjeldsgrad, budsjettbalanse og driftsbalanse overfor utlandet er ofte benyttet som mål på statsfinansiell styrke.

Mandatet definerer videre et investeringsunivers for rentebærende instrumenter[10] som er bredere enn referanseindeksen for obligasjoner. Norges Bank kan avvike fra referanseindeksen innenfor mandatets ramme for forventet relativ volatilitet, samt andre risikorammer i mandatet. For å unngå at Norges Bank umiddelbart må selge obligasjoner som går ut av indeksen fordi kredittvurderingen nedgraderes, er det åpning for at inntil 5 pst. av obligasjonsporteføljen kan være investert i obligasjoner med høyere kredittrisiko enn «investment grade».

3.4.3 Norges Banks råd om ny referanseindeks

Finansdepartementet har i brev henholdsvis 9. juni og 26. oktober 2017 bedt Norges Bank om å analysere og vurdere rammeverket for SPUs investeringer i obligasjoner. Norges Bank har gitt sine råd og vurderinger i brev henholdsvis 1. september 2017 og 14. desember 2017. Brevene er tilgjengelige på Finansdepartementets nettsider.

Banken anbefaler omfattende endringer i referanseindeksen. Blant annet foreslås det at antall valutaer reduseres fra 23 til tre, samt en ytterligere innsnevring av indeksen til kun å inkludere nominelle statsobligasjoner utstedt i egen valuta av USA, Storbritannia og land i eurosonen[11]. Figur 3.9 gir en oversikt over bankens foreslåtte referanseindeks for obligasjoner sammenlignet med dagens indeks. Det foreslås i tillegg en øvre grense på 10,5 års løpetid for enkeltpapirer. Norges Bank foreslår at dagens investeringsunivers ikke endres.

Norges Banks forslag om å redusere antall land og valutaer i obligasjonsindeksen bygger på analyser banken har utført. Analysene viser at gevinsten på lang sikt ved risikospredning i form av bred geografisk spredning er større for aksjer enn for obligasjoner. Bankens anbefaling innebærer en sammensetning av referanseindeksen for obligasjoner med om lag 50 pst. i amerikanske dollar, om lag 40 pst. i euro og det resterende i britiske pund.

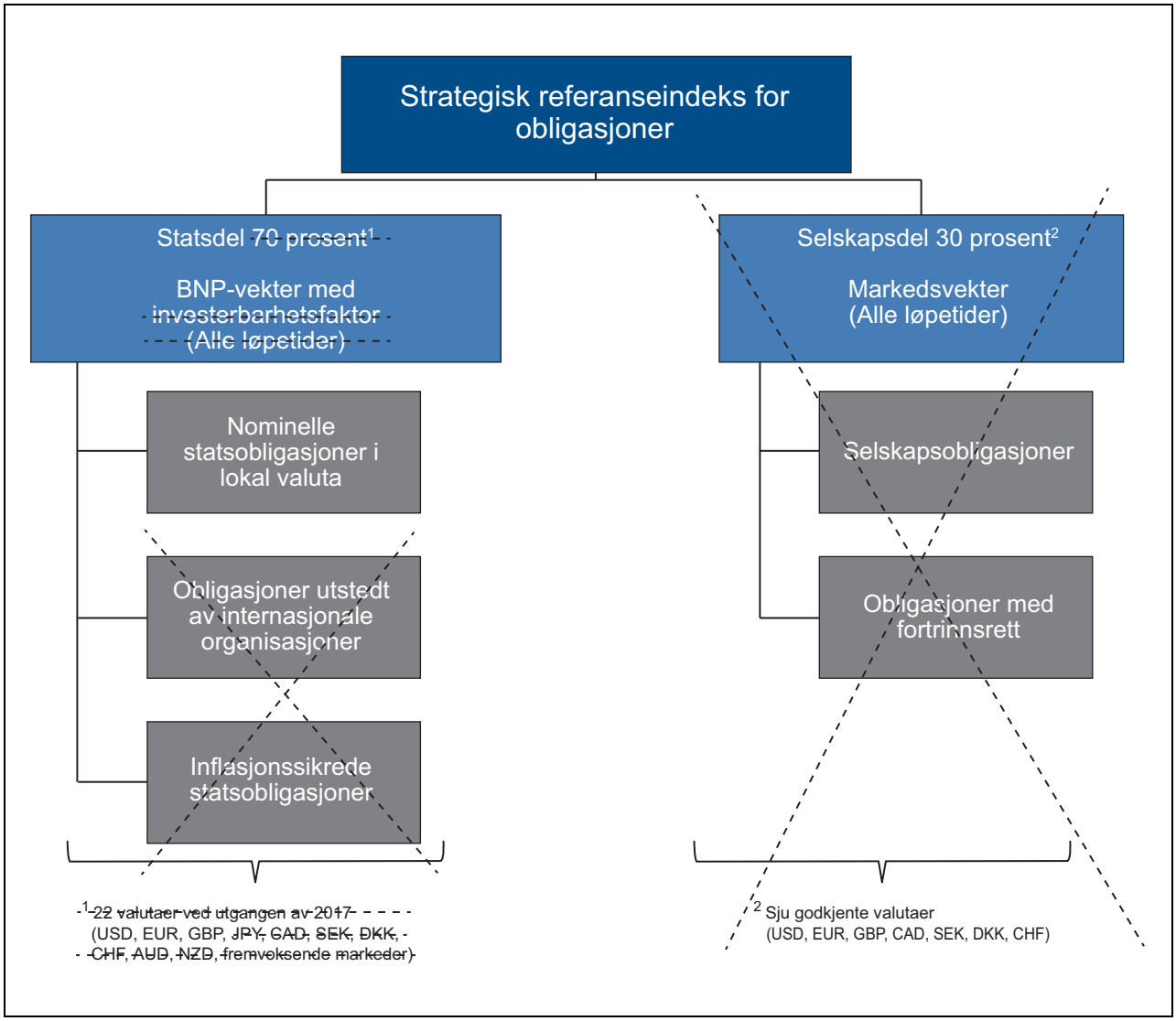
Norges Bank foreslår videre at selskapsobligasjoner, obligasjoner med fortrinnsrett, realrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner tas ut av referanseindeksen. Bankens analyser indikerer at en fast allokering til selskapsobligasjoner i liten grad vil påvirke avkastning og risiko i en portefølje med 70 pst. aksjer. Det skyldes en antatt positiv samvariasjon mellom risikopremiene på selskapsobligasjoner og aksjer. Forslaget om å ta ut realrenteobligasjoner og obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner begrunnes med at disse segmentene er mindre likvide enn nominelle statsobligasjoner utstedt i egen valuta.

Bankens anbefaling om innføring av en øvre grense for løpetiden på obligasjoner i referanseindeksen på 10,5 år begrunnes med at dette vil redusere usikkerheten om SPUs svingningsrisiko uten at forventet avkastning reduseres. Banken legger i analysene til grunn en løpetidspremie nær null i overskuelig fremtid.

Norges Bank legger for øvrig til grunn at dagens prinsipp med BNP-vekter for sammensetning av indeksen videreføres, men foreslår årlig fremfor månedlig tilbakevekting innen statsdelen for å redusere transaksjonskostnader. BNP-vekter vil ifølge banken legge til rette for en stabil valutafordeling i referanseindeksen for obligasjoner og at andelen lån til land med høy gjeld i euroområdet begrenses.

[10] Rentebærende instrumenter omfatter blant annet sertifikater, obligasjoner og derivater i obligasjonsmarkedet.

[11] Indeksen inkluderte 23 valutaer på det tidspunkt banken ga sitt råd. Sørafrikansk rand ble tatt ut av indeksen ved månedsslutt november 2017 som følge av nedgradering av kredittvurderingen til dårligere enn «investment grade».



Figur 3.9 Skjematisk fremstilling av Norges Banks forslag til endringer i referanseindeksen for obligasjoner

Kilde: Norges Bank.

3.4.4 Departementets vurderinger

Hovedprinsipper for investeringsstrategien

Sammensetningen av referanseindeksen for obligasjoner og rammeverket for disse investeringene må gjenspeile formålet med obligasjonsinvesteringene i SPU og hovedprinsippene for investeringsstrategien, se avsnitt 2.1. Departementet mener at Norges Banks råd om ny referanseindeks for obligasjoner innebærer flere endringer fra disse hovedprinsippene.

Prinsippet om at risiko kan reduseres ved bred diversifisering er et sentralt utgangspunkt for investeringsstrategien og utformingen av referanseindeksene. Mens fondets referanseindeks for aksjer i stor grad representerer det globale noterte aksjemarkedet, dekker indeksen for obligasjoner en noe mer begrenset del av investeringsmulighetene. Enkelte delsegmenter er tatt ut, blant annet ut fra vurderinger av markedsstruktur, konsentrasjonsrisiko og hvorvidt delmarkedet er egnet for passiv forvaltning, se omtale i meldingen om Statens pensjonsfond som ble lagt frem våren 2012.

Risikoen i referanseindeksen for obligasjoner kommuniseres og forankres bredt. Risikofaktorer det ønskes eksponering mot, bør etter departementets syn som hovedregel inngå i referanseindeksen. Det bør derfor ikke være for stort avvik mellom referanseindeksen og investeringsuniverset for obligasjoner. En høy grad av sammenfall mellom investeringsuniverset og referanseindeksen innebærer i tillegg at indeksen er bedre egnet til å måle Norges Banks resultater i obligasjonsforvaltningen. Eksponering mot risikofaktorer som ikke kan inngå i refe-

ranseindeksen på en hensiktsmessig måte, kan eventuelt gjennomføres som en del av Norges Banks aktive forvaltning.

Ekspertgruppe

I lys av referanseindeksens viktige rolle i styringen og forvaltningen av SPU, inkludert forutsetningen om et moderat innslag av aktiv forvaltning, mener departementet det er behov for å innhente ytterligere analyser før en ny strategisk referanseindeks fastsettes.

På denne bakgrunn oppnevnte departementet 21. mars 2018 en ekspertgruppe som skal vurdere obligasjonsinvesteringene i SPU. Gruppen ledes av professor Ralph Koijen, som er professor i finans ved NYU Stern School of Business. I tillegg inngår professor Jules van Binsbergen i ekspertgruppen. Jules van Binsbergen er professor i finans ved Wharton School, University of Pennsylvania. Mandatet for ekspertgruppen er tilgjengelig på departementets nettsider.

Enkelte endringer i dagens indeks

Samtidig med arbeidet i ekspertgruppen legger departementet opp til å gjøre enkelte, tekniske justeringer i referanseindeksen for obligasjoner.

Full månedlig tilbakevekting til BNP-vekter innen statsdelen har over tid vist seg å medføre betydelige transaksjonskostnader, i hovedsak grunnet valutakursbevegelser. Videre kan full månedlig tilbakevekting til BNP-vekter (målt i amerikanske dollar) medføre transaksjonskostnader i de ulike obligasjonsmarkedene ved store svingninger i valutakursene. Departementet vil derfor vurdere å gjøre visse tekniske justeringer for å redusere transaksjonskostnadene. Justeringen vil ikke ha innvirkning på fondets samlede risiko.

Indeksleverandørens minstekrav til kredittvurdering for obligasjoner som inngår i indeksen, gjør at statsobligasjoner fra land som ligger nær denne grensen, kan gå inn og ut av indeksen selv ved små endringer i kredittvurderingskarakter. Dette har særlig gjort seg gjeldende for fremvoksende økonomier. Eksempelvis ble Tyrkia inkludert i indeksen april 2014 for deretter å bli tatt ut igjen høsten 2016. Departementet vil arbeide videre med denne problemstillingen i det pågående arbeidet med referanseindeksen for obligasjoner.

Videre prosess

Departementet tar sikte på å legge frem sine vurderinger i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2019.

3.5 Rammen for avvik fra referanseindeksen

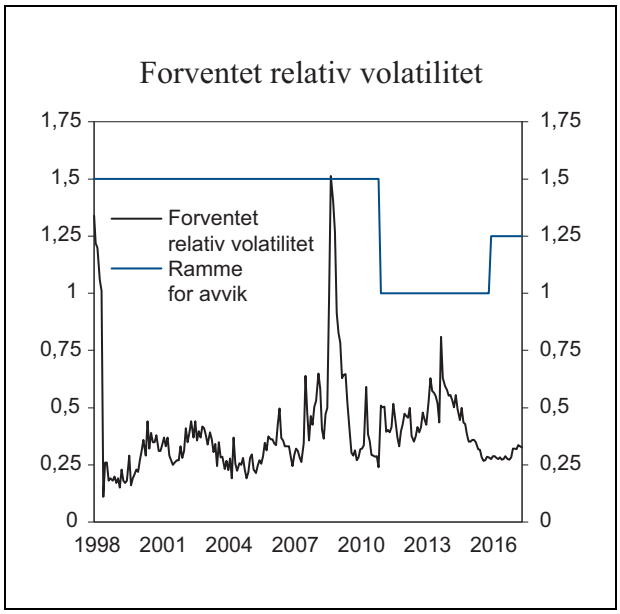
3.5.1 Innledning

I mandatet for SPU er adgangen til å avvike fra referanseindeksen rammet inn ved en grense for forventet relativ volatilitet. Rammen er justert i flere omganger, sist i 2016, da den ble hevet fra 1 prosentenhet til 1,25 prosentenheter. Fra 1. januar 2017 ble unotert eiendom innlemmet i rammen på lik linje med andre avvik fra referanseindeksen. Rammen på 1,25 prosentenheter ble ikke endret.

Avsnitt 2.4 gjør rede for gjennomgangen av Norges Banks forvaltning av SPU. I forbindelse med denne gjennomgangen ble både Norges Bank og ekspertgruppen (Dahlquist og Ødegaard) bedt om å vurdere størrelsen på rammen for avvik fra referanseindeksen.

3.5.2 Råd fra ekspertgruppen

Ekspertgruppen peker på at forventet relativ volatilitet i lengre perioder har variert mellom 0,2 prosentenheter og 0,6 prosentenheter. Dette er vesentlig lavere enn den fastsatte rammen på 1,25 prosent-



Figur 3.10 Ramme for og faktisk utnyttelse av forventet relativ volatilitet. Prosentenheter

Kilder: Dahlquist og Ødegaard (2018), Norges Bank.

enheter, se figur 3.10. Bare én gang i løpet av fondets historie har forventet relativ volatilitet vært nær rammen. Det var under finanskrisen i 2008.

Forventet relativ volatilitet har falt de siste årene. Ifølge ekspertgruppen skyldes dette blant annet at den målte risikoen i finansmarkedene har avtatt. Redusert markedsrisiko gir lavere målt forventet relativ volatilitet for gitte avvik fra referanseindeksen. Gruppen peker på at enkelte investeringsmuligheter kan være vanskelig å skalere opp når fondsverdien stiger, og finner i sine analyser indikasjoner på at avvikene i aksje- og obligasjonsporteføljene er blitt mindre de siste årene.

Ekspertgruppen har vurdert forventet relativ volatilitet for ulike investeringsstrategier sammenlignet med bankens interne referanseindekser. Unotert eiendom skiller seg ut som en strategi med særlig høy forventet relativ volatilitet. En lav andel unotert eiendom gjør likevel at bidraget til samlet forventet relativ volatilitet i SPU er begrenset.

Etter ekspertgruppens vurdering synes det med dagens investeringsstrategi ikke å være behov for en høyere ramme for forventet relativ volatilitet. De viser til at den faktiske utnyttelsen av rammen kan tyde på at Norges Bank vil ha utfordringer med å utnytte ytterligere økte risikobudsjetter. Samtidig skriver gruppen at rammen for forventet relativ volatilitet må revurderes dersom andelen unotert eiendom økes, eller dersom det åpnes opp for andre unoterte aktivaklasser.

3.5.3 Råd fra Norges Bank

Norges Bank peker i likhet med ekspertgruppen på at den målte risikoen i finansmarkedene nå er lav og at en må ta høyde for at den kan øke. Ved utgangen av tredje kvartal 2017 var forventet relativ volatilitet beregnet til 0,33 prosentenheter. Norges Bank har anslått at avvikene fra referanseindeksen på dette tidspunktet ville tilsvart en forventet relativ volatilitet under finanskrisen på 0,65 prosentenheter. Banken peker også på at fondets investeringer i unotert eiendom fortsatt er under oppbygging, og at en videre økning av disse investeringene vil bidra til høyere forventet relativ volatilitet.

Norges Bank skriver at de søker å ha god balanse mellom risiko i de ulike investeringsstrategiene for å utnytte diversifisering mellom strategiene. Banken peker videre på at endrede markedsforhold kan gi muligheter til å utnytte fondets fortrinn. Det kan føre til at én eller flere av strategiene vektes opp, noe som også kan påvirke utnyttelsen av rammen for avvik fra referanseindeksen.

Norges Bank mener at utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet må ses i sammenheng med at fondet nå har en betydelig størrelse i markedet, og at det innen enkelte investeringsstrategier er begrenset hvor mye kapital fondet kan plassere. Banken vurderer at det ikke er behov for å endre rammen for avvik fra referanseindeksen nå, men skriver at den kan komme tilbake til spørsmålet når en har fått mer erfaring med den nye reguleringen av eiendomsinvesteringene, eller ved eventuelle endringer i investeringsuniverset.

3.5.4 Departementets vurderinger

Ved utgangen av 2017 utnyttet Norges Bank kun om lag en fjerdedel av rammen for avvik fra referanseindeksen, som for tiden er fastsatt til 1,25 prosentenheter målt ved forventet relativ volatilitet. Én av grunnene til den lave utnyttelsen er et lavt nivå på den målte risikoen i finansmarkedene. Dersom denne risikoen skulle øke, vil forventet relativ volatilitet i SPU trolig også øke, selv uten at Norges Bank gjør endringer i sammensetningen av fondets investeringer. En eventuell økning i andelen unotert eiendom i fondet vil også innebære en høyere utnyttelse av rammen for avvik fra referanseindeksen.

I en periode med lave svingninger i finansmarkedene ser departementet det som naturlig at rammen for avvik fra referanseindeksen ikke utnyttes fullt ut. Da kan Norges Bank unngå å måtte gjøre kostbare tilpasninger i investeringene dersom markedsrisikoen brått skulle øke. Samtidig vil det fortsatt være en betydelig margin opp til den øvre grensen for forventet relativ volatilitet, selv ved en markert økning i markedsvolatiliteten.

Det kan være flere årsaker til at Norges Banks utnyttelse av rammen er lav, også når det justeres for lave svingninger i markedet. Fondets størrelse kan medføre at banken har vanskelig for å finne lønnsomme, skalerbare investeringsmuligheter gjennom å avvike fra referanseindeksen. Det kan også være at banken søker å utnytte tidsvariasjon i risikopremier, og mener at dagens markedssituasjon tilsier en lav risikotaking. Banken kan videre ha et ønske om å utnytte rammen til å øke andelen unotert eiendom utover dagens nivå på 2,6 pst. av fondets verdi.

I avsnitt 2.4 er det gjort rede for de historiske resultatene av Norges Banks forvaltning av SPU. Departementets vurdering av resultatene er at Norges Banks forvaltning samlet sett har bidratt

positivt til fondets verdi, også etter fratrekk for kostnader. Departementet ser det som hensiktsmessig at Norges Bank har muligheter til å avvike noe fra referanseindeksen for å kunne utnytte fondets særtrekk eller opparbeidede fortrinn til å oppnå en høyere avkastning enn referanseindeksen. Muligheten for avvik legger også til rette for en kostnadseffektiv tilpasning til referanseindeksen.

Både ekspertgruppen og Norges Bank anbefaler å holde dagens ramme for relativ volatilitet uendret gitt dagens investeringsstrategi. Departementet er enig i denne anbefalingen, og legger ikke opp til å gjøre endringer i rammen for avvik fra referanseindeksen nå. Departementet ser det for øvrig som hensiktsmessig at rammen for avvik vurderes i forbindelse med de regelmessige gjennomgangene av Norges Banks forvaltning.

3.6 Styringsstrukturen for forvaltningen

Sentralbanklovutvalget overleverte sin utredning til Finansdepartementet 23. juni 2017 (NOU 2017: 13). Utvalget, som ble ledet av Svein Gjedrem, hadde som mandat å foreslå ny sentralbanklov samt å vurdere alternative styringsstrukturer for Norges Bank og forvaltningen av SPU. Utvalgets utredning har vært på høring.

Om SPU foreslår utvalget at forvaltningen legges til et nytt særlovsselskap utenfor Norges Bank. Utvalget legger også frem to alternative styringsmodeller for en forvaltning innenfor banken.

Utvalgets utredning og innspill fra høringsinstansene er et godt grunnlag for å vurdere den fremtidige organiseringen av forvaltningen av SPU. Finansdepartementet vil følge opp sentralbanklovutvalgets utredning og komme tilbake til Stortinget.

3.7 Investeringer i energiaksjer

Norges Bank har i brev 14. november 2017 gitt råd til Finansdepartementet om å ta olje- og gassektoren ut av SPUs referanseindeks for aksjer. Norges Bank gir i brevet uttrykk for at en slik endring i referanseindeksen vil bidra til å redusere oljeprisrisikoen i statens formue. Banken presiserer at rådet ikke gjenspeiler et bestemt syn på utvikling i oljepris, fremtidig lønnsomhet eller bærekraft i olje- og gassektoren.

Indeksleverandøren FTSE Russell har kunngjort at sektoren som Norges Bank har gitt råd om å ta ut av referanseindeksen vil benevnes energisektoren fra 1. januar 2019. Slik den er klassifisert av indeksleverandøren FTSE Russell dekker sektoren energivirksomhet i bred forstand, herunder integrerte olje- og gasselskaper, oljeserviceselskaper og selskaper innen fornybar energi. SPUs aksjeinvesteringer i energisektoren utgjør om lag 4 pst. av fondets samlede investeringer, tilsvarende vel 300 mrd. kroner.

Problemstillingen som Norges Bank tar opp er omfattende og har mange sider. Finansdepartementet legger opp til at rådet behandles på en grundig og god måte, slik praksis er for alle viktige veivalg i forvaltningen av SPU. For å få et bredt beslutningsgrunnlag har departementet derfor oppnevnt en ekspertgruppe, sendt rådet fra Norges Bank på offentlig høring og sendt brev til banken for å innhente ytterligere informasjon.

Ekspertgruppen ledes av Øystein Thøgersen, professor og rektor ved Norges Handelshøyskole. Øvrige medlemmer i gruppen er sjeføkonom Harald Magnus Andreassen og tidligere administrerende direktør Olaug Svarva.

Brevene, høringsnotatet og ekspertgruppens mandat er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider. Regjeringen tar sikte på å legge frem sin vurdering for Stortinget høsten 2018.

3.8 Organisering av investeringene i unotert eiendom

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

I tråd med finanskomiteens innstilling ba Finansdepartementet i brev 29. juni 2016 Norges Bank om å legge frem sine vurderinger. Norges Bank uttaler i brev 15. september 2016 at den ønsker å etablere en holdingstruktur i Norge, og at formålet særlig er å forenkle styring og kontroll av investeringene i unotert eiendom. Banken peker på at etablering av en norsk holdingstruktur vil legge til rette for en god og oversiktlig rapporteringsstruktur internt, og vil være mer i tråd med Norges Banks sentraliserte styringsmodell hvor viktige beslutninger i forvaltningen av SPU tas i Norge.

Saken reiser komplekse problemstillinger som må utredes før Norges Bank kan beslutte hvordan investeringene i unotert eiendom i SPU skal organiseres. En slik problemstilling er skatteposisjonen til selskaper som inngår i en norsk holdingstruktur. I forbindelse med Revidert nasjonalbudsjett 2017 vedtok Stortinget et skattefritak for passiv avkastning i SPU som blir opptjent i selskap som heleies direkte eller indirekte av Norges Bank, se Prop. 130 LS (2016–2017). Etter dette har Norges Bank investert i unotert eiendom i Asia gjennom to norske datterselskaper. Det arbeides videre med andre relevante problemstillinger og Finansdepartementet vil komme tilbake til saken.

3.9 Retningslinjer for statsobligasjoner

Ved behandlingen av fondsmeldingen for 2015 ba Stortingets finanskomité om at det ble vurdert retningslinjer for fondets investeringer i statsobligasjoner, som et verktøy for Norges Bank i vurderingen av finansiell risiko. Finansdepartementet redegjorde for saken i fondsmeldingen våren 2017, og vurderte hensynet til finansiell risiko ved investeringer i statsobligasjoner som godt ivaretatt i gjeldende mandat for Norges Banks forvaltning av SPU. Samtidig ble det lagt opp til å styrke rammeverket med to nye bestemmelser i mandatet. Finanskomiteen sluttet seg til dette.

De to nye mandatbestemmelsene ble fastsatt 31. august 2017, med virkning fra 1. januar 2018. Den første bestemmelsen (§ 4-10 første ledd annet punktum) innebærer at Norges Banks hovedstyre skal godkjenne alle utstederland av statsobligasjoner, herunder land som utsteder statsobligasjoner i fremmed valuta. Godkjenningen skal baseres på en vurdering av all relevant investeringsrisiko og operasjonell risiko. Departementet ble i brev 18. desember 2017 fra Norges Bank orientert om hvilke utstederland som så langt var godkjent av bankens hovedstyre. Den andre bestemmelsen (§ 6-2 tredje ledd bokstav i) innebærer at banken i sin årlige rapportering om forvaltningen av SPU skal redegjøre for rutiner og systemer for godkjenning av utstedere av statsobligasjoner. Målet er å legge til rette for størst mulig åpenhet om forvaltningen av fondet, i tråd med gjeldende krav i mandatet for SPU.

4 Statens pensjonsfond Norge: strategi og resultater

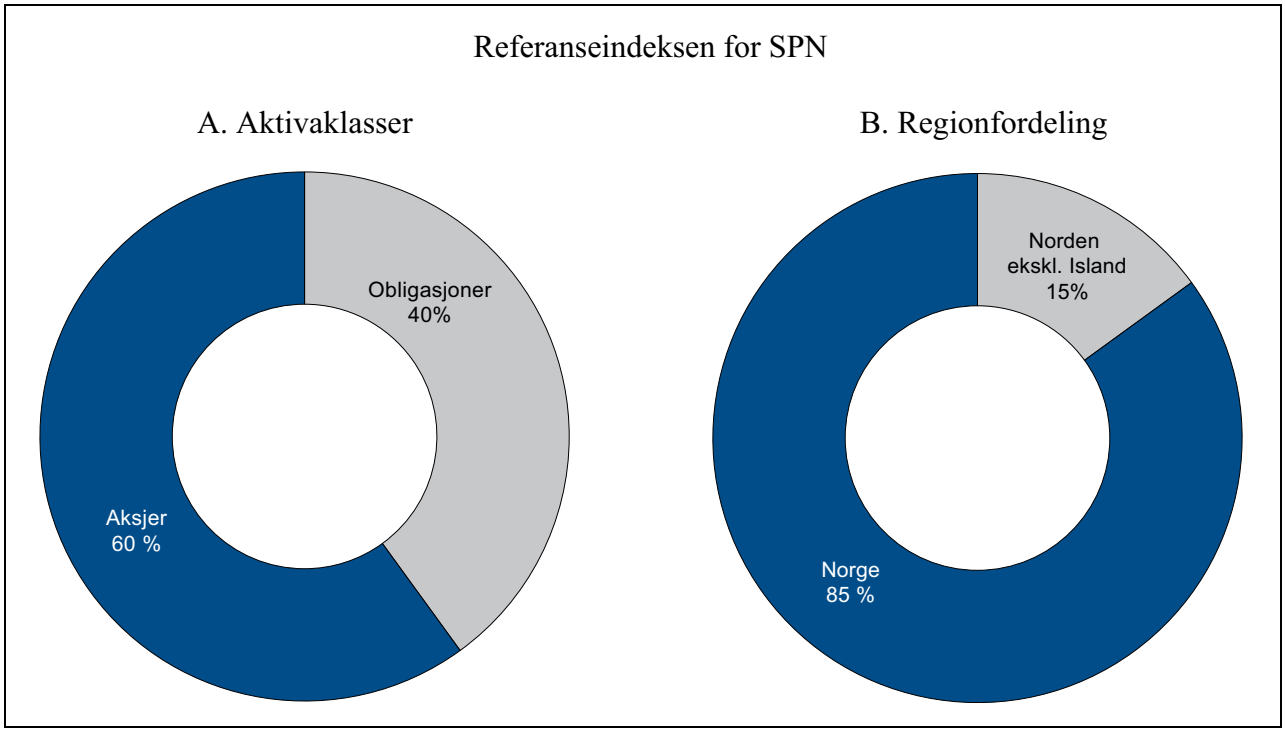
4.1 Dagens investeringsstrategi

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge (SPN) innenfor et mandat fra Finansdepartementet. Avkastningen av SPN overføres ikke til statskassen, men legges løpende til kapitalen.

Målet for forvaltningen av SPN er høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Avkastningen måles etter kostnader, og i norske kroner. Investeringsstrategien fremgår av mandatet fra Finansdepartementet, og er uttrykt blant annet gjennom valgte referanseindekser og risikorammer. Den strategiske referanseindeksen for SPN er sammensatt av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. Den geografiske fordelingen av referanseindeksen har en andel på 85 pst. i Norge og 15 pst. i Norden for øvrig utenom Island, se figur 4.1.

Særtrekk ved SPN, som størrelse og langsiktighet, skiller fondet fra mange andre investorer i det norske og nordiske kapitalmarkedet. Størrelse 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. En lang tidshorisont legger til rette for å utnytte langsiktige forvaltningsstrategier, som å opptre motsyklisk og høste tidsvarierende risikopremier. Fondets langsiktighet innebærer også at det har interesse av å arbeide for velfungerende og effektive markedsplasser. Folketrygdfondets ansvarlige forvaltning av SPN er omtalt i avsnitt 5.2.

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



Figur 4.1 Strategisk referanseindeks for SPN. Prosent

Kilde: Finansdepartementet.

For å unngå markedspåvirkning, samt å sørge for en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget, er de detaljerte reglene for tilbakevekting unntatt offentlighet.

I mandatet fra Finansdepartementet er det åpnet for at Folketrygdfondet kan avvike fra referanseindeksen innenfor gitte risikorammer. Formålet er å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og oppnå meravkastning over tid. Adgangen til å avvike fra indeksen er rammet inn gjennom en grense for forventet relativ volatilitet, fastsatt til 3 prosentenheter. Rammen sier noe om hvor mye avkastningen av SPN normalt vil kunne forventes å avvike fra referanseindeksens avkastning. I tillegg til forventet relativ volatilitet er det fastsatt supplerende risikorammer for forvaltningen.

Mandatet for SPN åpner for investeringer i unoterte selskaper i de tilfeller hvor selskapets styre har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert markedsplass. Det er ingen generell adgang til å investere fondet i unoterte eiendeler som eiendom og infrastruktur.

4.2 Resultater

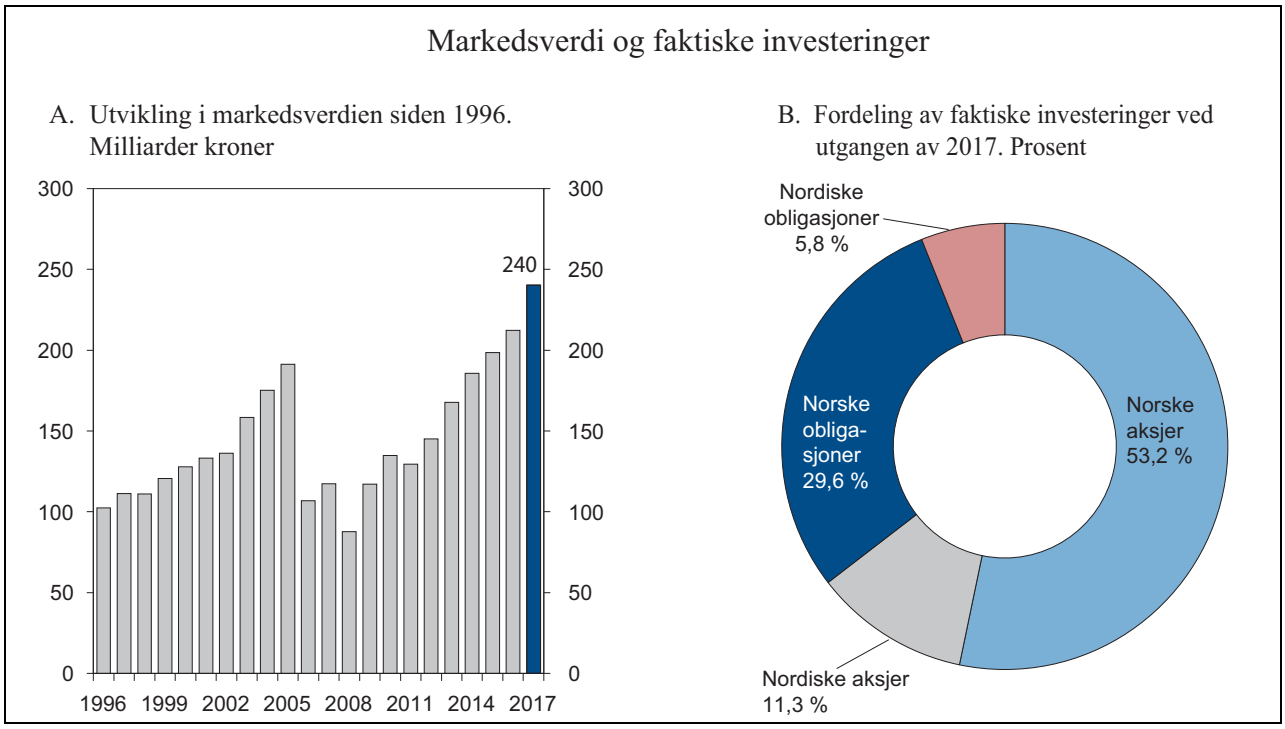
4.2.1 Markedsutvikling

Norske børsnoterte selskaper hadde samlet sett en god verdiutvikling i 2017. Hovedindeksen ved Oslo Børs steg 19,1 pst. Det var god verdiutvikling også i de øvrige nordiske aksjemarkedene hvor SPN er investert, men med noe forskjeller mellom landene. Målt i lokal valuta steg aksjemarkedene i Danmark, Finland og Sverige med henholdsvis 16,1 pst., 4,0 pst. og 6,6 pst.[1]

For 2017 sett under ett var det små endringer i renten på norske statsobligasjoner med lang tid til forfall. Ved utgangen av 2017 var renten på norske tiårige statsobligasjoner om lag 1,6 pst. Rentene på tilsvarende obligasjoner utstedt av Danmark, Finland og Sverige var på samme tidspunkt i intervallet 0,5–0,8 pst., etter å ha økt noe gjennom året.

Private selskaper må normalt betale en høyere rente enn stater for å låne penger. Differansen kalles kredittpåslag og falt i 2017, spesielt for obligasjonslån utstedt av selskaper innen oljerelatert virksomhet og for obligasjoner med fortrinnsrett.

[1] Avkastningen av det danske, finske og svenske aksjemarkedet i 2017 tar utgangspunkt i henholdsvis OMXCB-, OMXHB- og OMXSB-indeksen.



Figur 4.2 Markedsverdien av SPN siden 1996 og fordelingen av fondets investeringer ved utgangen av 2017[1]

[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.

Tabell 4.1 Avkastning av SPN i 2017, siste 3, 5 og 10 år, samt i periodene 2007–2017 og 1998–2017, målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2017	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	2007–2017	1998–2017
SPN						
Portefølje	13,25	9,05	10,67	7,50	7,71	7,59
Referanseindeks	12,79	8,34	9,97	6,59	6,65	7,04
Meravkastning (prosentenheter)	0,46	0,71	0,70	0,91	1,06	0,56
Aksjer[1]						
Portefølje	19,34	13,15	14,77	6,99	7,64	8,85
Referanseindeks	19,12	12,22	13,89	5,79	6,14	7,50
Meravkastning (prosentenheter)	0,22	0,92	0,87	1,20	1,49	1,36
Obligasjoner[2]						
Portefølje	3,64	2,91	4,30	6,26	5,93	5,77
Referanseindeks	2,87	2,47	3,76	5,40	5,18	5,51
Meravkastning (prosentenheter)	0,77	0,44	0,55	0,86	0,76	0,26
Realavkastning						
Inflasjon	1,88	2,53	2,35	2,21	2,07	2,08
Kostnader	0,07	0,08	0,08	0,09	0,08	0,05
Netto realavkastning	11,09	6,28	8,05	5,10	5,44	5,35

[1] Første nordiske aksjeinvestering ble gjort i mai 2001.
[2] Første nordiske obligasjonsinvestering ble gjort i februar 2007.
Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

4.2.2 Markedsverdi

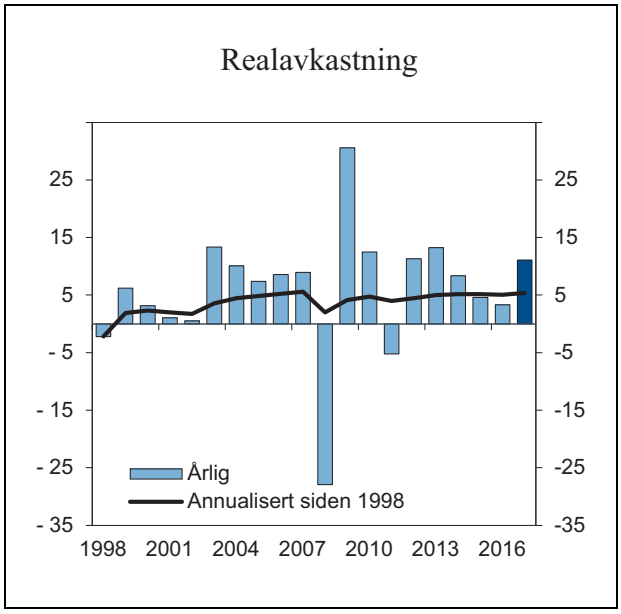
SPN hadde ved utgangen av 2017 en markedsverdi på 240 mrd. kroner, se figur 4.2A. Det er en økning på nærmere 28 mrd. kroner etter fradrag for forvaltningskostnader, sammenlignet med verdien ved inngangen til året. Fondets aksjeportefølje hadde på samme tid en markedsverdi på om lag 155 mrd. kroner, hvorav verdien av aksjer i norske selskaper var 128 mrd. kroner og verdien av aksjer i de øvrige nordiske landene var 27 mrd. kroner. Obligasjonsporteføljen hadde en verdi på om lag 85 mrd. kroner, fordelt på om lag 71 mrd. kroner i obligasjoner fra utstedere i Norge og nærmere 15 mrd. kroner i obligasjoner fra utstedere i andre nordiske land.[2] Fordelingen av investeringene i SPN ved utgangen av 2017 er vist i figur 4.2B.

4.2.3 Avkastning

Avkastningen av SPN i 2017 var 13,2 pst. målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader, se tabell 4.1. Det var positiv avkastning i både aksje- og obligasjonsporteføljen. Siden januar 1998[3] har gjennomsnittlig årlig avkastning av SPN vært 7,6 pst. Det tilsvarer en gjennomsnitt-

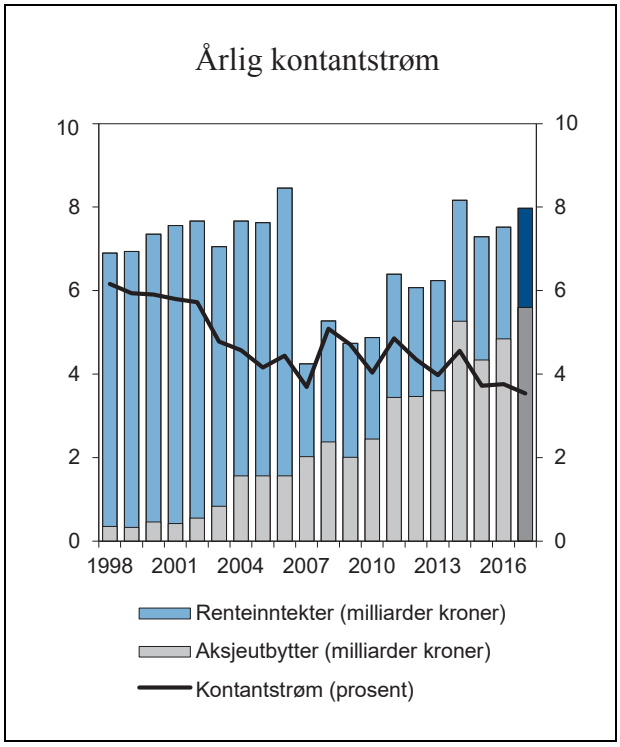
[2] Nettoverdien av obligasjonsporteføljen inkluderer også rente- og valutasikringer, sikkerhetsstillelser, likviditet og mottatt kontantsikkerhet fra verdipapirutlån. Disse er medregnet i verdien av obligasjoner fra utstedere i Norge.

[3] Avkastningstallene for SPN er fra 1998 verifisert i henhold til standarden Global Investment Performance Standard (GIPS). Finansdepartementet benytter januar 1998 som utgangspunkt for beregninger av fondets historiske avkastning.



Figur 4.3 Realavkastning av SPN etter forvaltningskostnader. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.



Figur 4.4 Utvikling i årlig kontantstrøm i SPN siden 1998. Milliarder kroner og som andel av gjennomsnittlig fondsverdi[1]

[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.

lig årlig realavkastning etter kostnader på 5,3 pst., se figur 4.3.

Den norske kronen svekket seg mot euro og svenske og danske kroner i 2017. Det medførte at avkastningen av SPNs investeringer i Danmark, Sverige og Finland var høyere målt i norske kroner enn i lokal valuta.

Obligasjonsinvesteringene i SPN gir løpende renteinntekter til fondet. Også aksjeinvesteringene gir inntekter, siden mange selskaper utbetaler utbytte til aksjonærene. Sammen med såkalte omvurderinger eller endringer i aksje- og obligasjonskurser utgjør disse kontantstrømmene avkastningen av SPN. I 2017 var summen av aksjeutbytter og renteinntekter 8,0 mrd. kroner, eller om lag 3,5 pst. målt som andel av gjennomsnittlig verdi av SPN, se figur 4.4. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig kontantstrøm i SPN tilsvart 4,7 pst., målt som andel av gjennomsnittlig verdi av fondet.

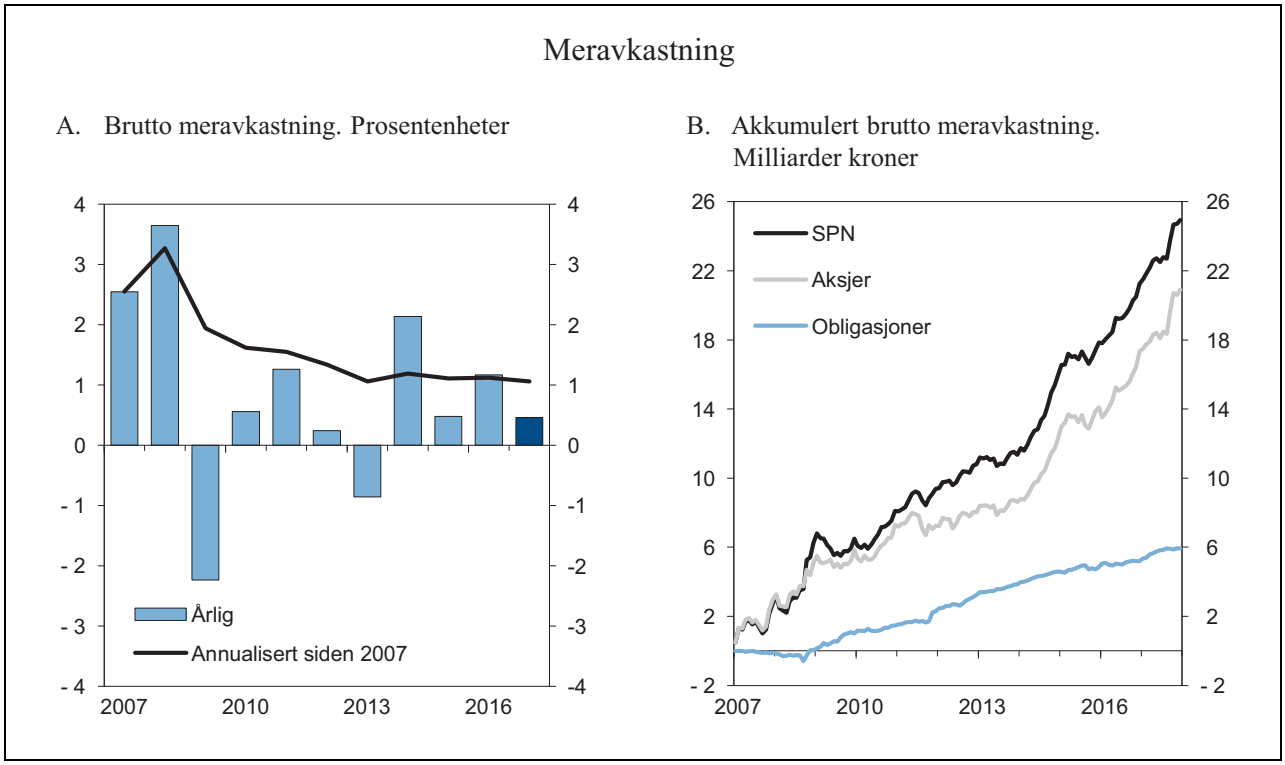
Aksjer

Avkastningen av aksjeporteføljen i SPN var 19,3 pst. i 2017, se tabell 4.1. Det var høyest avkastning av aksjeinvesteringer innen sektorene telekommunikasjon og materialer. Økt oljepris bidro til god avkastning fra selskaper innen oljeutvinning, mens det var svakere avkastning fra enkelte selskaper i leverandørindustrien. Aksjeinvesteringene i selskaper innen konsumvare- og forbruksvaresektorene ga lavest avkastning i 2017. Et betydelig fall i lakseprisen bidro til svak verdiutvikling i selskaper innen fiskeoppdrett, som inngår i konsumvaresektoren. Aksjer i nordiske selskaper hadde i gjennomsnitt lavere avkastning enn aksjer i norske selskaper, målt i lokal valuta. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig avkastning av aksjeporteføljen vært 8,9 pst.

Obligasjoner

Avkastningen av obligasjonsporteføljen i SPN var 3,6 pst. i 2017. Det var høyest avkastning av investeringene i ansvarlige lån og i høyrenteobligasjoner utstedt av industriselskaper. Investeringer i obligasjoner med fortrinnsrett i boliglån og i obligasjoner utstedt av offentlig sektor utenom stat ga lavest avkastning. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig avkastning av obligasjonsporteføljen vært 5,8 pst.

Rentenivået i 2017 var noe høyere i Norge enn i de øvrige nordiske landene. Det bidro til høyere renteinntekter fra de norske obligasjonene i obli-



Figur 4.5 Brutto meravkastning (differanseavkastning) av Folketrygdfondets forvaltning av SPN i 2017 og siden 2007

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

gasjonsporteføljen. Renteendringer medfører samtidig omvurderinger av obligasjonsverdiene. Jo lengre løpetid en obligasjon har, desto større blir omvurderingen som følge av en gitt renteendring. For en obligasjonsportefølje benyttes gjerne målet *durasjon*, som angir gjennomsnittlig løpetid for alle obligasjonene i porteføljen basert på en vekting av alle fremtidige rente- og kupongutbetalinger. Jo lengre durasjon, desto større kurstap eller kursgevinster i obligasjonsporteføljen ved henholdsvis renteøkninger eller rentefall. Ved utgangen av 2017 hadde obligasjonsporteføljen i SPN en durasjon på 4,6 år, om lag som for referanseindeksen. Renten på femårige norske statsobligasjoner var om lag uendret i 2017, mens tilsvarende renter for obligasjoner utstedt av de øvrige nordiske landene steg noe. Det bidro isolert sett til kurstap på de nordiske obligasjonsinvesteringene, målt i lokal valuta.

Reduserte kredittpåslag i 2017 bidro isolert sett til kursgevinster på obligasjoner utstedt av private selskaper.

4.2.4 Meravkastning i forvaltningen

Folketrygdfondet kan avvike fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet innenfor de rammer som er fastsatt i mandatet for SPN.[4] Rammene legger til rette for at Folketrygdfondet har et visst handlingsrom til å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og søke å oppnå meravkastning over tid.

Avkastningsforskjellen mellom de faktiske investeringene og referanseindeksen omtales som brutto meravkastning, og er et mål på de resultater som Folketrygdfondet har oppnådd i forvaltningen av SPN. Dette resultatmålet reflekterer arbeidsdelingen mellom departementet og Folketrygdfondet på en god måte, og er også et rimelig anslag på netto verdiskaping i forvaltningen. Se fondsmeldingen som ble lagt frem våren 2016 for en nærmere omtale av brutto meravkastning som resultatmål for forvaltningen.

[4] 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.

Meravkastning i 2017

Folketrygdfondet oppnådde i 2017 en avkastning av SPN som var 0,5 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen, se tabell 4.1. Meravkastningen skyldes en noe annen sammensetning av investeringene i SPN enn i referanseindeksen. I 2017 var avkastningen av aksjeporteføljen 0,2 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for aksjer, mens avkastningen av obligasjonsporteføljen var 0,8 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for obligasjoner. Fordelt på sektorer var det aksjer i selskaper innen energi- og informasjonsteknologisektorene som bidro mest til meravkastningen i aksjeforvaltningen, mens kredittpremier fra investeringer i ansvarlige lån og høyrenteobligasjoner utstedt av industribedrifter bidro mest til meravkastningen i obligasjonsforvaltningen. Inntekter fra utlån av verdipapirer til andre investorer bidro også til meravkastningen. Bidragene til samlet meravkastning fra ulike investeringsstrategier er omtalt i avsnitt 4.2.8.

Meravkastning over tid

Finansdepartementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra forvaltningen av SPN i størrelsesorden ¼ – ½ prosentenheter. Siden januar 2007 har Folketrygdfondet oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning av SPN som er 1,1 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Den oppnådde brutto meravkastningen i SPN i perioden 2007–2017 kan anslås å tilsvare nærmere 25 mrd. kroner.[5] Figur 4.5 viser utviklingen i brutto meravkastning.

4.2.5 Risikojustert avkastning

En annen sammensetning av investeringene i SPN enn i referanseindeksen innebærer risiko for at avkastningen kan avvike fra avkastningen av referanseindeksen. Dette omtales som *relativ risiko*, og kan måles ved standardavviket (volatiliteten) i meravkastningen. I mandatet for forvaltningen av SPN er den sentrale rammen for avvik fra referanseindeksen fastsatt til 3 prosentenheter, målt ved forventet relativ volatilitet. Rammen innebærer at forvaltningen av SPN skal legges opp med sikte på at forventet annualisert avkastning av fondet normalt ikke avviker med mer enn 3 prosentenheter fra referanseindeksen, se avsnitt 4.1.

En noe annen sammensetning av investeringene i SPN enn i referanseindeksen medfører samtidig at svingningene i avkastningen av fondet kan bli noe høyere eller lavere enn i referanseindeksen. Avkastningssvingninger omtales som *absolutt risiko*, og kan måles ved standardavviket (volatiliteten) til avkastningen.

I finanslitteraturen benyttes ulike modeller og måltall for å vurdere meravkastning i forhold 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 som ble lagt frem våren 2016. Finansdepartementet gjennomgår regelmessig forvaltningen av SPN, hvor risikotakingen analyseres og vurderes. Analysene av risikotaking i de siste gjennomgangene av forvaltningen av SPN i 2011 og 2015 tydet på at Folketrygdfondets oppnådde meravkastning ikke kunne forklares med økt systematisk risikotaking.

Sharpe-rate

Sharpe-raten måler forholdet mellom avkastningen av SPN utover en risikofri plassering av kapitalen og den absolutte risikoen i fondet. I 2017 oppnådde Folketrygdfondet en Sharpe-rate for SPN som var om lag 0,1 høyere enn for referanseindeksen, se tabell 4.2 og figur 4.6A. Det tyder på at Folketrygdfondets forvaltning bidro til et noe bedre forhold mellom avkastning og risiko i SPN sammenlignet med å investere i tråd 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.

[5] 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 2017 og en tenkt portefølje der kapitalen ved inngangen til 2007 forrentes med avkastningen av referanseindeksen for fondet frem til utgangen av 2017. En tidvis noe annen fordeling mellom aksjer og obligasjoner i fondet enn i referanseindeksen fra Finansdepartementet, såkalte allokeringseffekter, medfører at samlet kumulativ avkastning av SPN er noe lavere enn summen av aksje-og obligasjonsporteføljene separat.

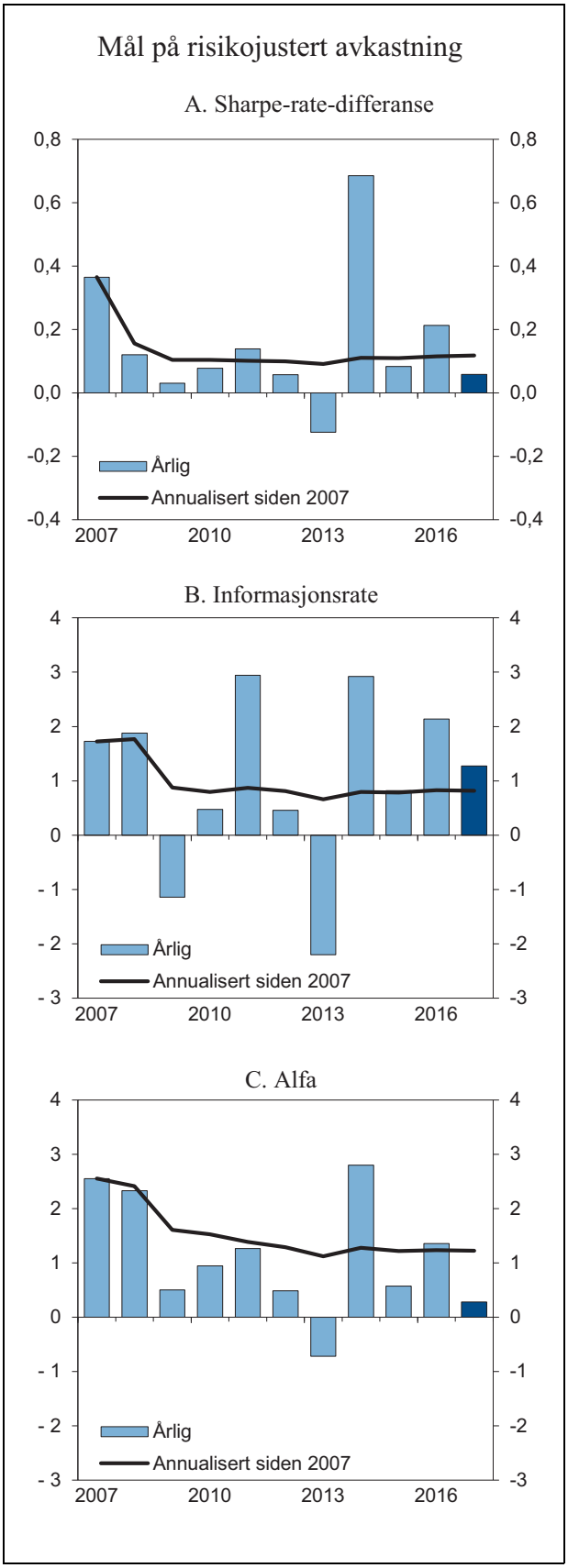
Tabell 4.2 Risiko og risikojustert avkastning i SPN i 2017, siste 3, 5 og 10 år, samt i periodene 2007–2017 og 1998–2017. Årlige tall basert på månedlige observasjoner[1]

	2017	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	2007–2017	1998–2017
SPN						
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	4,21	5,74	5,44	10,46	10,17	8,04
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	4,16	5,90	5,64	11,07	10,76	8,57
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,32	0,46	0,54	1,11	1,13	1,18
Sharpe-rate-differanse	0,06	0,15	0,17	0,10	0,12	0,09
Informasjonsrate	1,27	1,40	1,16	0,71	0,82	0,40
Alfa[2] (prosentenheter)	0,28	0,87*	0,98*	1,09*	1,22*	0,74*
Aksjeporteføljen						
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	6,87	9,68	9,11	18,37	17,85	19,20
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	6,69	9,93	9,45	19,49	18,94	20,41
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,59	0,72	0,88	1,91	1,94	3,38
Sharpe-rate-differanse	-0,04	0,11	0,13	0,07	0,08	0,07
Informasjonsrate	0,33	1,11	0,84	0,47	0,61	0,30
Alfa[2] (prosentenheter)	-0,19	1,11*	1,24*	1,24*	1,53*	1,44*
Obligasjonsporteføljen						
Absolutt volatilitet portefølje (pst.)	1,44	1,93	2,20	2,61	2,56	2,52
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	1,48	2,03	2,32	2,64	2,58	2,80
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,31	0,43	0,37	0,65	0,63	0,75
Sharpe-rate-differanse	0,57	0,27	0,31	0,33	0,29	0,18
Informasjonsrate	2,37	1,01	1,41	1,25	1,13	0,32
Alfa[2] (prosentenheter)	0,88*	0,56*	0,71*	0,96*	0,83*	0,52*

[1] Folketrygdfondet benytter i sin rapportering ukentlige observasjoner som grunnlag for beregning av relativ volatilitet, Sharpe-rate-differanse og informasjonsrate i 2017. Det gir i noen tilfeller avvik sammenlignet med Finansdepartementets beregninger.

[2] En * 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.



Figur 4.6 Risikojustert avkastning for SPN. Årlig og siden 2007

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

Informasjonsrate

Informasjonsraten måler meravkastningen Folketrygdfondet har oppnådd i forvaltningen i forhold til den relative risikoen. I 2017 var informasjonsraten for SPN 1,3, se tabell 4.2 og figur 4.6B. Det betyr at hver prosentenhet relativ risiko i gjennomsnitt ble kompensert med 1,3 prosentenheter meravkastning. Målt på denne måten bidro Folketrygdfondets forvaltning til at SPN ble svært godt kompensert for den relative risikoen, særlig i obligasjonsporteføljen. Siden januar 2007 har Folketrygdfondet oppnådd en informasjonsrate for SPN på 0,8. Fondet har i denne perioden fått bedre betalt for den relative risikoen i obligasjonsporteføljen enn i aksjeporteføljen.

Alfa

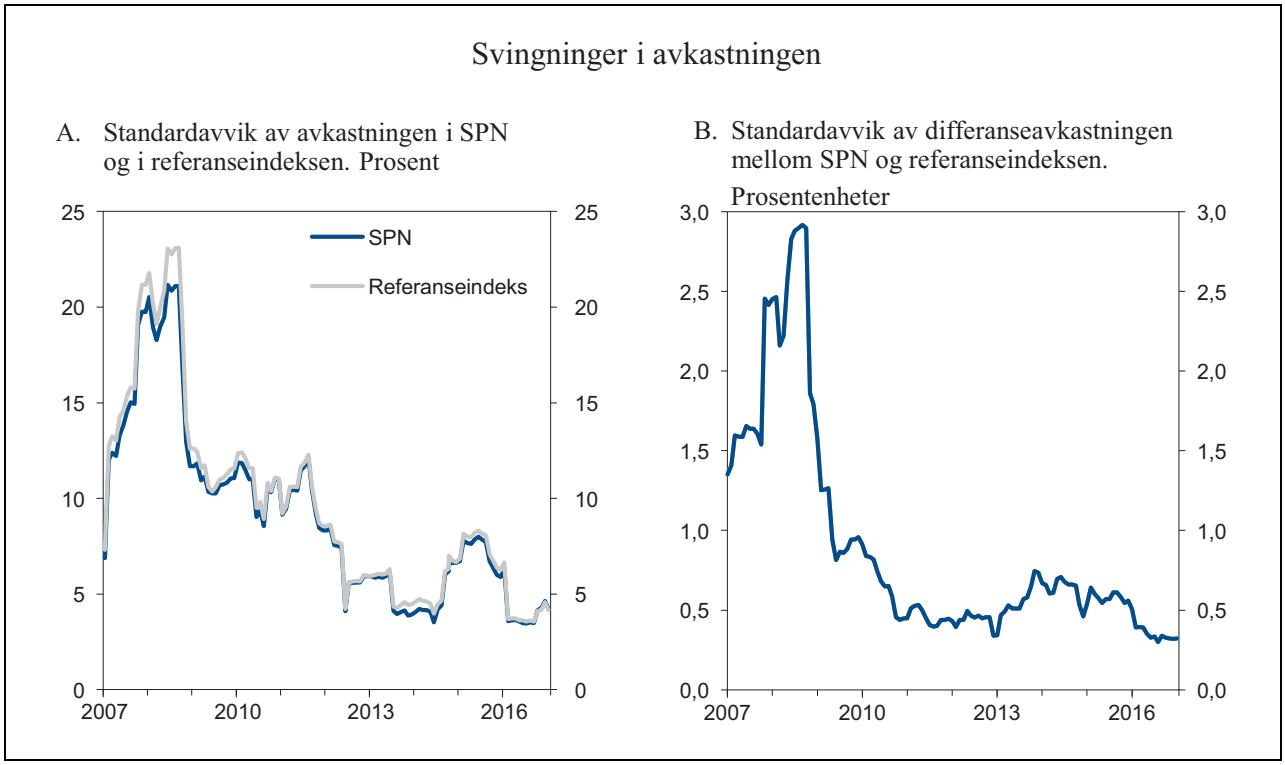
Alfa er et modellbasert mål for risikojustert meravkastning. I beregningen av alfa justeres Folketrygdfondets meravkastning for avkastningen som er oppnådd ved å ta mer eller mindre systematisk risiko enn i referanseindeksen. I 2017 var alfa for SPN 0,3 prosentenheter, se tabell 4.2 og figur 4.6C. Et anslag for alfa som er større enn null kan tyde på at meravkastningen av SPN er høyere enn det som følger av en ren kompensasjon for systematisk risikotaking. Siden januar 2007 har Folketrygdfondet oppnådd en årlig alfa i forvaltningen av SPN på 1,2 prosentenheter i gjennomsnitt. Det er høyere enn den målte meravkastningen i samme periode, se tabell 4.1.

4.2.6 Risiko og rammer

Absolutt risiko

Folketrygdfondet har beregnet at *forventede svingninger* i avkastningen av SPN ved utgangen av 2017 var 7,4 pst., målt ved årlig standardavvik. Det tilsvarer forventede svingninger i verdien av SPN på om lag 18 mrd. kroner. Under en antakelse om normalfordelte avkastningstall forventes svingningene i ett av tre år å være større enn det årlige standardavviket.

Absolutt risiko i SPN og i aksje- og obligasjonsporteføljene, basert på faktiske månedlige avkastningstall, viser at *historiske svingninger* i SPN i de fleste perioder har vært lavere enn svingningene i referanseindeksen, se tabell 4.2 og figur 4.7A. Folketrygdfondets forvaltning har dermed historisk bidratt til å redusere svingningene i avkastningen av SPN. Samtidig viser figuren at svingningene i referanseindeksen i stor grad bestemmer avkast-



Figur 4.7 Rullerende tolvmåneders standardavvik i avkastningen av SPN og referanseindeksen samt differanseavkastningen

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

ningssvingningene i fondet. I forbindelse med gjennomgangen av Folketrygdfondets forvaltning av SPN, omtalt i fondsmeldingen som ble lagt frem våren 2015, viste Finansdepartementets beregninger at over 98 pst. av svingningene i avkastningen av SPN i perioden 1998–2014 kunne forklares av svingninger i avkastningen av referanseindeksen. Departementet viste samtidig til at andelen av svingningene som kan forklares av svingninger i referanseindeksen har økt over tid.

Relativ risiko

Ved utgangen av 2017 var *forventet relativ volatilitet* i SPN 0,5 prosentenheter, noe som er 0,1 prosentenheter lavere enn 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 avkastningsforskjellen mellom SPN og fondets referanseindeks vært om lag 0,3–0,4 prosentenheter, se figur 4.7B. Bidragene til realisert forventet volatilitet fra ulike investeringsstrategier er omtalt i avsnitt 4.2.8. Både forventet og realisert relativ volatilitet var ved utgangen av 2017 på et lavt nivå sammenlignet med gjennomsnittet siden januar 2007. Dette samsvarer med analysene som viser at svingninger i avkastningen av referanseindeksen forklarer en stor og økende del av avkastningen av SPN.

Relativ volatilitet påvirkes generelt av flere faktorer, inkludert svingninger i markedet. I perioder med store markedsbevegelser må en derfor regne med at relativ volatilitet vil øke, selv uten endringer i sammensetningen av investeringene. I fondsmeldingen som ble lagt frem våren 2015 ble det gitt en nærmere omtale av forhold som påvirker den målte relative volatiliteten.

Ekstremavviksrisiko

Risikomålet *forventet ekstremavviksrisiko* måler hvor stort negativt avvik som kan forventes mellom avkastningen av SPN og referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet i ekstreme tilfeller. Et slikt risikomål kan bedre fange opp risiko ved strategier som gjerne bidrar positivt til meravkastningen over tid, men som i perioder kan medføre store tap. Risikomålet skal supplere forventet relativ volatilitet, som måler hvor stort

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 har inntruffet med en portefølje som i dag. Ved utgangen av 2017 var annualisert forventet ekstremavviksrisiko i SPN 1,9 prosentenheter, noe som er godt innenfor rammen på 9 prosentenheter fastsatt av Folketrygdfondets styre. Den målte ekstremavviksrisikoen innebærer at en i ekstreme markedssituasjoner må forvente en annualisert avkastning av SPN som er 1,9 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen.

Kredittrisiko

Basert på markedsverdien av og kredittkarakteren[7] til obligasjonslånene i porteføljen, kan det beregnes en samlet verdivektet kredittkvalitet for SPNs obligasjonsinvesteringer. Ved utgangen av 2017 var verdivektet kredittkvalitet for obligasjonsinvesteringene, målt ved kredittkarakter, AA. Det var uendret sammenlignet med inngangen til året. Folketrygdfondet har i 2017 redusert andelen lån med lavest kredittkvalitet, såkalte høyrenteobligasjoner, og økt andelen lån med høyest kredittkvalitet.

Høyrenteobligasjoner inngår ikke i referanseindeksen for SPN. Finansdepartementet har i mandatet for forvaltningen av SPN åpnet for at Folketrygdfondet kan investere i høyrenteobligasjoner, innenfor en ramme.[8] Ved utgangen av 2017 utgjorde høyrenteobligasjoner 5,8 pst. av markedsverdien av selskapsobligasjonene i SPN, eller 4,4 pst. av obligasjonsinvesteringene samlet sett. Det er godt innenfor rammen fra departementet.

Enkeltinvesteringer

SPN skal være en finansiell investor, og det er et mål å spre risikoen på mange ulike verdipapirer. Finansdepartementet har fastsatt i mandatet for forvaltningen av SPN at fondet maksimalt kan eie inntil 15 pst. av aksjekapitalen eller egenkapitalbevisene i ett enkelt selskap i Norge, og inntil 5 pst. i ett enkelt selskap i Sverige, Danmark og Finland. Ved utgangen av 2017 var den største eierandelen i ett enkelt selskap i Norge 13,4 pst., mens den var 2,0 pst. i de øvrige nordiske landene SPN er investert i.

4.2.7 Forvaltningskostnader

Folketrygdfondet får dekket faktiske årlige forvaltningskostnader for SPN innenfor en ramme fastsatt av Finansdepartementet. For 2017 ble det fastsatt en kostnadsramme på 176 mill. kroner, inkludert investeringer. Folketrygdfondets forvaltningskostnader for SPN utgjorde 166,3 mill. kroner, inkludert et utbytte på 0,6 mill. kroner til staten. Investeringer i varige driftsmidler og immaterielle eiendeler utgjorde 5,7 mill. kroner. Samlet var forvaltningskostnader og investeringer godt innenfor rammen fastsatt av departementet. Målt som andel av gjennomsnittlig kapital til forvaltning i 2017 utgjorde forvaltningskostnadene 7,4 basispunkter (0,074 pst.).

Kostnadsutvikling over tid

Figur 4.8 viser utviklingen i forvaltningskostnadene for SPN over tid. Kostnadene økte betydelig i 2007 og 2008, både målt i kroner og i basispunkter. Dette 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 flere ansatte. Sammen med generell lønnsøkning har dette bidratt til økte kostnader over tid. Målt som andel av kapital til forvaltning har forvaltningskostnadene for SPN vært forholdsvis stabile de siste årene.

Internasjonal sammenligning av kostnadene

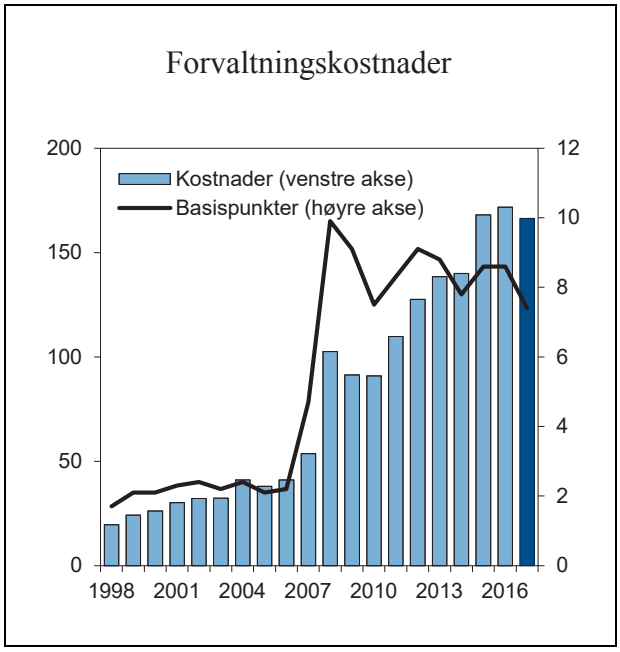
Det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. (CEM) sammenligner på oppdrag fra Finansdepartementet kostnadene i SPN med kostnadene i andre fond internasjonalt. I rappor-

---

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

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

8 Høyrenteobligasjoner skal under normale markedsforhold ikke utgjøre mer enn 25 pst. av netto markedsverdi av obligasjonsporteføljen, fratrukket statsobligasjoner.



Figur 4.8 Forvaltningskostnader for SPN i 2017 og siden 1998. Millioner kroner (venstre akse) og basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

ten for 2016, som er den nyeste rapporten og tilgjengelig på departementets nettsider, fremgår det at kostnadene i SPN er vesentlig lavere enn for andre sammenlignbare fond. Dette skyldes i hovedsak at SPN ikke er investert i aktiva som unoterte aksjer og unotert eiendom og 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 slike forskjeller i aktivafordeling. Den viktigste forklaringen på dette er at all forvaltning av SPN gjøres internt i Folketrygdfondet og at den interne forvaltningen har lave kostnader sammenlignet med andre fond.

4.2.8 Resultater av Folketrygdfondets investeringsstrategier

Strategier

De ulike investeringsstrategiene som benyttes i forvaltningen av SPN er beskrevet i Folketrygdfondets strategiplan.[9] I aksjeforvaltningen vektlegger Folketrygdfondet strategier innenfor *verdipapirvalg*. Verdipapirvalgene reflekterer ifølge Folketrygdfondet en avveiing av kvantitative og kvalitative kriterier både på selskapsnivå og overordnet for porteføljen. Det vises blant annet til:

- *Kvalitetsselskaper*. Folketrygdfondet forsøker å identifisere selskaper som i stor grad oppfyller enkelte kvalitative kriterier. Disse selskapene har gjerne lav variasjon i resultater og prising, sammenlignet med gjennomsnittet for referanseindeksen.
- *Strukturelle trender*. Folketrygdfondet vektlegger å være tidlig ute med å identifisere vesentlige endringer i rammebetingelser som kan påvirke forretningsmulighetene for sektorer og selskaper.
- *Overoptimisme*. Folketrygdfondet søker å investere mindre i – eller unngå helt – selskaper som det etter Folketrygdfondets syn er for positive forventninger til, og investere mer i selskaper der markedsforventningene er overdrevet pessimistiske.

I strategiplanen vises det videre til at de ulike strategiene for verdipapirvalg i aksjeforvaltningen gjerne medfører at SPN har en større andel av investeringene i store selskaper og en mindre andel av investeringene i små og mellomstore selskaper, sammenlignet med referanseindeksen. Det har historisk medført noe lavere risiko i aksjeporteføljen, sammenlignet med referanseindeksen.

For obligasjonsforvaltningen viser strategiplanen blant annet til en strategi for å søke å høste *kredittpremier*, spesielt innen høyrenteobligasjoner. Høyrenteobligasjoner inngår ikke i referanseindeksen fra Finansdepartementet. Folketrygdfondet benytter også en strategi for *renteavvik*, som søker å oppnå meravkastning i obligasjonsporteføljen ved tidvis å ha en annen løpetidssammensetning enn i referanseindeksen.

Folketrygdfondet har videre etablert såkalte *avledede strategier*. Disse strategiene søker å oppnå meravkastning gjennom hovedsakelig verdipapirutlån, likviditetsforvaltning i aksje- og obligasjonsporteføljene, samt volatilitetsstrategier. Disse avledede strategiene kan ifølge Folketrygdfondet innebære en viss grad av belåning for en effektiv gjennomføring, og kan medføre enkelte perioder med store tap. Det forventes samtidig positiv avkastning over tid.

En annen aktivaklassefordeling enn referanseindeksen, såkalt *allokering*, er ifølge Folketrygdfondet ikke en strategi som vektlegges i utnyttelsen av risiko- og kostnadsrammene.

[9] Strategiplanen er tilgjengelig på Folketrygdfondets nettsider.

Tabell 4.3 Bidrag til brutto meravkastning, forvaltningskostnader og forventet relativ volatilitet fra de ulike investeringsstrategiene i 2017. Prosentenheter

	Aksje-porteføljen	Obligasjons-porteføljen	Aktivaklasse-allokering	Totalt	Bidrag til for-valtningskost-nadene[1]	Bidrag til for-ventet relativ volatilitet[2]
Aksjeforvaltningen	0,09	–	0,00	0,09	0,04	0,43
kvalitetsselskaper	-0,02	–	–	–	–	–
strukturelle trender	0,20	–	–	–	–	–
overoptimisme	0,27	–	–	–	–	–
annet	-0,35	–	–	–	–	–
Obligasjonsforvaltningen	–	0,31	0,00	0,31	0,03	0,06
kredittutstedere	–	0,23	–	–	–	–
renteavvik	–	0,02	–	–	–	–
annet	–	0,05	–	–	–	–
Avledede strategier	0,05	0,01	–	0,06	0,01	0,00
Totalt	0,14	0,32	0,00	0,46	0,07	0,49

[1] Bidrag til fondets totale forvaltningskostnader. Inkludert kostnader ved både aktiv og passiv forvaltning.
[2] Målt ved utgangen av 2017.
Kilde: Folketrygdfondet.

Resultater i 2017

Ifølge Folketrygdfondet skyldes meravkastningen i SPN i 2017 i hovedsak strategiene for strukturelle trender og overoptimisme i aksjeforvaltningen, samt strategien for å høste kredittpremier i obligasjonsforvaltningen, se tabell 4.3. Avledede strategier bidro med 0,1 prosentenheter, og skyldtes i all hovedsak inntekter fra utlån av verdipapirer i aksjeporteføljen.

I aksjeforvaltningen medførte strategiene blant annet at SPN hadde en større andel av investeringene i industriselskaper og selskaper innen fiskeoppdrett, og en mindre andel av investeringene i selskaper innen informasjonsteknologi, sammenlignet med referanseindeksen. I obligasjonsforvaltningen medførte strategiene en lavere andel statsobligasjoner, sammenlignet med referanseindeksen.

Ifølge Folketrygdfondet kan forvaltningskostnadene på 0,07 pst. i 2017 henføres til en tenkt passiv forvaltning av SPN (0,04 pst.), eierskapsutøvelse (0,01 pst.), merkostnader som skyldes de ulike aktive forvaltningsstrategiene i aksje- og obligasjonsforvaltningen (0,02 pst.) og avledede strategier (0,01 pst.). I tabell 4.3 er kostnadene til eierskapsutøvelse og en tenkt passiv forvaltning av SPN rapportert sammen med kostnadene for de ulike aktive forvaltningsstrategiene for henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen.

Bidraget til utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet fra henholdsvis aksje- og obligasjonsforvaltningen samt avledede strategier er også vist i tabell 4.3. Folketrygdfondets aktive risikotaking, målt på denne måten, er i all hovedsak i aksjeforvaltningen. Ved utgangen av 2017 sto de ulike strategiene i aksjeforvaltningen samlet for 0,4 prosentenheter av forventet relativ volatilitet i SPN på 0,5 prosentenheter, mens strategiene i obligasjonsforvaltningen utgjorde 0,1 prosentenheter. De avledede strategiene synes i liten grad å trekke på rammen for forventet relativ volatilitet.

Resultater over tid

Tabell 4.4 viser resultatene av Folketrygdfondets investeringsstrategier i perioden 2007–2017. Siden 2007 er den gjennomsnittlige årlige brutto meravkastningen i forvaltningen av SPN 1,1 prosentenheter. Ifølge Folketrygdfondet kan meravkastningen hovedsakelig henføres til de ulike strategiene innen verdipapirvalg i aksjeforvaltningen og til kredittpremier som er høstet i obligasjonsporteføljen. Bidraget fra de avledede strategiene

Tabell 4.4 Bidrag til brutto meravkastning og forvaltningskostnader fra de ulike investeringsstrategiene i perioden 2007–2017. Prosentenheter

	Aksje-porteføljen	Obligasjons-porteføljen	Aktivaklasse-allokering	Totalt	Bidrag til forvaltningskostnadene[1]
Aksjeforvaltningen	0,76	–	-0,01	0,75	0,05
kvalitetsselskaper	0,51	–	–	–	–
strukturelle trender	0,03	–	–	–	–
overoptimisme	0,22	–	–	–	–
annet	-0,01	–	–	–	
Obligasjonsforvaltningen	–	0,30	-0,01	0,29	0,03
kredittutstedere	–	0,29	–	–	–
renteavvik	–	0,01	–	–	–
annet	–	0,00	–	–	–
Avledede strategier	0,02	0,00	–	0,02	0,00
Totalt	0,77	0,30	-0,02	1,06	0,08

[1] Bidrag til fondets totale forvaltningskostnader. Inkludert kostnader ved både aktiv og passiv forvaltning.
Kilde: Folketrygdfondet.

til gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning var i samme periode svakt positivt.

Ifølge Folketrygdfondet kan de årlige forvaltningskostnadene i perioden 2007–2017 på i gjennomsnitt 0,08 pst. av kapitalen i SPN, henføres til en tenkt passiv forvaltning av SPN (0,05 pst.), eierskapsutøvelse (0,01 pst.), merkostnader som skyldes de ulike aktive forvaltningsstrategiene i aksje- og obligasjonsforvaltningen (0,03 pst.) og avledede strategier (0,01 pst.). I tabell 4.4 er kostnadene ved eierskapsutøvelse og en tenkt passiv forvaltning av SPN rapportert sammen med kostnadene for de ulike aktive forvaltningsstrategiene for henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen.

4.2.9 Departementets vurderinger

Avkastningen av SPN var 13,2 pst. i 2017, målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader. Avkastningen av aksjeinvesteringene var 19,3 pst., mens avkastningen av obligasjonsinvesteringene var 3,6 pst. Det var høyest avkastning av aksjeinvesteringene innen sektorene telekommunikasjon og materialer. Samtidig bidro økt oljepris til god avkastning av selskaper innen oljeutvinning, mens redusert laksepris bidro til svak verdiutvikling i fiskeoppdrettsselskaper. Fallende kredittpåslag bidro isolert sett til god avkastning av investeringene i ansvarlige lån og i høyrenteobligasjoner utstedt av industriselskaper. Rentenivået var fortsatt lavt ved utgangen av året, og en må derfor være forberedt på lav avkastning av obligasjoner fremover. De siste årene har fallende renter gitt kursgevinster for fondet, men rommet for ytterligere gevinster er begrenset når rentene allerede ligger på et lavt nivå.

Avkastningen av SPN var i 2017 betydelig høyere enn den gjennomsnittlige årlige avkastningen av fondet på 7,6 pst. siden januar 1998. Dette skyldtes høy avkastning av aksjeinvesteringene i SPN. En må være forberedt på at avkastningen tidvis også kan bli lavere enn det historiske gjennomsnittet. Finansdepartementet er tilfreds med en gjennomsnittlig årlig realavkastning av SPN på 5,3 pst. etter kostnader siden januar 1998.

Folketrygdfondet oppnådde i 2017 en avkastning av SPN som var 0,5 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Meravkastningen var høy sett i forhold til utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet, både i 2017 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 brutto avkastning siden januar 2007 har vært om lag 1,1 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Det er høyere enn departementets uttrykte forventning til meravkastning over tid, i størrelsesorden ¼ – ½ 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.

Boks 4.1 Attestasjonsoppdrag

Ekstern revisor for Folketrygdfondet 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 2017 gjennomgått Folketrygdfondets utforming og implementering av rammeverket for godkjenning av finansielle instrumenter og nye motparter, samt etterlevelse av rammeverket i perioden 2011–2017. Dette omfatter de risikostyrings- og kontrollprosessene som er etablert for å godkjenne finansielle instrumenter og nye motparter. Som del av oppdraget har revisor blant annet gjennomgått styrende dokumenter og annet relevant skriftlig materiale, hatt møter med ledere og ansatte i Folketrygdfondet og gjennomgått relevante prosesser. Revisor har ikke vurdert om risikoene Folketrygdfondet har identifisert er fullstendige og dekkende for virksomheten.

Attestasjonsuttalelsen konkluderer med at Folketrygdfondets utforming av rammeverket for godkjenning av finansielle instrumenter og motparter i det alt vesentlige er utformet i samsvar med målekriteriene valgt av revisor. Det konkluderes videre med at Folketrygdfondets rammeverk for godkjenning av finansielle instrumenter og motparter i det alt vesentlige er implementert slik det er utformet i perioden 2011–2017.

Som grunnlag for konklusjonen er det etter revisors oppfatning innhentet revisjonsbevis som er tilstrekkelig og hensiktsmessig. Vurderingen er basert på Folketrygdfondets gjeldende risikoprofil. Revisor understreker at forhold som er vurdert som uvesentlige kan bli mer betydelige og dermed måtte revurderes ved endringer i risikoprofilen.

5 Ansvarlig forvaltning

5.1 Dagens rammeverk

Statens pensjonsfond er en finansiell investor. Målsettingen er høyest mulig avkastning innenfor et akseptabelt risikonivå. Innenfor det overordnede finansielle målet skal fondet være en ansvarlig investor. Finansdepartementet har i mandatene for både SPU og SPN lagt til grunn at god avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling og av velfungerende markeder. En slik sammenheng antas særlig å gjelde for et stort, diversifisert og langsiktig fond som Statens pensjonsfond, hvor avkastningen over tid vil følge den globale verdiskapingen.

Fondets rolle som ansvarlig investor gjenspeiles i retningslinjer og rammer for Norges Banks og Folketrygdfondets arbeid med den ansvarlige forvaltningen av henholdsvis SPU og SPN. I mandatene for de to fondene er det vist til internasjonale prinsipper og standarder som FNs Global Compact, retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse fra G20/OECD samt OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, se boks 5.1. Norges Bank og Folketrygdfondet legger disse standardene til grunn for sitt arbeid med ansvarlig forvaltning. Forvalterne deltar også i arbeidet med å videreutvikle slike internasjonale standarder.

Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet har sluttet seg til «Principles for Responsible Investment» (PRI). Dette initiativet retter seg mot kapitaleiere, kapitalforvaltere og profesjonelle aktører og støttes av to FN-partnere: Global Compact og finansinitiativet under FNs miljøprogram (UNEP FI). PRI angir seks prinsipper for ansvarlig investeringspraksis, som blant annet innebærer å ta hensyn til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring.

Norges Bank og Folketrygdfondet tar investeringsbeslutninger og utøver eierrettigheter uavhengig av departementet, i tråd med fastsatte mandater og retningslinjer. Det er verken ønskelig eller mulig å detaljregulere eller styre den operative forvaltningen av de to fondene fra Finansdepartementet. En slik arbeidsdeling har bred støtte i Stortinget, se boks 2.3. Figur 5.1 viser rolle- og ansvarsfordelingen for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU, se boks 5.2. Noen av kriteriene er basert på hvilke produkter selskapene produserer, som tobakk, våpen og kull. Andre kriterier er basert på selskapenes atferd, som grove brudd på menneskerettigheter eller alvorlig miljøskade. Norges Banks hovedstyre tar beslutninger om observasjon og utelukkelse av selskaper fra fondet, basert på tilrådinger fra Etikkrådet. Det er unntak for det produktbaserte kullkriteriet, der Norges Bank kan ta beslutninger uten en tilråding fra Etikkrådet.

Mandatet fra Finansdepartementet innebærer at SPU ikke er 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. Landlisten vurderes jevnlig, ettersom internasjonale sanksjoner og tiltak endres over tid. For tiden er Nord-Korea og Syria utelukket fra investeringsuniverset etter denne bestemmelsen.

Hensyn til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring er en integrert del av forvaltningen av SPU og SPN. Viktige virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltning er å fremme prinsipper og forventninger basert på internasjonalt anerkjente standarder. Videre har Norges Bank og Folketrygdfondet dialog med selskaper om aktuelle tema og saker, og de stemmer på generalforsamlinger i selskaper som fondene er investert i. Risikohåndtering er også en viktig del av dette arbeidet.

5.2 Arbeidet med ansvarlig forvaltning

Dette avsnittet gjør rede for Norges Banks, Etikkrådets og Folketrygdfondets gjennomføring av arbeidet med ansvarlig forvaltning. Norges Bank og Folketrygdfondet benytter en rekke virkemidler i sitt arbeid med ansvarlig forvaltning,

Boks 5.1 Internasjonale standarder og prinsipper

Mandatetene for SPU og SPN viser særlig til tre internasjonale standarder og prinsipper som skal ivareta hensynet til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er frivillige anbefalinger som skal legge til rette for ansvarlig atferd i alle deler av næringslivet. Retningslinjene ble lansert i 1976 og sist oppdatert i 2011. De er ikke juridisk bindende, og den enkelte virksomhet må selv vurdere hvordan retningslinjene kan tas i bruk.

Retningslinjene har som mål at selskaper skal bidra positivt til økonomiske, miljømessige og sosiale forhold verden over. De bygger på prinsipper og internasjonalt anerkjente standarder for ansvarlig næringsliv. I retningslinjene oppfordres selskaper til ikke å forårsake eller bidra til negativ påvirkning på samfunn og miljø gjennom egen virksomhet og følge opp tilfeller der dette skjer. Videre gis det veiledning i hvordan selskaper bør følge opp sine forretningsrelasjoner og leverandørkjeder. Retningslinjene ber også selskapene gjennomføre såkalte aktsomhetsvurderinger («due diligence») for å sørge for at de lever opp til sitt ansvar. For enkelte, utvalgte sektorer har OECD laget egne og mer praktiske veiledere for slike vurderinger.

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

FNs Global Compact

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

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

G20/OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse

G20/OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse («corporate governance») omhandler rolle- og ansvarsfordelingen mellom eierne, styret og ledelsen i et selskap. Prinsippene skal bidra til en felles forståelse av beste praksis innen områder som åpenhet og innsyn, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer samt styrets ansvar og forpliktelser.

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

og enkelte av disse krever at forvalterne avviker fra referanseindeksene fastsatt av Finansdepartementet.

5.2.1 Statens pensjonsfond utland

Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning tar utgangspunkt i mandatet fra Finansdepartementet og de etisk motiverte retningslinjene for

Boks 5.2 Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Retningslinjene inneholder kriterier for utelukkelse som enten er basert på selskapenes produkter eller deres atferd. Dersom det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt kan selskaper settes til observasjon. Fondet kan heller ikke være investert i obligasjoner utstedt av enkelte stater.

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,
- selger våpen eller militært materiell til stater der fondet ikke tillates å investere i statsobligasjonene (statsobligasjonsunntaket),
- kullbasert virksomhet.

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 beslutningen i 2009 om å utelukke tobakksprodusenter fra SPU forelå det en internasjonal konvensjon om tobakkskontroll.

Det produktbaserte kullkriteriet innebærer at det kan besluttes 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.

Det er bred politisk enighet om at det bør være en høy terskel for å utelukke hele sektorer fra fondet. I Innst. 290 S (2014–2015) uttalte finanskomiteen i sin behandling av investeringer og virkemiddelbruk i kull- og petroleumsselskaper at det i denne sammenheng ikke vurderes nye produktuttrekk for andre virksomheter/sektorer.

Atferdskriteriene

Observasjon eller utelukkelse *kan* besluttes for selskaper der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for:
- grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, eller de verste former for barnearbeid,
- alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner,
- alvorlig miljøskade,
- handlinger eller unnlatelser som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser,
- grov korrupsjon, eller
- andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

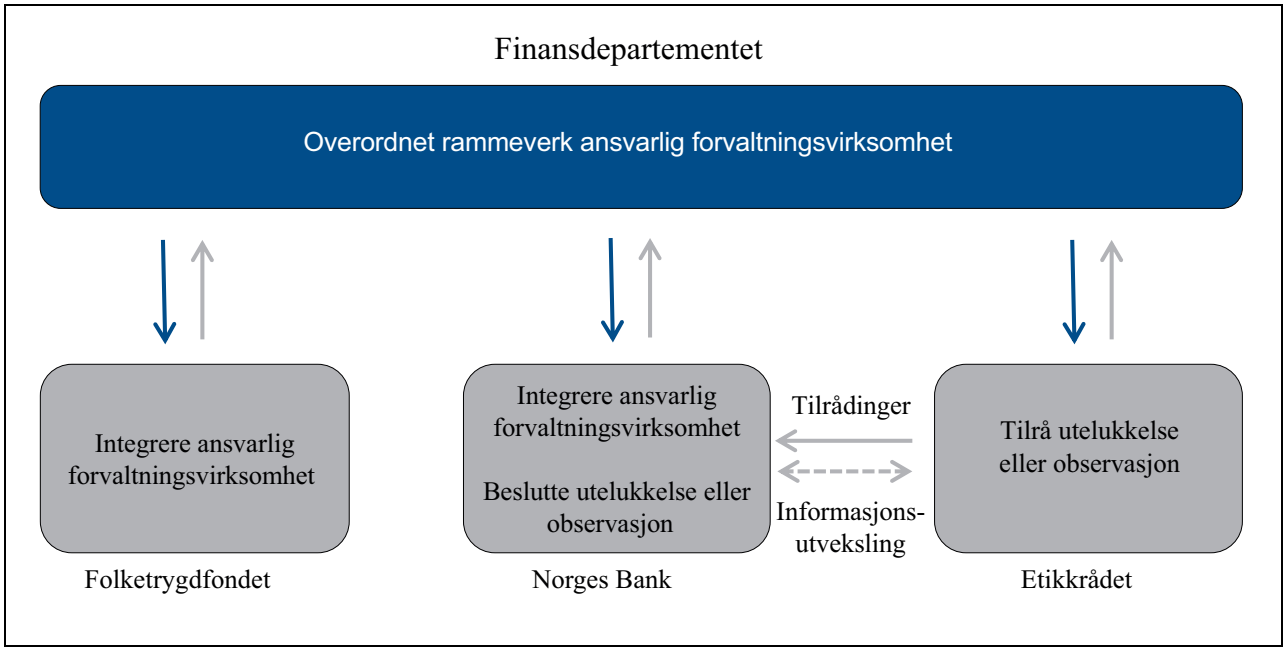
[1] Se Revidert nasjonalbudsjett 2004.

observasjon og utelukkelse. Banken legger årlig frem en egen publikasjon om de tre bærebjelkene i sitt arbeid: standardsetting, eierskapsutøvelse og bærekraftig investering.[1]

Standardsetting

Norges Bank ønsker å bidra til utviklingen av standarder som støtter opp under fondets langsiktige interesser. Arbeid med standarder anses å være en effektiv måte å bidra til velfungerende markeder og god forretningsvirksomhet. Over tid kan standardsetting bidra til å påvirke selskape-

[1] Bærekraftig investering ble tidligere benevnt som risikohåndtering.



Figur 5.1 Roller og ansvar for den ansvarlige forvaltningen

Kilde: Finansdepartementet.

nes praksis. Det legges vekt på brede internasjonale standarder og prinsipper som også er utgangspunktet for bankens arbeid overfor selskaper og andre markedsaktører. Eksempler på standarder er FNs Global Compact, G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring samt OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Mandatet fra Finansdepartementet viser til disse standardene, se boks 5.1. I tillegg arbeider banken med mer spesifikke standarder som kan gjelde en bransje eller et bestemt tema.

Videre deltar Norges Bank både i internasjonale fora og diskusjoner om utviklingen av standarder. Banken avga i fjor uttalelser i 17 offentlige høringer innenfor følgende temaer: likebehandling av aksjonærer, velfungerende markeder, bærekraftig utvikling og ansvarlig forretningsvirksomhet.

Norges Bank uttrykker forventninger overfor selskaper fondet er investert i gjennom egne offentlige dokumenter og direkte kontakt med selskapene. Banken har utarbeidet forventningsdokumenter på følgende seks områder: klimaendringer, vannforvaltning, menneskerettigheter, barns rettigheter, skatt og åpenhet og anti-korrupsjonsarbeid. Dokumentet om anti-korrupsjon ble lagt frem i februar 2018, se boks 5.3. Avsnitt 5.5 omtaler forventningsdokumentet om skatt og åpenhet.

Forventningsdokumentene gir uttrykk for hvilke forventninger banken har til selskapene om hvordan de skal forholde seg til ulike problemstillinger i sin virksomhet. Dokumentene kan være et utgangspunkt for dialogen banken har med selskapene og er i en større sammenheng en del av strategier og aktiviteter banken benytter i arbeidet med ansvarlig forvaltning. Banken ønsker å måle selskapers rapportering over tid på disse områdene.

Norges Bank publiserer også såkalte posisjonsnotater for å offentliggjøre sin holdning i utvalgte spørsmål om selskapsstyring. I april 2017 offentliggjorde banken to dokumenter om avlønning av administrerende direktør, hvorav ett posisjonsnotat.

Videre fremmer Norges Bank forskning som kan støtte opp under arbeidet med ansvarlig forvaltning. Det er et mål å øke kunnskapen om god selskapsstyring og bærekraft og hvordan dette henger sammen med finansiell risiko og avkastning. I løpet av fjoråret tok banken initiativ til og ga støtte til ulike forskningsprosjekter samt bidro til seminarer og konferanser. Temaer som ble belyst var blant annet effektiv utøvelse av eierskap, aksjonærgodkjennelse, rapportering om bærekraft, finansielle konsekvenser av klimaendringer og arbeid med å utvide og bedre bærekraftsdata i gruvesektoren.

Eierskapsutøvelse

SPU var ved utgangen av 2017 eier i mer enn 9 000 selskaper. Eierskapet i disse selskapene utøves blant annet ved å stemme på generalforsamlinger og gjennom dialog med selskapene. Målet med

Boks 5.3 Forventningsdokument om anti-korrupsjon

Norges Bank la 13. februar 2018 frem et eget forventningsdokument om anti-korrupsjon.

I dokumentet vises det til at fondets investeringer er spredt over et stort antall markeder og verdipapirer, og at det er eksponert for korrupsjonsrisiko i markedene og selskapene fondet er investert i. Banken peker på at korrupsjon undergraver økonomisk effektivitet og ødelegger aksjonærverdier. I tillegg innebærer korrupsjon omdømmerisiko for selskapene, deres eiere og forretningspartnere. Banken peker også på at avkastningen til et bredt investert fond som SPU, på sikt kan bli negativt påvirket av at kapital ikke allokeres effektivt i markedene.

I forventningsdokumentet tar Norges Bank utgangspunkt i at korrupsjonslovgivning og håndhevelse er nasjonale myndigheters ansvar. Banken peker videre på internasjonale prinsipper for ansvarlig næringsliv som anerkjenner den viktige rollen selskapenes styrer har i å etablere retningslinjer for korrupsjon og for å implementere effektive anti-korrupsjonstiltak. Banken forventer at selskapene arbeider for å bekjempe alle former for korrupsjon og at tiltak blir iverksatt for å forhindre, avdekke og håndtere korrupsjon, i tråd med G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring.

Anti-korrupsjonsarbeidet må ifølge Norges Bank starte med en grundig vurdering av korrupsjonsrisiko i alle deler av virksomheten. Selskapets ledelse må være tydelig og ledende i arbeidet. Videre bør det, i tråd med forventningene fra banken, etableres og kommuniseres etiske retningslinjer til alle ansatte og forretningspartnere, samt gjøres regelmessige vurderinger av selskapets tiltak.

Norges Bank forventer at selskapers anti-korrupsjonsarbeid er integrert i den øvrige forretningsdriften. Aktsomhetsvurderinger må gjennomføres for å identifisere korrupsjonsrisiko før et selskap går inn i nye markeder eller inngår nye forretningsforbindelser. Videre forventer banken at det iverksettes egnede tiltak for å forhindre korrupsjon, for eksempel ved å identifisere hvem som er faktisk eier av selskaper en samarbeider med. Selskapets avdeling for etterlevelse av regelverk bør rapportere direkte til styret og ledelsen av selskapet. Banken peker også på at selskapets ansatte bør få regelmessig opplæring om anti-korrupsjon og ha mulighet til å varsle om korrupsjon anonymt.

Norges Bank forventer at selskaper publiserer retningslinjer for anti-korrupsjon og rapporterer om sitt anti-korrupsjonsarbeid, samt om hvordan eventuelle hendelser er håndtert. Selskaper bør ifølge forventningsdokumentet inkludere samarbeid med regulerende myndigheter, andre selskaper, industriorganisasjoner og andre interessenter som del av sitt anti-korrupsjonsprogram. Informasjon om slik kontakt bør også inngå i selskapsrapporteringen.

eierskapsutøvelsen er å fremme langsiktige verdier i selskapene og å legge til rette for likebehandling av aksjonærer.

Stemmegiving er et viktig virkemiddel for å utøve eierskap, og Norges Bank har etablert retningslinjer for dette. Disse bygger på G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring og sier blant annet at det skal stemmes på alle aksjonærmøter der det ikke er vesentlige praktiske hindringer. Stemmegivingen offentliggjøres. I enkelte tilfeller offentliggjør banken stemmeintensjoner i forkant av generalforsamling for å støtte opp under tydelige forventninger, åpenhet og aksjonærenes innflytelse.

Utgangspunktet for bankens stemmegiving er følgende forhold: fondets langsiktige interesser, langsiktig verdiskaping, bærekraftig forretningsdrift, styrets ansvar, aksjonærenes rettigheter, likeverdig behandling av aksjonærer og åpen selskapskommunikasjon. Norges Bank stemte i 2017 over 113 215 forslag på 11 084 generalforsamlinger. Om lag 50 pst. av sakene banken stemte på gjaldt valg av styremedlemmer.

Dialog med selskaper er også et viktig virkemiddel i eierskapsutøvelsen og gir banken en mulighet til å fremme syn på eierskap, bærekraftig virksomhet og rapportering. Bankens forvaltning bidrar til økt kunnskap om selskapene som brukes i dialogen med dem. Selskapsdialogen tar utgangspunkt i utvalgte temaer og i 2017 fortsatte banken å legge vekt på bærekraft, nominasjon og valg av styrer samt aksjonærenes rettigheter. I tillegg utvidet banken omfanget av selskapsdialog om korrupsjonsrisiko og lederavlønning. Spesi-

fikke hendelser følges opp løpende, mens dialog og arbeid om utvalgte temaer kan strekke seg over flere år. I løpet av 2017 ble det avholdt 3 252 møter mellom Norges Bank og ulike selskaper. Miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring ble tatt opp på 1 727 av møtene.

Norges Bank har over tid prioritert arbeid med å forbedre og utvikle ikke-finansiell informasjon fra selskapene. Det er blant annet gjennomført årlige vurderinger av selskapsrapportering for de tre utvalgte bærekrafttemaene klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter. I 2017 ble 2 902 selskaper analysert. Disse representerte samlet sett om lag 54 pst. av aksjeporteføljens verdi. Av disse sendte banken brev til 125 selskaper om disse temaene. Disse selskapene ble oppfordret til å bedre sin rapportering, blant annet ved å delta i etablerte rapporteringsinitiativer.

Bærekraftig investering

Mandatet fra Finansdepartementet pålegger Norges Bank særskilte miljørelaterte investeringsmandater. I gjennomføringen av dette kravet søker banken langsiktige investeringsmuligheter i selskaper og teknologi som legger til rette for mer miljøvennlig økonomisk aktivitet, særlig ved å utvikle ny miljøteknologi. Investeringene i miljømandatene gjennomføres som en del av Norges Banks aktive forvaltning, og trekker derfor også på bankens ramme for avvik fra referanseindeksen. Banken benytter både eksterne og interne forvaltere for slike investeringer.

Ved utgangen av 2017 var det investert om lag 75 mrd. kroner gjennom de miljørelaterte mandatene. I underkant av 68 mrd. kroner var investert i aksjer i 206 selskaper, mens om lag 7 mrd. kroner var investert i grønne obligasjoner. Avkastningen av de miljørelaterte aksjeinvesteringene i 2017 var 21,7 pst., mot 19,4 pst. for fondets øvrige aksjeinvesteringer. I perioden fra 2010 til og med 2017 var avkastningen 6,2 pst. for miljømandatene og 10,6 pst. for fondets øvrige aksjeinvesteringer. Samtidig har den miljørelaterte aksjeporteføljen hatt større svingninger enn det generelle aksjemarkedet.

Norges Bank har satt som mål å redusere fondets eksponering mot selskaper der det er særlig risiko forbundet med miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring. Banken analyserer risiko på land-, sektor- og selskapsnivå, og vurderingene bidrar til bedre data og mer kunnskap om den samlede risikoen fondet er eksponert mot. På bakgrunn av risikovurderingene har banken solgt seg ut av enkelte selskaper innenfor de rammene som gjelder for forvaltningen av fondet. Slike nedsalg trekker på bankens ramme for avvik fra referanseindeksen og er en del av bankens aktive forvaltning. Risikobasert nedsalg skiller seg dermed fra utelukkelse som besluttes med utgangspunkt i de etisk motiverte retningslinjene. I 2017 solgte banken seg ned i seks selskaper. Områder og temaer som ble vurdert var blant annet klimagassutslipp, avskoging, vann, helse og sikkerhet, menneskerettigheter og selskapsstyring.

I 2017 har Norges Bank videreført arbeidet med å måle porteføljens karbonavtrykk og rapporterer blant annet om klimagassutslippene fra selskapene fondet investerer i. Slike utslipp er for fjoråret beregnet til om lag 101 millioner tonn CO2-ekvivalenter, basert på fondets prosentvise eierandel i det enkelte selskap. Analysen gir et øyeblikksbilde av klimagassutslipp og er en av flere metoder for å vurdere fondets samlede eksponering mot klimarisiko. I 2017 arbeidet banken også med andre analyser og prosjekter for å utvide forståelsen av klimarelatert risiko i porteføljen, herunder innsikt om fysisk risiko som ekstremværhendelser og risiko ved omstilling til lavutslippssamfunn. Banken startet i tillegg arbeidet med å utvikle en egen metode for å analysere ulike klimascenarioer og deres innvirkning på enkeltselskaper og porteføljen som helhet. Rapportering om klimarisiko er omtalt i avsnitt 5.4.

5.2.2 Observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, se boks 5.2. For kullkriteriet kan Norges Bank ta beslutninger om utelukkelse eller observasjon uten tilråding fra Etikkrådet, mens for øvrige kriterier fatter Norges Bank beslutninger etter råd fra Etikkrådet. Etikkrådet har ansvaret for å følge opp selskaper som er satt til observasjon, med unntak av kullkriteriet der Norges Bank har tilsvarende ansvar.

Norges Bank offentliggjør hvilke selskaper som er utelukket eller satt til observasjon, samt begrunnelser for beslutninger om observasjon og utelukkelse av kullselskaper. Tilrådingene for øvrige kriterier er tilgjengelige på Etikkrådets nettsider.

Ved utgangen av 2017 var 133 selskaper utelukket og 19 selskaper satt til observasjon. Kullkriteriet sto for vel halvparten av disse sakene, med 69 utelukkede selskaper og 13 selskaper til observasjon.

I 2017 ble til sammen elleve selskaper utelukket og seks selskaper satt til observasjon. Selskaper omfattet av kullkriteriet utgjorde ti av selskapene som ble utelukket og to av selskapene som ble satt til observasjon. Ett nytt selskap ble utelukket etter kriteriet for alvorlig miljøskade, mens utelukkelsen av ett selskap ble opphevet på bakgrunn av råd fra Etikkrådet.

Det følger av retningslinjene at Etikkrådet gir råd om utelukkelse eller observasjon av selskaper. Beslutningene tas av Norges Bank, som gjør en selvstendig vurdering av om grunnlaget for utelukkelse eller observasjon er til stede. Banken kan også vurdere om andre virkemidler, herunder eierskapsutøvelse, er bedre egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessige. Banken skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte. 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. Beslutninger om observasjon og eierskapsutøvelse innebærer et omfattende arbeid for henholdsvis Etikkrådet og Norges Bank i oppfølgingen.

Norges Bank har i seks saker besluttet å benytte et annet virkemiddel enn tilrådingen fra Etikkrådet i løpet av 2017. I fire av sakene besluttet Norges Bank observasjon der Etikkrådet tilrådde utelukkelse, mens i to av sakene besluttet Norges Bank eierskapsutøvelse etter at Etikkrådet hadde gitt råd om observasjon.

Etikkrådets arbeid med produktkriteriene

Etikkrådet benytter et konsulentfirma som løpende overvåker selskapene i fondets porteføljе for å avdekke produksjon som potensielt kan være i strid med retningslinjene. Konsulentselskapet rapporterer om dette til rådet hvert kvartal. I tillegg samarbeider Etikkrådet med andre finansinstitusjoner for å kartlegge selskaper som produserer våpen i strid med retningslinjene.

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 utelukkelseskriteriene. Denne prosedyren skal gi rimelig grad av sikkerhet for at selskaper med produksjon i strid med retningslinjene blir utelukket fra fondet. Det er likevel ingen garanti for at alle selskaper til enhver tid blir fanget opp av Etikkrådets overvåking.

Etikkrådet fikk i 2017 utført en ekstern utredning om produksjon av kjernevåpen og mulige avgrensninger av kjernevåpenkriteriet. Kjernevåpen er svært kompliserte og inngår i våpensystemer som består av et stort antall komponenter. Det gir avgrensingsproblemer, samtidig som forarbeidene[2] til retningslinjene gir begrensede føringer. Etikkrådet skriver i sin årsrapport for 2017 at det vil videreføre arbeidet på området med den samme kriterieavgrensingen som har vært praktisert siden 2005.

Adgangen til å kunne utelukke enkelte statsobligasjoner ble innført i 2010, og gjelder 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 denne bestemmelsen. 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 porteføljе som gjør dette. Da Myanmar tidligere var på denne listen, var ett selskap utelukket. Denne utelukkelsen er senere blitt opphevet.

Ved utgangen av 2017 var i alt 36 selskaper utelukket på grunnlag av produktbaserte kriterier utenom kullkriteriet. Av disse er 16 selskaper utelukket som følge av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, mens 20 selskaper er utelukket fordi de produserer tobakk.

Etikkrådets arbeid med atferdskriteriene

For atferdskriteriene undersøker Etikkrådet selskaper og områder der risikoen for brudd på retningslinjene anses størst. Mens gjennomgangen av særlig risikable områder ofte følger en langsiktig plan, tas enkeltsaker blant annet opp på bakgrunn av nyhetsoppslag. Et konsulentfirma følger med på et stort antall nyhetskilder på flere språk etter oppslag om selskapene i fondet. Etikkrådet mottar videre henvendelser fra enkeltpersoner og organisasjoner om selskaper eller problemstillinger de mener rådet bør undersøke.

---

[2] NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden – Forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond.

Deretter velger Etikkrådet ut de sakene som anses å være mest alvorlige for videre undersøkelser. I utvelgelsen legger rådet vekt på normbruddets alvor og omfang, konsekvensene av normbruddet, selskapets ansvar for eller medvirkning til forholdet, selskapets tiltak for å forebygge eller bøte på skader og risiko for tilsvarende hendelser i fremtiden. Hensikten er å identifisere selskaper der det er en uakseptabel risiko for at brudd på retningslinjene pågår og vil fortsette.

Etikkrådet innhenter informasjon fra forskere og forskningsmiljøer, internasjonale, regionale og nasjonale organisasjoner og flere andre miljøer. Rådet setter ofte ut konsulentoppdrag for å undersøke mistanker om brudd på retningslinjene. Selskapene som undersøkes er også viktige informasjonskilder. Det er ofte tett dialog, både muntlig og skriftlig, med selskapene i løpet av vurderingsprosessen.

Under menneskerettighetskriteriet har Etikkrådet siden 2015 undersøkt en rekke selskaper som produserer tekstiler i noen land i Sørøst-Asia. Rådet arbeider også med arbeidsforhold som grenser til tvangsarbeid for migrantarbeidere og med barnearbeid i produksjon av hybride frøsorter. Videre har rådet arbeidet med flere saker som berører urfolks rettigheter.

I 2017 startet Etikkrådet en gjennomgang av selskaper som avhender utrangerte skip til opphugging i Bangladesh og Pakistan. Opphuggingen foregår ved at skipene settes på grunn ved høyvann, såkalt *beaching* og hugges opp manuelt på stedet. Så langt er fire selskaper utelukket og ett selskap satt til observasjon på grunnlag av uakseptabel risiko både for medvirkning til menneskerettighetsbrudd og alvorlig miljøskade som følge av denne virksomheten. Under miljøkriteriet arbeider rådet ellers fortsatt med flere av satsingsområdene som har ligget fast helt fra 2010, som for eksempel avskoging av tropisk skog, trusler mot verneområder, forurensing i forbindelse med gruvevirksomhet og særlig miljøskadelig fiske.

Under klimakriteriet konsentrerer rådet seg om sektorer der de samlede utslippene er store. Utgangspunktet for dette arbeidet er å identifisere selskaper som har høyere utslipp enn konkurrentene ved produksjon av samme vare. Etikkrådet har i 2017 avgitt flere tilrådinger under dette kriteriet.

De siste årene har myndighetene i flere land avdekket omfattende korrupsjon og rådet har i 2017 konsentrert arbeidet om selskaper som fanges opp gjennom porteføljeovervåkningen i korrupsjonssaker.

Etikkrådet kontakter selskaper på et tidlig stadium i utredningen og ber om informasjon. I 2017 kontaktet Etikkrådet 62 selskaper under atferdskriteriene og møtte 12 av dem. Det legges vekt på å få informasjon direkte fra selskaper, men Etikkrådet kan også gi råd til Norges Bank i tilfeller der selskaper ikke besvarer rådets henvendelser.

Ved årsskiftet var 28 selskaper utelukket etter atferdskriteriene. 17 selskaper var utelukket etter miljøkriteriet, tre var utelukket etter menneskerettighetskriteriet, fem 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 ett selskap var utelukket på grunnlag av risiko for grov korrupsjon.

Seks selskaper sto ved årsskiftet til observasjon under disse kriteriene, hvorav tre under korrupsjonskriteriet, to under menneskerettighetskriteriet og ett under miljøkriteriet. Etikkrådet følger løpende med på disse selskapene og gir en årlig vurdering av dem til Norges Bank.

Opphevelse

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 2017 har ett selskap blitt tatt inn igjen i fondets investeringsunivers.

Etikkrådets årsrapport gir nærmere informasjon om arbeidet i 2017.

5.2.3 Statens pensjonsfond Norge

Folketrygdfondet skal i henhold til mandatet for forvaltningen av SPN fastsette prinsipper for ansvarlig forvaltning, der en også legger vekt på fondets investeringsstrategi og lange horisont. I mandatet fra departementet er det vist til internasjonale standarder som FNs Global Compact, G20/OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Prinsippene som Folketrygdfondets styre har vedtatt er i tråd med disse standardene. De viser også til de FN-støttede prinsippene for ansvarlige investeringer (PRI) og norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse utgitt av Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES).

Folketrygdfondet stiller krav til selskapene fondet er investert i om håndtering av eierspørsmål, miljø og samfunnsmessige forhold. Som finansiell investor legges det vekt på finansielle mål og kapitalstruktur, bekjempelse av korrup-

sjon, ordninger for lederlønn, klima, grunnleggende menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter og miljø. For å legge til rette for en effektiv dialog med selskapene, har Folketrygdfondet utarbeidet egne veiledere om disse temaene.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet

Folketrygdfondet følger opp spørsmål om miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring som er vesentlige for selskapene i fondets portefølje, og som har betydning for deres evne til å skape langsiktige aksjonærverdier. I 2017 har Folketrygdfondet fulgt opp selskapenes arbeid med strategi, kapitalstruktur og finansielle mål, klima, korrupsjonsbekjempelse, samt grunnleggende menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter. Folketrygdfondet benytter 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 tar selskapene opp problemstillinger de forventer at Folketrygdfondet forholder seg til. Folketrygdfondet har regelmessig møter og kontakt med ledelsen i selskapene i det norske aksjemarkedet, og med styreleder i saker som hører inn under styrets ansvar. I årsrapporten for 2017 opplyser Folketrygdfondet at de i løpet av året har hatt 137 dialogmøter med 51 selskaper.

I SPNs obligasjonsportefølje søkes det systematisk å integrere analyser av miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring i kredittvurderingene. Folketrygdfondet mener at en obligasjonsutsteders håndtering av vesentlige miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring kan påvirke selskapers kredittrisiko.

Generalforsamlinger og styrende organer

En annen sentral del av eierskapsutøvelsen er å stemme ved generalforsamlingene til alle selskapene der Folketrygdfondet er aksjonær. I 2017 ble det stemt ved 58 ordinære og 17 ekstraordinære generalforsamlinger i selskaper notert på Oslo Børs, samt 93 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 ved 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 selskapene har styrer med god kompetanse og riktig sammensetning. Folketrygdfondet deltar ikke selv i selskapenes styrer, men forventer at selskapene i porteføljen har en valgkomité. I enkelte tilfeller deltar Folketrygdfondet i valgkomiteer og gir innspill til komiteer hvor de ikke er medlem. I 2017 var Folketrygdfondet medlem av åtte valgkomiteer og representert i tre bedriftsforsamlinger.

Utvikling av god praksis

Folketrygdfondet deltar i ulike initiativer for å utvikle god praksis og standarder for forretningsvirksomhet, herunder Norsk institutt for styremedlemmer, Norske Finansanalytikeres Forening, Eierforum og Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (NORSIF).

I 2017 har Folketrygdfondet deltatt i en arbeidsgruppe i Norsk institutt for styremedlemmer som har laget et hefte om hovedoppgaver og beste praksis for styresekretærer.

5.3 Rapport om beste internasjonale praksis innen ansvarlig forvaltning

5.3.1 Innledning

Finansdepartementet har som ambisjon at den ansvarlige forvaltningen av SPU skal være i tråd med ledende praksis internasjonalt. Som del av gjennomgangen av Norges Banks forvaltning av SPU, har departementet gitt konsulentfirmaet Inflection Point Capital Management (IPCM) i oppdrag å skrive en rapport om ledende global praksis innen ansvarlig investeringsvirksomhet.

IPCM ble bedt om å vurdere ledende praksis blant fond som SPU kan sammenlignes med, herunder organisering av arbeidet med ansvarlig forvaltning, strategi, retningslinjer, virkemidler og ressursbruk. Videre skulle IPCM vurdere i hvilken grad aktiv forvaltning er en forutsetning for eller forbedrer en investors evne til å opptre ansvarlig. Det var ikke en del av mandatet å evalu-

ere arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet for SPU.

Rapporten fra IPCM er basert på intervjuer med sentrale personer i et utvalg på 18 fond ansett som ledende innen ansvarlig forvaltningspraksis.[3] I tillegg er 11 personer som IPCM anser som eksperter på området intervjuet, inkludert akademikere, konsulenter og personer med erfaring fra investeringsbransjen, regulerende myndigheter, internasjonale organisasjoner, standardsettere og sivilsamfunnet.

5.3.2 Hovedpunkter fra rapporten

IPCM peker på at SPUs størrelse, styringsmodell og investeringsstrategi gjør det lite sammenlignbart med andre fond. De fondene som IPCM har intervjuet representerer et bredt utvalg fond med hensyn til størrelse, formål og styringsmodell, men også ut fra investeringsunivers, aktivaallokering og investeringsstrategi. Selv om det er ulikheter mellom fondene i utvalget ser IPCM også noen fellestrekk, som ifølge IPCM kan ses på som kjennetegn ved ledende, ansvarlig forvaltningspraksis. Kjennetegnene følger i stor grad av fondenes formål, mandat og rammeverk, men kan også knyttes til strategi, ledelse og organisering av investeringsvirksomheten. IPCM fremhever imidlertid at ingen av fondene fullt ut kan beskrives med disse kjennetegnene, og at det ikke finnes én ledende modell for ansvarlig forvaltningspraksis som passer for alle fond.

Tilpasning av strategi og aktiviteter til fondets særtrekk

Et fonds formål, regulering og størrelse påvirker i stor grad fondets investeringsstrategi, men også hvilke aktiviteter og virkemidler det vil være naturlig å inkludere i arbeidet med ansvarlig forvaltning. IPCM mener muligheten til god gjennomføring og å oppnå resultater over tid øker dersom det tas utgangspunkt i fondets særtrekk.

IPCM viser til at utfordringer ved bærekraft i utgangspunktet er langsiktige problemstillinger. Slike systemiske utfordringer er spesielt relevante for store, globalt diversifiserte fond som eier en liten del av verdens produksjonskapasitet, såkalte universelle eiere. Disse fondene vil over tid måtte bære kostnader ved ineffektive markeder og negative eksternaliteter. Fondene har dermed en spesiell interesse i å påvirke globale standarder og fremme velfungerende markeder.

IPCM mener store fond kan påvirke prising og allokering av kapital ved å legge vekt på temaer innen bærekraft. Dette kan også innebære nye muligheter for verdiskaping i fondene. Eksempelvis nevnes muligheter som oppstår når nye industrier, teknologier og tjenester må utvikles som følge av overgangen til et lavkarbonsamfunn og for at globale bærekraftsmål skal nås. IPCM trekker samtidig frem at en slik overgang også innebærer finansiell risiko.

Lederskap og organisering

IPCM fremhever at arbeidet med ansvarlig forvaltning må styres av ledelsen i organisasjonen og forankres i styret, samt iverksettes gjennom klare mandater og retningslinjer. Fondene som er intervjuet peker på at det er viktig at ansvarlig forvaltning er en del av styrets dagsorden, og at styret har kunnskap om og forstår sentrale temaer på området.

IPCM understreker at det ikke er én felles, riktig måte å implementere ansvarlig forvaltning på. Fondene som er intervjuet bekrefter at det er krevende, også organisasjonsmessig, å implementere ansvarlig forvaltning. Det pekes videre på at ulike aktivaklasser krever ulik tilnærming. De fleste fondene er tidlig i denne prosessen og ingen sier de fullt ut har innført ansvarlig forvaltning for hele porteføljen.

De intervjuede fondene har organisert arbeidet med ansvarlig forvaltning på ulike måter. Noen fond har etablert en sentral gruppe bestående av 2–7 personer som har ansvar for området og typisk rapporterer til den med det overordnede ansvaret for investeringene. En slik gruppe vil normalt samarbeide løpende med investeringsteamene og andre enheter i organisasjonen, blant annet enhetene for risiko, revisjon og etterlevelse. Andre fond sier de har valgt en desentralisert modell der ansvaret for å integrere miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring i investeringsprosessene er delegert til det enkelte investeringsområdet.

IPCM ser tegn til at utviklingen går i retning av at forvaltningsorganisasjoner har en sentral gruppe med faglig ansvar for å koordinere, overvåke og veilede, samtidig med at de ulike investeringsområdene har ansvaret for implementeringen i sine investeringsprosesser.

De fleste av fondene sier at de ikke eksplisitt vurderer kostnadene ved sin ansvarlige forvaltning, og mener aktivitetene bør regnes som en del av den ordinære kapitalforvaltningen, og ikke skilles ut spesifikt. Mange fond viser til at de har inn-

[3] Rapporten er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider.

ført systematisk opplæring av ansatte om ansvarlig forvaltning. Alle fondene synes å kombinere formell opplæring med kontinuerlig dialog og kunnskapsdeling mellom de ulike enhetene i forvaltningsorganisasjonen. Enkelte fond peker på at mobilitet mellom ulike deler av organisasjonen kan fremme integrering og kunnskapsdeling.

Ansvarlig forvaltning og finansielle resultater

Ifølge IPCM ser de intervjuede fondene på ansvarlig forvaltning som et viktig middel for å oppnå suksess over tid. Selv om det er utfordrende å måle effekten av ansvarlig forvaltning på porteføljens resultater, mener de likevel å se en effekt i form av bedret omdømme og posisjon, og økt tiltro blant interessenter. Mange fond har som en del av sin investeringsfilosofi uttrykt at de tror selskaper som legger vekt på miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring over tid vil oppnå gode finansielle resultater.

IPCM viser til et økende omfang av akademiske studier som støtter antagelsen om en positiv sammenheng mellom god selskapsstyring og ansvarlig næringsliv på den ene siden, og finansielle resultater på den andre. En slik sammenheng kan medføre muligheter for å skape positive investeringsresultater, men det er fremdeles vanskelig å tallfeste denne effekten.

Systematisk integrasjon i forvaltningen

Store fond har ifølge IPCM et særskilt ansvar for å vise at ansvarlig forvaltning kan integreres i hele fondet, på tvers av aktivaklasser, investeringsstrategier, samt både for internt og eksternt forvaltede midler. Samtidig må gjennomføringen tilpasses fondenes særtrekk.

Ledende fond innen ansvarlig forvaltning legger ifølge IPCM vekt på selskapsspesifikke og tematiske analyser for å integrere vurderinger av miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring systematisk på tvers av aktivaklasser og mandater. Utgangspunktet for mange fond har vært å styrke risikostyringen ved å inkludere ESG-faktorer som de anser som materielle og som kan ha betydning for porteføljens resultater, men som til nå ikke har vært en del av tradisjonell finansiell analyse.

Investeringskjeder består normalt av mange ledd med ulike aktører. Ledende fond prøver ifølge IPCM å påvirke de ulike aktørene, for eksempel eksterne forvaltere og konsulenter, til å operere i samsvar med fondets prioriteringer og interesser. Halvparten av de intervjuede fondene trekker frem at deres prosesser for utvelgelse og oppfølging av eksterne forvaltere er endret slik at det nå legges større vekt på ansvarlig forvaltning.

Selskapsdialog og stemmegivning

For de fleste av de intervjuede fondene er selskapsdialog og stemmegivning fremdeles de viktigste virkemidlene i eierskapsutøvelsen. Åpenhet om stemmegivningen er sentralt, og IPCM viser til at fondene publiserer både retningslinjer for stemmegivningen og hvordan de faktisk stemmer. Videre har de fleste fondene et omfattende program for selskapsdialog, og det trekkes frem at dialog i størst mulig grad bør anvendes i første omgang, siden mulighetene for å påvirke selskapet opphører ved nedsalg. Samtidig peker fondene på at nedsalg i enkelte tilfeller kan være nødvendig ut fra en etisk og normativ begrunnelse.

Standardsetting, samarbeid og brede initiativer

IPCM trekker frem at de intervjuede fondene i økende grad har regelmessig dialog med regulerende myndigheter og ulike typer standardsettere, som for eksempel bransjeorganisasjoner. I mange tilfeller skjer dialogen i samarbeid med andre investorer. Fondene mener samarbeid er kostnadseffektivt og kan føre til større påvirkning på enkeltselskaper og på standardsetting.

IPCM peker på at både internasjonale retningslinjer og nasjonale lover og reguleringer over tid har stilt strengere krav til selskapers åpenhet og rapportering om selskapsstyring, samfunnsansvar, ansvarlighet og miljøpåvirkning. Det kan ifølge IPCM være utfordrende for fond å orientere seg i et mangfold av retningslinjer, krav og forventinger. Bare i de 50 største økonomiene i verden, finnes det nærmere 300 ulike reguleringer, retningslinjer og krav som investorer bør forholde seg til.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, UN Global Compact og PRI anses å være de ledende internasjonale retningslinjene for å fremme næringslivets samfunnsansvar og en bærekraftig utvikling. Videre nevnes Parisavtalen om klima, samt FNs bærekraftsmål, som relevante.

Ekspertene IPCM har intervjuet mener store fond bør vise lederskap i utviklingen av ansvarlig forvaltning, blant annet ved at universelle eiere tar hensyn til langsiktige, systemiske utfordringer. Frivillige initiativer innen bærekraft og ansvarlig investeringsvirksomhet vil ifølge ekspertene være

viktige pådrivere for utviklingen i krav og forventinger til beste praksis.

Åpenhet og kommunikasjon

IPCM viser til at om lag halvparten av fondene kommuniserer direkte med eiere, både gjennom årlig rapportering og pågående dialog. I tillegg benyttes andre kommunikasjonsmetoder, som nettsider, særskilt rapportering om ansvarlig forvaltning og bærekraft, seminarer og sosiale medier.

Flere fond peker på at økt åpenhet kan legge til rette for gode relasjoner til sivilsamfunnet, som også kan være en kilde til kunnskap om bærekraft.

Aktiv forvaltning og ansvarlig investeringsvirksomhet

IPCM viser til at både de fleste av fondene og ekspertene mener aktive investeringsstrategier underbygger ansvarlig forvaltningspraksis i større grad enn passive strategier. Samtidig mener de at et ansvarlig investeringsprogram også passer for passive investeringsstrategier, og at en balansert strategi for de ansvarlige investeringsaktivitetene bør inkludere alle investeringsstrategier, men med noe ulik tilnærming og målsetting.

Det nevnes spesielt at en aktiv forvaltningsstrategi kan gi flere virkemidler, mens det med en passiv forvaltningsstrategi vil være vanskeligere å over- eller undervekte enkeltselskaper. Passive strategier gjør det også mer utfordrende å vurdere individuelle selskapers aktiviteter innenfor miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring, mens en aktiv forvaltningsstrategi gir mer selskapsspesifikk kunnskap. Det siste anses som et fortrinn i forbindelse med selskapsanalyser og dialog.

IPCM peker samtidig på at bruken av passive strategier generelt har økt betydelig. For de største fondene kan passive strategier utgjøre mer enn 80 pst. av forvaltningskapitalen, og disse fondene må ha en ansvarlig forvaltningsstrategi også for den passivt forvaltede kapitalen. Disse investorene vil kunne ha innflytelse på enkeltselskaper i kraft av sin størrelse, ifølge IPCM.

Andre forhold som trekkes frem er at aktive forvaltere ofte fokuserer på avgrensede, selskapsspesifikke temaer, mens passive forvaltere i større grad ser på bredere temaer. I tillegg vil horisonten for selskapsdialog kunne være forskjellig, fordi aktive forvaltere normalt har en kortere investeringshorisont enn en tradisjonell passiv forvalter. IPCM mener passivt forvaltede fond, som ofte er store og langsiktige, bør legge særlig vekt på bærekraft og andre spørsmål som har betydning på lang sikt.

5.3.3 SPU og ansvarlig forvaltningspraksis

Nedenfor sammenlignes den ansvarlige forvaltningen i SPU med hovedpunktene i rapporten fra IPCM. Se avsnitt 5.1 og 5.2 for en nærmere redegjørelse for rammeverket og arbeidet med ansvarlig forvaltning i 2017.

Tilpasning av strategi og aktiviteter til fondets særtrekk

Styringsmodellen for SPU innebærer at Stortinget, Finansdepartementet og Norges Bank har ulike roller, se avsnitt 2.1. Ifølge mandatet fra Finansdepartementet skal SPU være en ansvarlig investor, innenfor den overordnede finansielle målsettingen om høyest mulig avkastning til akseptabel risiko. Mandatet tar utgangspunkt i fondets særtrekk og legger opp til at den ansvarlige forvaltningen skal legge vekt på fondets lange tidshorisont og at investeringene er bredt plassert.

Lederskap og organisering

Norges Banks hovedstyre har utformet prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i tråd med mandatet gitt av Finansdepartementet. Prinsippene dekker hele investeringsporteføljen og tar utgangspunkt i at fondet er en finansiell investor med investeringer spredt over et stort antall markeder og verdipapirer.

Hovedstyret har etablert et eget eierskapsutvalg som er et saksforberedende og rådgivende organ i saker som gjelder bankens ansvarlige forvaltningsvirksomhet og beslutninger om utelukkelse og observasjon av selskaper fra investeringsuniverset til SPU.

Hovedstyret har videre fastsatt strategien for gjennomføringen av forvaltningen av SPU, se Norges Bank Investment Managements (NBIM) strategidokument for perioden 2017–2019 (strategidokumentet). Strategien anerkjenner at miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring kan ha innvirkning på fondets resultater. Norges Bank sikter mot å bli en global leder innen ansvarlig forvaltning, og banken legger vekt på å opptre på en prinsippbasert, konsistent og åpen måte i sitt arbeid med ansvarlig forvaltning.

Norges Bank viser til at vekselvirkningene mellom de ulike delene av forvaltningen er mange. Banken fremhever at arbeidet med ansvarlig forvaltning er integrert i forvaltningen.

Arbeidet med å følge opp ulike områder av den ansvarlige forvaltningen er delt mellom forskjellige deler av organisasjonen, og banken mener det dermed ikke er mulig eller hensiktsmessig å gjøre anslag på ressursbruk og kostnader.

NBIM utnevnte i januar 2018 en direktør for eierskap som er en del av ledergruppen. I forbindelse med utnevnelsen er det uttalt at eieransvaret og arbeidet med selskapsstyring, bærekraftig forretningspraksis og velfungerende markeder er så omfattende og viktig at det er hensiktsmessig å løfte dette opp som et eget ansvarsområde i ledergruppen.

Ansvarlig forvaltning og finansielle resultater

Mandatet fra Finansdepartementet legger til grunn at god avkastning på lang sikt avhenger av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, samt av velfungerende, legitime og effektive markeder.

Norges Banks prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet legger vekt på at disse aktivitetene skal støtte opp om fondets målsetting om å oppnå høyest mulig avkastning med akseptabel risiko, og redusere finansiell risiko forbundet med miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring.

Banken rapporterer at de fremmer forskning der man søker å bedre forståelsen av forholdet mellom miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring på den ene siden, og økonomisk risiko og avkastning på den andre. Dette er forskning som kan bidra til utviklingen av markedsstandarder og -praksis, datagrunnlag eller bankens egne prioriteringer innen ansvarlig forvaltning.

Systematisk integrasjon i forvaltningen

Bestemmelsene om ansvarlig forvaltning i mandatet gjelder for hele investeringsporteføljen. Mandatet legger opp til at banken skal søke å etablere en kjede av virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltning.

Norges Banks hovedstyre tar beslutninger om utelukkelser og observasjon av enkeltselskaper, etter tilråding fra Etikkrådet. Tilrådingene er basert på et sett av etiske kriterier som er forankret i Stortinget. Hovedstyret baserer sine beslutninger på en vurdering av sannsynligheten for fremtidige normbrudd, normbruddets alvorsgrad og omfang og forbindelse mellom normbruddet og selskapet fondet er investert i. Hovedstyret skal også vurdere om andre virkemidler, herunder eierskapsutøvelse, kan være bedre egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessige. Banken skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte, se avsnitt 5.2.

NBIMs strategidokument definerer standardsetting, eierskapsutøvelse og risikohåndtering som de tre bærebjelkene i arbeidet med ansvarlig forvaltning. Banken prioriterer de største beholdningene og temaer der en kan påvirke utover et enkelt selskap.

Banken spesifiserer i strategidokumentet at eiendomsinvesteringene skal forvaltes miljøvennlig og bærekraftig, samt at andelen bygninger med miljøsertifisering skal økes. Det er utarbeidet et eget veiledningsdokument for partnere og eiendomsforvaltere som identifiserer bankens prinsipper for miljøvennlig forvaltning. Dette er i tråd med særskilte bestemmelser i mandatet som sier at banken blant annet skal vektlegge energieffektivitet, vannforbruk og avfallshåndtering i forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen.

Som del av utvelgelsesprosessen av eksterne forvaltere, inngår det å påse at disse er kjent med bankens forventninger til ansvarlig forvaltning, og at de integrerer miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring i sin forvaltning. Dette blir fortløpende overvåket av banken og diskutert i møter med forvalterne.

Banken rapporterer om en systematisk tilnærming til risikoovervåkning der man analyserer risiko relatert til miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring for hele fondet. Dette inngår som en integrert del av fondets risikoanalyser. Risikovurderinger kan gi informasjon til eierskapsaktiviteter, justeringer i porteføljen eller føre til risikobaserte nedsalg.

Selskapsdialog og stemmegivning

Norges Bank utøver fondets stemmerett ved nærmest alle generalforsamlinger i selskapene fondet er investert i. Banken har en egen gruppe med ansvar for stemmebeslutninger, men for de deler av porteføljen der bankens forvaltere har inngående kunnskap om enkeltselskaper integreres slik informasjon i stemmeprosessen. Banken offentliggjør stemmeintensjoner og begrunnelse i forkant av utvalgte generalforsamlinger for å fremme åpenhet om stemmegivningen og styrke aksjonærenes innflytelse. Samtlige stemmebeslutninger blir offentliggjort på bankens nettsider dagen etter generalforsamlingen.

Spørsmål relatert til selskapsstyring og bærekraft ble tatt opp på mer enn halvparten av de 3 252 selskapsmøtene banken avholdt i 2017. Noen av temaene som ble diskutert er temaer som banken har valgt å følge opp over flere år, og på tvers av sektorer og land.

Standardsetting, samarbeid og brede initiativer

Norges Bank søker å bidra til utviklingen av standarder som vil tjene fondets langsiktige interesser, og tar utgangspunkt i internasjonale prinsipper og standarder i dette arbeidet. Banken rapporterer om dialog med ulike standardsettere og markedsaktører. Videre gir banken høringsuttalelser og deltar i relevante internasjonale fora og diskusjoner om utviklingen og fastsettelsen av standarder.

Banken publiserer egne forventninger, diskusjonsnotater, posisjonsnotater og stemmeretningslinjer. Systemiske temaer som prioriteres gjenspeiles i bankens egne forventningsdokumenter for de seks områdene klimaendringer, vannressurser, menneskerettigheter, barns rettigheter, anti-korrupsjon og skatt og åpenhet. Dokumentene er utgangspunkt for et bredere sett av strategier og aktiviteter banken benytter innen ansvarlig forvaltning. Gjennom initiativer relatert til forventningsdokumentene søker banken å fremme standarder, styrke åpenhet og fremme utvikling av praksis.

Norges Bank definerer klimaendringene som en av de fremste utfordringene vi står overfor og har over flere år arbeidet bredt med klimarelaterte spørsmål. Banken benytter mange virkemidler, slik som analyser av porteføljens karbonutslipp, gjennomgang av rapportering for et utvalg selskaper relatert til klimaendringer utelukkelse av kullselskaper og kraftprodusenter med høy andel av kraftproduksjon fra kull, egne miljømandater, investeringer i grønne obligasjoner, støtte til forskningsprosjekter og deltagelse på seminarer.

Banken rapporterer også om dialog og samarbeid med andre fond og investorer, og at dette skjer på forskjellige måter, over ulike plattformer og kan være av både formell og mer uformell karakter. Dette kan for eksempel være støtte til og deltagelse i brede initiativer som CDP og PRI. Banken har også i mange år vært medlem av flere formelle investornettverk, slik som International Corporate Governance Network og Asian Corporate Governance Association.

Åpenhet og kommunikasjon

Norges Bank rapporterer om de ansvarlige forvaltningsaktivitetene i en årlig tilleggspublikasjon til årsrapporten. Samtidig offentliggjøres beholdningslister årlig og samtlige stemmebeslutninger dagen etter generalforsamlingen på bankens hjemmeside.

Det holdes kvartalsvise møter mellom departementet og banken der hovedpunkter i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet er ett av temaene. Det holdes også møter mellom banken og Etikkrådet for å utveksle informasjon og koordinere arbeidet med observasjon og utelukkelse fra SPU. I tillegg møtes Norges Bank, Etikkrådet og departementet minst én gang i året.

I forbindelse med fremleggelse av publikasjonen om ansvarlig forvaltning, inviterer banken til et offentlig seminar. I 2017 inviterte banken også til to dialogmøter med ulike interessenter som et ledd i å etablere en mer regelmessig dialog for å diskutere ulike spørsmål om bærekraft.

Aktiv forvaltning og ansvarlig investeringsvirksomhet

SPU er et stort og langsiktig fond, der strategien kjennetegnes av at investeringene spres bredt og følger referanseindeksene tett, se avsnitt 2.1. Samtidig har Norges Bank anledning til å avvike fra referanseindeksen, slik at SPU kan øke eller redusere sitt eierskap også på grunnlag av miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring.

Som forvalter av et stort fond har Norges Bank mulighet til både å satse på brede og systemiske tema i sin ansvarlige forvaltningsvirksomhet, samtidig som banken også analyserer og har dialog med enkeltselskaper.

Banken viser til at vekselvirkningene mellom de ulike delene av forvaltningen er mange. For eksempel vil man gjennom arbeidet med ansvarlig forvaltning utvikle analyser, kunnskap og innsikt om forhold som kan ha betydning for avkastning, risiko og langsiktig lønnsomhet i selskaper over tid. Banken mener videre at det er spesielt viktig å se eierskapsutøvelse og investeringsbeslutninger i sammenheng i selskaper der fondet er en betydelig eier. Dialogen med selskapene blir mer virkningsfull når eierskapsutøvelsen ses i sammenheng med investeringsbeslutninger. Kunnskapen banken opparbeider seg gjennom selskapsdialogen bidrar til at eierskapsutøvelsen i større grad er fundert på en helhetlig forståelse av enkeltselskaper og temaer. Spesielt i fremvoksende markeder nevnes dette som viktig.

5.3.4 Departementets vurderinger

Ansvarlig forvaltning er et område i utvikling. Investorer er i økende grad opptatt av miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring. Samtidig er det fortsatt store forskjeller i interessen for og tilnærmingen til slike spørsmål. Departementet mener at rapporten fra IPCM gir en nyttig oversikt over status for arbeidet internasjonalt med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Departementet har samtidig merket seg at rapporten er basert på intervjuer som konsulenten har utført, der intervjuobjektene uttrykker sine synspunkter basert på egne erfaringer.

Finansdepartementet viser til at IPCM mener at ansvarlig forvaltningspraksis må tilpasses den enkelte investor, herunder formål, mandat, størrelse og politisk kontekst, og at det ikke er én felles tilnærming til beste praksis. IPCM peker på noen kjennetegn som er felles for ledende fond innen området, men viser samtidig til at ingen av de fondene som ble intervjuet i forbindelse med rapporten hadde alle disse kjennetegnene.

Departementet har som ambisjon at den ansvarlige forvaltningspraksisen i SPU skal være i tråd med beste praksis internasjonalt. Etter departementets vurdering gjenspeiles mange av kjennetegnene som IPCM trekker frem også i den ansvarlige forvaltningspraksisen for SPU, slik den er beskrevet i avsnittene 5.1, 5.2 og 5.3.3. Strategien for og gjennomføringen av ansvarlig forvaltningspraksis er tilpasset fondets særtrekk som en stor, langsiktig og universell eier, for eksempel ved å legge vekt på standardsetting, støtte til forskning og brede initiativer. Selskapsdialog og stemmegivning er sentrale virkemidler og bankens rapportering viser en systematisk tilnærming til overvåkning av risikofaktorer ved miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring.

Finansdepartementet vil også fremover legge vekt på å følge med på ledende praksis innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

5.4 Rapportering om klimarisiko

5.4.1 Bakgrunn

For et langsiktig og bredt diversifisert fond som SPU vil avkastningen over tid ha en nær sammenheng med verdiskapingen i verdensøkonomien. Tilsvarende vil avkastningen av SPN i stor grad følge verdiskapingen i markedene fondet er investert i. Klimarisiko i form av klimaendringer, klimapolitikk og virkninger av disse på den teknologiske utviklingen, kan ha betydning for avkastningen på lang sikt. Kunnskap og bevissthet om den finansielle risikoen som følger av klimaendringer, men også de investeringsmuligheter som dette fører til, er derfor viktig i forvaltningen av de to fondene.

Fondsmeldingen som ble lagt frem våren 2017 inneholdt en bred omtale av klimarisiko. I meldingen ble det blant annet pekt på at klimarisiko i mange år har vært en integrert del av forvaltningen av SPU og SPN, og det ble gjort rede for Norges Banks og Folketrygdfondets arbeid på området.

Omtalen nedenfor gjør nærmere rede for rammeverk for rapportering om klimarisiko. Den tar utgangspunkt i anbefalingene fra en internasjonal arbeidsgruppe og hvordan disse følges opp i forvaltningen av Statens pensjonsfond. Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD) var en arbeidsgruppe nedsatt av rådet for finansiell stabilitet.[4] Arbeidsgruppen la frem sin endelige rapport 29. juni 2017.

Anbefalingene fra TFCD har som mål å legge til rette for bedre, mer tilgjengelig og mer sammenlignbar rapportering om klimarisiko. Rapporten fra arbeidsgruppen inneholder et rammeverk for rapportering av klimarisiko, og kan deles i fire områder som er relevant for selskaper på tvers av sektorer, land og regioner: styring, strategi, risikostyring samt mål og metoder. I tillegg kommer arbeidsgruppen med særskilte anbefalinger til bestemte sektorer og bransjer, blant annet finanssektoren, herunder kapitaleiere og kapitalforvaltere. En sentral anbefaling fra gruppen er at selskaper bør analysere sine forretningsmodeller mot ulike klimapolitiske scenarioer, herunder et scenario der den globale oppvarmingen begrenses til 2 grader eller lavere i forhold til førindustrielt nivå.[5]

Finansdepartementet ba i brev 2. oktober 2017 Norges Bank og Folketrygdfondet om å vurdere om anbefalingene fra arbeidsgruppen vil ha implikasjoner for deres arbeid med klimarisiko. Omtalen under er basert på svarbrevene fra forvalterne.[6]

---

4 Financial Stability Board (FSB), som ble etablert av G20-landene.

5 Klimaavtalen fra Paris har som mål at den globale oppvarmingen skal begrenses til godt under 2 grader i forhold til førindustrielt nivå og at det skal strebes etter å begrense oppvarmingen til 1,5 grader.

6 Brevene er tilgjengelig på departementets nettsider.

5.4.2 Norges Banks arbeid med rapportering om klimarisiko

Norges Bank har i brev 21. februar 2018 gjort rede for sine vurderinger av anbefalingene fra TFCD. Banken støtter disse, og var med på et opprop til støtte for anbefalingene i forbindelse med klimatoppmøtet[7] i Paris i desember 2017. Norges Bank bidro for øvrig til arbeidet i TFCD ved å gi høringsinnspill. Banken uttrykte at den var positiv til gruppens arbeid, men pekte samtidig på enkelte informasjonsmessige og metodiske utfordringer i operasjonaliseringen av anbefalingene.

Norges Bank mener anbefalingene støtter opp under de områdene innen selskapers klimaarbeid og rapportering som banken har lagt vekt på over tid. Klimaendringer generelt har vært et strategisk fokusområde for banken i deres forvaltning av SPU siden 2006. I 2009 offentliggjorde banken et forventningsdokument om klimaendringer, som er rettet mot selskapene fondet er investert i, og gir et prinsipielt utgangspunkt for eierskapsutøvelsen. Innholdet i forventningsdokumentet gjenspeiler i stor grad anbefalingene fra TFCD, herunder vektleggingen av styrets rolle og ansvar, og forventninger om at selskaper integrerer klimavurderinger i strategiske planer, risikohåndtering og rapportering. I 2017 gjorde banken enkelte endringer i forventningsdokumentet for å tilpasse det ytterligere til arbeidsgruppens anbefalinger.

Arbeidsgruppen mener at rapportering om klimarisiko med finansiell betydning skal være integrert i den ordinære selskapsrapporteringen. Norges Bank har siden 2010 vurdert klimarapporteringen til selskaper i utvalgte sektorer, og har jevnlig kontakt med selskaper som kan forbedre sin rapportering. I 2017 igangsatte banken en dialog med et utvalg store banker om klimarapportering og hvordan de vil følge opp anbefalingene fra arbeidsgruppen. Norges Bank har også arbeidet for at anbefalingene reflekteres i etablerte rammeverk for selskapsrapportering om klima, herunder i rapportering til CDP-initiativet for åpenhet om selskapers miljøpåvirkning.[8]

I tillegg til å støtte opp om rapportering fra selskapene har Norges Bank siden 2015 lagt vekt på å utvikle en egen database for informasjon om miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring. I 2015 offentliggjorde også banken de første beregningene av aksjeporteføljens klimagassutslipp, og har senere utvidet denne analysen med selskapsobligasjoner. Banken viser til at fondets karbonavtrykk er redusert over tid, men peker samtidig på at utslippstall alene ikke gir et fullstendig grunnlag for vurdering av klimarisiko. Risikovurderingene er derfor supplert med andre faktorer, herunder vannintensitet, luftforurensing og alder på anleggene for karbonfangst og -lagring.

Norges Bank trekker frem at kun et fåtall selskaper i dag rapporter scenarioanalyser. Banken vil i 2018 arbeide videre med slike analyser for utvalgte sektorer, markeder og selskaper. Videre deltar banken i en arbeidsgruppe i regi av FNs miljøprogram som skal utarbeide veiledning til investorer om arbeidsgruppens anbefalinger.

5.4.3 Folketrygdfondets arbeid med rapportering om klimarisiko

Folketrygdfondet støttet i brev 15. februar 2018 intensjonen i anbefalingene fra TFCD. Det trekkes frem som positivt og viktig at anbefalingene både handler om hvordan selskaper påvirkes av klimarisiko og hvordan de påvirker klimaet. Folketrygdfondet peker på at selskapsrapportering i tråd med anbefalingene til arbeidsgruppen forventes å gi investorer bedre informasjon om selskapers og sektorers eksponering for og håndtering av klimarisiko.

En av anbefalingene er at investorer skal oppfordre selskaper til å gi bedre informasjon om klimarisiko. Folketrygdfondet har tatt opp klimarisiko i sin eierskapsutøvelse gjennom flere år, og oppfordrer selskapene fondet er investert i, til å rapportere om sine utslipp, utarbeide strategier og mål, samt iverksette tiltak som gjør dem mindre utsatt for klimarisiko.

Folketrygdfondet viser også til sitt forventningsdokument om selskapers håndtering av klima, og trekker frem at dette er i tråd med arbeidsgruppens anbefalinger. Det gjelder blant annet anbefalingene om at selskaper med vesentlige klimarelaterte trusler og muligheter beskriver hvordan forretningsmodeller og strategier kan påvirkes, samt at slike selskaper også rapporterer relevante indikatorer og mål som en del av den finansielle rapporteringen.

Folketrygdfondet har siden 2013 utarbeidet utslippsanalyser av aksjeporteføljen. Utslippsanalysen bidrar både til økt forståelse av den finansielle risikoen ved endret pris på utslipp, samt økt innsikt i selskapenes beredskap for å håndtere klimarisiko. Folketrygdfondet peker på at utslippsanalysen likevel har begrensninger, og analysen gir heller ikke innsikt i hvordan selskapene i porteføljen er posisjonert for konsekvensen av endret lovgivning eller overgangsrisiko.

---

7 «One Planet Summit».

8 Tidligere «Carbon Disclosure Project».

TFCD anbefaler å håndtere disse svakhetene ved å bruke flere verktøy enn utslippsanalyser, eksempelvis scenarioanalyser. Folketrygdfondet trekker frem at det er en forutsetning at det utvikles en robust metode for klimarelaterte scenarioanalyser for at denne informasjonen skal kunne oppleves som nyttig og relevant for investorer og selskaper. Også arbeidsgruppen viser til at utarbeidelse og bruk av klimarelatert scenarioanalyse fortsatt er i en tidlig fase, og oppfordrer til videre utvikling av praksis. Videre skriver Folketrygdfondet at de vil engasjere seg i relevante eksterne initiativer for å bidra til å utvikle en robust tilnærming til hvordan investorer kan identifisere, håndtere og rapportere om vesentlig klimarisiko.

5.4.4 Departementets vurderinger

Målet med investeringene i Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig avkastning til en akseptabel risiko. Det er bred politisk enighet om at fondet ikke skal være et virkemiddel i utenriks- eller klimapolitikken. Vurderingene i dette avsnittet har derfor et finansielt utgangspunkt.

Klima er en viktig, finansiell risikofaktor for Statens pensjonsfond på lang sikt. Dette gjelder klimaendringer, klimapolitikk og virkninger av disse på den teknologiske utviklingen. Fondet er stort, langsiktig og har investeringer spredt på flere tusen selskaper. Det er derfor særlig utsatt for systemisk risiko, ved at økonomisk vekst og samlet inntjening i selskapene påvirkes av blant annet klimaendringer. I mandatene for forvaltningen av SPU og SPN er det lagt til grunn at god avkastning på lang sikt avhenger av en bærekraftig utvikling og velfungerende markeder.

Informasjon er en forutsetning for at markedene skal kunne fungere godt, slik at klimarisiko gjenspeiles i prisene på ulike verdipapirer og i finansmarkedet. Det vil igjen påvirke selskapers investeringer og den samlede allokeringen av kapital. Rapportering om klimarisiko og anbefalingene fra arbeidsgruppen TCFD er i så måte viktig. Arbeidet i det norske klimarisikoutvalget vil også kunne være relevant for utvikling av standarder og rapporteringspraksis.

Finansdepartementet merker seg at både Norges Bank og Folketrygdfondet støtter opp under anbefalingene fra arbeidsgruppen om rapportering av klimarisiko. Anbefalingene gjenspeiler i stor grad forventningene Norges Bank og Folketrygdfondet allerede har etablert om rapportering fra selskapene de er investert i, som uttrykt i respektive forventningsdokumenter om klima. Forventningsdokumentene legger grunnlag for fondenes eierskapsutøvelse. Klimarisiko i bred forstand har lenge vært en integrert del av forvaltningen av SPU og SPN.

Norges Bank og Folketrygdfondet beregner i dag klimagassutslippene fra selskapene i porteføljen. Det er et nyttig utgangspunkt, men et ufullstendig grunnlag for vurdering av klimarisiko, slik forvalterne selv også påpeker. Blant annet vil slike analyser ikke fange opp hvordan selskapene er posisjonert for å håndtere ulike scenarioer på klimaområdet.

Arbeidsgruppen anbefaler scenarioanalyser for å få bedre kunnskap om hvordan forretningsmodeller og strategier påvirkes av klimarisiko, herunder av et scenario der den globale oppvarmingen begrenses til 2 grader eller lavere i forhold til førindustrielt nivå. Finansdepartementet er enig i at scenarioanalyser vil kunne bidra med relevant informasjon. Samtidig har departementet merket seg at arbeidet med slike analyser i selskaper er i en tidlig fase, noe også arbeidsgruppen selv fremhever. Norges Bank peker på at få selskaper i dag rapporterer slike analyser. Folketrygdfondet understreker at det må utvikles en robust metode for at informasjonen skal oppleves som nyttig og relevant for selskaper og investorer.

Departementet legger til grunn at Norges Bank og Folketrygdfondet vil fortsette sitt arbeid med rapportering om klimarisiko i lys av anbefalingene til arbeidsgruppen, blant annet ved å bidra til utvikling av standarder og rapporteringspraksis.

5.5 Forventningsdokument om skatt og åpenhet

5.5.1 Innledning

Norges Bank la frem et eget forventningsdokument om skatt og åpenhet 7. april 2017, som kom i tillegg til eksisterende forventningsdokumenter om menneskerettigheter, klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter.[9] Finansdepartementet omtalte forventningsdokumentet i meldingen om Statens pensjonsfond som ble lagt frem våren 2017. Stortingets finanskomité uttrykte i forbindelse med behandlingen av meldingen store forventninger til oppfølgingen av det nye dokumentet, og så frem til rapportering om dette i meldingen våren 2018, se Innst. 357 S (2016–2017).

[9] Norges Bank offentliggjorde 15. februar 2018 ytterligere ett forventningsdokument, om anti-korrupsjon, se boks 5.3.

I tråd med dette ba Finansdepartementet i brev 14. juni 2017 Norges Bank om å gjøre rede for arbeidet med å følge opp forventningsdokumentet om skatt og åpenhet. Norges Bank har i svarbrev 24. januar 2018 gjort nærmere rede for arbeidet, i tillegg til det som er offentliggjort i publikasjonen om ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

5.5.2 Norges Banks arbeid

Norges Bank viser i sitt brev til at banken er en langsiktig, global investor som ønsker å fremme standarder og praksis for å bidra til konkurranse på like vilkår og bærekraftige forretningsforhold. Skatt på tvers av jurisdiksjoner vil påvirke konkurranseforholdene mellom selskapene, og investorer har derfor en rolle i å fremme gode internasjonale standarder, åpenhet og praksisutvikling for flernasjonale selskaper. Det kan bidra til legitime og velfungerende markeder.

Skatt og åpenhet er temaer som løpende er gjenstand for regulatoriske endringer i mange land, og hvor de generelle forventningene til selskaper er i utvikling. Selskapsskatt gir offentlige inntekter, som kan være avgjørende for finansieringen av velferdsgoder i fremvoksende markeder. Norges Bank understreker i sitt brev at spørsmål om skattenivå og håndhevelse av skattelovgivning hører inn under myndighetenes rolle, og at skattlegging av globale selskaper må skje innenfor rammen av globalt samarbeid mellom nasjonalstatene. I den forbindelse vises det til det pågående Base Erosion and Profit Shifting (BEPS)-prosjektet i regi av OECD.

Formålet med forventningsdokumentet er å uttrykke hvordan Norges Bank, i rollen som finansiell investor, forventer at flernasjonale selskaper har en formålstjenlig, veloverveid og åpen skattepraksis. Forventningene er rettet mot styrene i selskapene og dokumentet brukes som et utgangspunkt for bankens dialog med flernasjonale selskaper om disse temaene.

Forventningsdokumentet om skatt og åpenhet er forankret i internasjonale prinsipper, herunder OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring, og er basert på tre hovedprinsipper:

- Skatt bør betales der økonomiske verdier skapes.
- Selskapenes skatteordninger er styrets ansvar.
- Offentlig rapportering om fordelingen av inntekt, skatt og den økonomiske aktiviteten i de landene selskapene har virksomhet (land-for-land-rapportering) er et sentralt element i åpen selskapsrapportering.

Norges Bank skriver at forventningsdokumentet understreker at selskapers skattestrategier kan gi opphav til risiko for investorer, særlig i perioder med regulatoriske endringer. Banken ønsker å støtte selskapsstyrene i arbeidet med å skape verdier. Det forventes at selskaper skal kunne forklare offentlig de forretningsmessige begrunnelsene for tilstedeværelse i lukkede jurisdiksjoner og i lavskatteområder, der den lokale aktiviteten kan være liten sammenlignet med den økonomiske verdiskapingen som de tilskrives.

Rollen som minoritetsaksjonær innebærer at Norges Bank ikke kan påtvinge selskaper endret skatteatferd. Investorer vil sjelden kunne gjennomføre en detaljert oppfølging av de strategiene selskaper bruker i sin skattetilnærming. Samtidig peker banken på at skattespørsmål for tiden er gjenstand for økende investorinteresse.

Norge Bank har i 2017 rettet sitt arbeid mot utvalgte selskaper i enkeltsaker og mot de største investeringene i fondet. Banken sendte i fjor brev om forventningsdokumentet til de 500 største selskapene i fondets portefølje, og har mottatt svar fra om lag 50 av disse.

Bankens kontakt med selskapene viser at deres arbeid med skatt og åpenhet i hovedsak er i tråd med bankens forventninger. Flere selskaper uttrykker blant annet at skattehensyn er styrets ansvar. Videre har enkelte flernasjonale selskaper offentliggjort retningslinjer for skattespørsmål, og mange selskaper planlegger å dele land-for-land-informasjon med nasjonale myndigheter. Samtidig er enkelte selskaper avventende til offentlig rapportering om dette, i påvente av ny lovgivning på området. Enkelte selskaper trekker frem kommersielle utfordringer ved offentlig land-for-land-rapportering, men sier samtidig at de vil rette seg etter eventuelle krav fra myndighetene. Noen selskaper uttaler at de motsetter seg bruken av lukkede jurisdiksjoner.

Norges Bank er tydelig på at forventningene om skatt og åpenhet ikke fullt ut gjenspeiler dagens selskapspraksis. Samtidig kan tydelige signaler fra banken som eier være viktig for å antyde hva som anses verdiskapende skattepraksis for selskapene og samfunnet på lang sikt.

Fremover vil Norges Bank utvikle sine analyser og vektlegge skatt og åpenhet i eierskapsutøvelsen, blant annet med utgangspunkt i svarene fra selskapene. Banken forventer endringer i rammeverk og at selskapenes praksis vil videreutvikles, og støtter selskapenes styrer i arbeidet med å møte forventninger fra investorene. I 2018 vil Norges Bank arbeide med konkrete innspill fra

selskapene og kontakte selskaper som ikke har svart på brevet.

Norges Bank følger også opp skatt og åpenhet på andre måter enn gjennom dialog med selskapene. Blant annet innhenter og systematiserer banken informasjon som grunnlag for risikovurderinger av selskaper, sektorer og markeder. Innhentingen av informasjon tar utgangspunktet i rapporteringen fra selskaper, men baserer seg også på spesifikk kunnskap om selskaper og skatt hos bankens forvaltere. Banken mener at informasjon fra uavhengige organisasjoner kan være nyttig i dette arbeidet.

Skatt og åpenhet er også en del av Norges Banks arbeid med standardsetting. I løpet av 2017 har banken blant annet lagt frem sine forventninger på konferanser og i paneldiskusjoner om skatt og åpenhet, og gitt høringsinnspill til EU om skattlegging av den digitale økonomien.

5.5.3 Departementets vurderinger

Finansdepartementet mener åpenhet og god rapportering om inntektsstrømmer og skatteforhold kan skape tillit, motvirke hemmelighold og understøtte riktig skattlegging på tvers av jurisdiksjoner. Tydelige forventinger fra finansielle investorer som SPU på dette området er viktig. Økt åpenhet kan gjøre det enklere for investorer å vurdere selskapers strategi og eventuell risiko ved beskatning på tvers av landegrenser.

Departementet anser at Norges Bank så langt ser ut til å ha integrert dette arbeidet i sin ansvarlige forvaltning på en god måte. Departementet har merket seg at Norges Bank vektlegger en langsiktig horisont og understreker betydningen av å ha realistiske forventninger til hva banken og andre investorer kan oppnå. Departementet er enig med Norges Bank i at spørsmål om skattenivå og håndhevelse av skattelovgivning først og fremst hører inn under myndighetenes, og ikke investorenes, ansvar.

Norge legger vekt på arbeidet med skatt og åpenhet på myndighetsnivå og deltar i OECDs BEPS-prosjekt, som også banken viser til i sitt brev. Prosjektet har som formål å skape et mer forutsigbart og konsistent internasjonalt rammeverk for selskapsbeskatning.

5.6 Enkelte endringer i retningslinjer for observasjon og utelukkelse

Etikkrådet har i brev 12. februar 2018 foreslått enkelte endringer i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland. Forslagene gjelder Etikkrådets behandling av personopplysninger og behovet for høring av selskaper ved utelukkelse etter produktkriteriene.

Etikkrådet har i sitt arbeid behov for å kunne innhente og behandle personopplysninger. Som følge av at EUs personvernforordning ventelig vil gjennomføres i norsk rett, tilrår Etikkrådet endringer i retningslinjene slik at det går klart frem at rådet har tilstrekkelig forankring i nasjonal rett til blant annet å behandle personopplysninger. Dette er et krav etter EUs forordning. Forslaget er til behandling i departementet.

Etikkrådet skal i henhold til retningslinjenes § 5 fjerde ledd forelegge utkast til tilråding for uttalelse, til selskap som vurderes utelukket. Retningslinjenes § 2 sier at fondet ikke skal være investert i selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer produserer visse typer produkter. Produktkriteriene er derfor utformet som *skal*- kriterier og Etikkrådets vurdering er at det for produktsakene vil være en nær sammenheng mellom Etikkrådets vurderinger på tidspunktet for foreleggelse og den endelige beslutningen. Dette er til forskjell fra retningslinjenes § 3 der de atferdsbaserte kriteriene er utformet som *kan*-kriterier. Etikkrådet mener derfor at for saker i henhold til produktkriteriene vil utkast til tilråding regelmessig kunne utgjøre taushetspliktbelagt innsideinformasjon etter regelverket for verdipapirhandel, og at kravet om foreleggelse for selskapene derfor bør utgå for produktsakene.

Det er Etikkrådet selv som til enhver tid må gjøre selvstendige og konkrete vurderinger av hvordan disse sakene skal håndteres etter regelverket for verdipapirhandel. Departementet legger til grunn Etikkrådets vurdering av at denne informasjonen regelmessig vil kunne utgjøre innsideinformasjon og anser at det er uheldig at det stilles et krav i retningslinjene som regelmessig ikke kan håndheves på grunn av taushetsplikt. Departementet legger derfor opp til at § 5 fjerde ledd endres slik at foreleggelsesplikten skal gjelde kun saker i henhold til atferdskriteriene (retningslinjene § 3).

Del II
Temaartikkel

6 Kostnader, avkastning og risiko ved investeringer i aktive eierfond

6.1 Innledning

Aktive eierfond er organisert slik at en forvalter med spesialkompetanse investerer og utøver eierstyring i unoterte selskaper på vegne av et investorkollektiv eller partnerskap. Aktive eierfond har normalt en levetid på om lag ti år, der investeringer i unoterte selskaper gjerne foretas i løpet av de første seks årene (investeringsperioden). I løpet av de påfølgende fire årene er målet å selge seg ut av alle selskapene til en høyere verdi. Forvalter søker å øke verdien av selskapene gjennom blant annet endringer i selskapenes styringsstruktur og ledelse, kapitalstruktur og operasjonelle drift.

Det kan være krevende å vurdere kostnader, avkastning og risiko ved investeringer i aktive eierfond. En viktig årsak er at unoterte aksjeinvesteringer ikke verdsettes løpende, noe som gjør det vanskelig å sammenligne avkastning og risiko med børsnoterte aksjeinvesteringer. Unoterte selskaper er heller ikke underlagt samme krav til rapportering som børsnoterte selskaper, og flere aktive eierfond ønsker ikke å oppgi sine resultater. Det innebærer at det er lite data tilgjengelig.

I denne temaartikkelen gjøres det nærmere rede for sammensetningen av kostnadene ved investeringer i aktive eierfond og investors avkastning og risiko basert på rapportene fra henholdsvis ekspertgruppen Døskeland og Strömberg (2018) og konsulentselskapet McKinsey (2017). Begge rapportene er tilgjengelige på Finansdepartementets nettsider.

6.2 Kostnader

Investeringer i aktive eierfond har en sammensatt kostnadsstruktur. Kostnadene for en investor vil blant annet avhenge av avkastningen som oppnås i eierfondet, lengden på investeringsperioden, avtalte avkastningskrav samt valg av investeringsmodell. Kostnadene ved investeringer i aktive eierfond kan deles inn i faste, avkastningsavhengige og indirekte kostnader. Faste og avkastningsavhengige honorarer til forvalter utgjør størstedelen av kostnadene, mens de indirekte kostnadene vanligvis utgjør en mindre andel. Investor vil også ha interne kostnader til utvelgelse og oppfølging av aktive eierfond.

Faste honorarer

Faste honorarer skal dekke løpende forvaltning av de unoterte selskapene, herunder kostnader for rådgivingstjenester og transaksjonskostnader. Ekspertgruppen viser til at de faste honorarene i investeringsperioden utgjør om lag 1,5 pst. til 2 pst. av kapitalen investor har forpliktet til det aktive eierfondet. I investeringsperioden løper kostnadene uavhengig av hvor mye kapital som faktisk investeres i konkrete selskaper. Etter at investeringsperioden er avsluttet, beregnes de faste honorarene gjerne som andel av forvaltet kapital[1].

Avkastningsavhengige honorarer

For en investor i aktive eierfond påløper også avkastningsavhengige honorarer. Ekspertgruppen viser til at forvalter gjerne mottar 20 pst. av fortjenesten i det aktive eierfondet ut over et forhåndsbestemt avkastningskrav. For oppstartsfond som det er stor etterspørsel etter å delta i, kan satsen gjerne være 30 pst. av fortjenesten. Det forhåndsbestemte avkastningskravet fastsettes oftest uavhengig av hvilken avkastning som alternativt kunne vært oppnådd i det noterte aksjemarkedet, og har historisk tilsvart om lag 8 pst.

Rekkefølgen for utbetaling av avkastningsavhengige honorarer kan variere. Normalt mottar forvalter avkastningsavhengige honorarer etter at investor har fått tilbake investert kapital i det aktive fondet. Etter at avkastningskravet er oppfylt, deles så en eventuell ytterligere fortjeneste mellom forvalter og investor etter fastsatte ande-

[1] Begrepet «forvaltet kapital» viser for aktive eierfond til anslått verdi av selskapene under forvaltning («net asset value»).

ler. Enkelte aktive eierfond har avtaler som innebærer at forvalter mottar avkastningsavhengige honorarer løpende etter hvert som selskaper selges. I slike tilfeller kompenseres gjerne forvalter dersom verdien av realiserte salg og urealiserte selskapsverdier i det aktive eierfondet overstiger investert kapital, justert for eventuelle avkastningskrav. I tilfeller der urealiserte selskapsverdier på et senere tidspunkt viser seg å ha blitt priset for høyt, har investor normalt krav på å få deler av honoraret tilbake.

Indirekte kostnader

Ved investeringer i aktive eierfond påløper det videre indirekte kostnader. Dette er kostnader som forvalter belaster de unoterte selskapene direkte. I mange eierfond betales det blant annet konsulenthonorarer direkte fra de unoterte selskapene til forvalter av det aktive eierfondet. Ekspertgruppen viser til at det historisk har vært lite åpenhet om disse kostnadene.

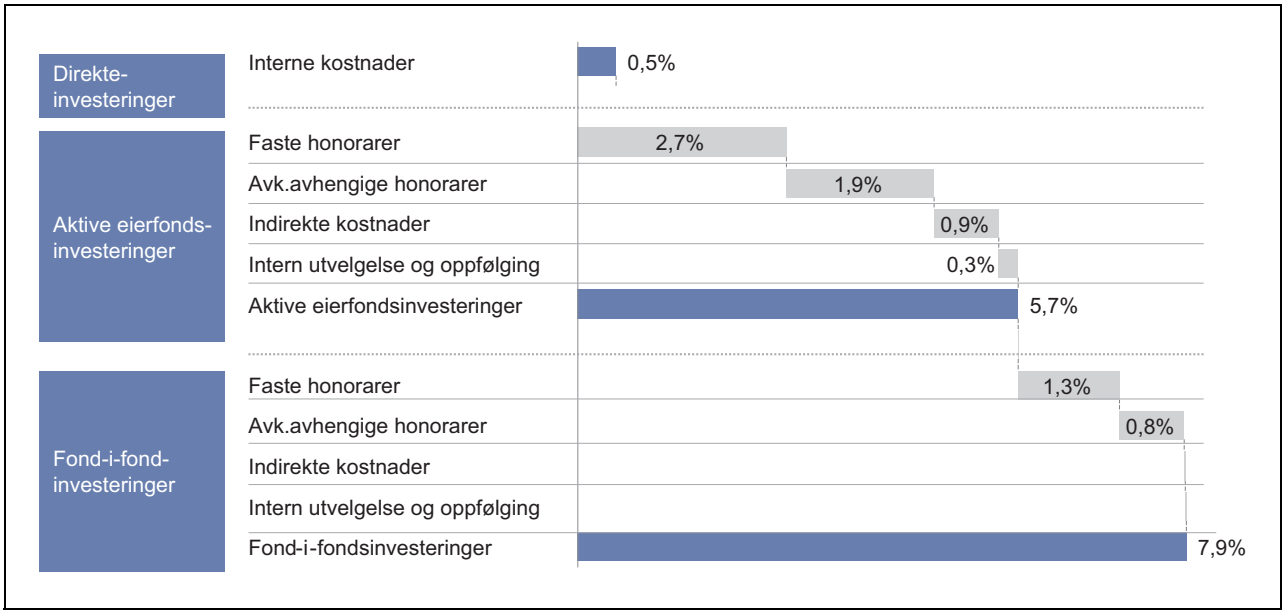
Kostnadsstrukturen i aktive eierfond kan være svært fordelaktig for forvalter. For å redusere mulige interessekonflikter mellom forvalter og investorkollektivet søkes det å etablere mest mulig sammenfallende incentiver. Det kan likevel oppstå interessekonflikter.

Ekspertgruppen viser blant annet til at forvalter kan søke å maksimere de faste honorarene, heller enn avkastningen av det aktive eierfondet. Ettersom forvaltningshonorarer beregnes som andel av forpliktet kapital i investeringsperioden, kan forvalter søke å etablere størst mulige fond. Lite åpenhet om honorarstrukturen i de aktive eierfondene og begrenset forhandlingsmakt for investor i perioder med god tilgang på kapital kan forsterke slike interessekonflikter. Ekspertgruppen trekker også frem at avkastningsavhengige honorarer er basert på egenkapitalavkastning som ikke er justert for risiko. Ved å belåne investeringene kan forvalter mekanisk øke forventet egenkapitalavkastning og dermed de forventede avkastningsavhengige honorarene.

Ekspertgruppen viser samtidig til at det i forskningslitteraturen ikke er enighet om omfanget av slike konflikter eller hvilken betydning de har hatt for avkastningen av aktive eierfond historisk.

McKinsey viser til at gjennomsnittlige årlige kostnader som andel av forvaltet kapital for aktive eierfond kan anslås til om lag 5,7 pst., fordelt på 2,7 pst. i faste honorarer, 1,9 pst. i avkastningsavhengige honorarer og 1,2 pst. i indirekte kostnader og kostnader til intern utvelgelse og oppfølging. Ekspertgruppen viser til egne analyser som gir om lag tilsvarende resultater, men trekker frem utfordringer ved å beregne årlige kostnader i aktive eierfond. Gruppen peker blant annet på at størrelsen på avkastningskravet, samt hvor høy brutto avkastning forvalter oppnår, vil ha betydning for investors samlede kostnader.

Valg av investeringsmodell vil ha stor betydning for kostnadene som påløper for en investor i unoterte aksjer. Kostnadsstrukturen ved investe-



Figur 6.1 Sammenligning av kostnader for ulike investeringsmodeller, målt som andel av forvaltet kapital. Prosent

Kilde: McKinsey (2017).

ringer i aktive eierfond innebærer at avkastningen som tilfaller investor reduseres betydelig, samtidig som den fremstår gunstig for forvalter. Som et resultat av høye kostnader i forbindelse med unoterte aksjeinvesteringer, benytter flere investorer saminvesteringer, mens noen få investerer direkte i unoterte selskaper på egenhånd, se avsnitt 3.2. Investor kan også delegere utvelgelsen av aktive eierfond til en ekstern forvalter, gjennom investeringer i såkalte fond-i-fond. Dette innebærer imidlertid ekstra kostnader. En sammenligning av kostnader for ulike investeringsmodeller utført av McKinsey er vist i figur 6.1.

6.3 Avkastning

Avkastningen av aktive eierfond kan først endelig vurderes etter at eierfondet er avsluttet, normalt etter om lag 10 år. I eierfondets levetid eksisterer det ikke løpende prising av de unoterte selskapene. Verdien av aktive eierfond på et gitt tidspunkt beregnes gjerne ved hjelp av den anslåtte verdien av de urealiserte selskapsinvesteringene samt tidligere realiserte gevinster og tap. Verdien blir oppdatert noen ganger hvert år, og rapporteres gjerne med et tidsetterslep.

Verdien av de urealiserte investeringene kan påvirkes. Ekspertgruppen viser til at det er vanlig at forvaltere oppretter nye aktive eierfond mot slutten av investeringsperioden til allerede etablerte fond. Ifølge gruppen kan det gi forvaltere insentiv til å rapportere høyere verdier av de urealiserte investeringer enn det er grunnlag for, som ledd i å tiltrekke seg investorer til nye eierfond.

Flere avkastningsmål som benyttes for unoterte investeringer tar utgangspunkt i kontantstrømmene til investeringene. I det følgende omtales avkastningsmålene internrente, multippel av investert kapital, «public market equivalent» og direkte alfa. Felles for alle er at avkastningen måles etter justering for kostnader.

Internrente

Internrente (IRR) er et standard avkastnings- og resultatmål blant aktive eierfond, men har ifølge McKinsey og ekspertgruppen flere metodiske svakheter. Internrenten vil i mange tilfeller overvurdere den historiske avkastningen. Dette følger av at målet bygger på en antagelse om at utbetalt kontantstrøm reinvesteres til internrenten.

Avkastningsmålet kan også påvirkes av forvalters valg av tidspunkt for realisering av gevinster og tap. Hvis lønnsomme investeringer realiseres tidlig og ulønnsomme investeringer sent, vil internrenten øke. Det kan tiltrekke kapital fra nye investorer og samtidig gi forvalter høyere avkastningsavhengige honorarer. Internrenten kan også økes ved å belåne investeringer fremfor å bruke forpliktet kapital fra investorene tidlig i investeringsperioden. Slik belåning medfører en utsettelse av den første negative kontantstrømmen i eierfondet, og bidrar derfor mekanisk til en økt internrente.

Multippel av investert kapital

Multippel av investert kapital er et avkastningsmål basert på forholdet mellom den akkumulerte kontantstrømmen som tilfaller investor, og kontantstrømmen som blir utbetalt fra investor. I likhet med internrente, er også dette et absolutt avkastningsmål, som verken justeres for avkastning som alternativt kunne blitt oppnådd i det noterte markedet eller risiko.

Public market equivalent

«Public market equivalent» (PME) er et avkastningsmål som sammenligner avkastning av unoterte aksjeinvesteringer med investeringer i en bred, notert aksjeindeks i samme tidsperiode og med samme kontantstrøm. I en PME-beregning neddiskonteres de inngående og utgående kontantstrømmene samt gjenstående verdi av fondet med avkastningen i det noterte markedet, eksempelvis gitt ved en bred markedsindeks som S&P 500. PME har derfor flere likhetstrekk med multippel av investert kapital, men adskiller seg ved at avkastningsmålet tar hensyn til avkastningen i det noterte markedet. En PME tilsvarende 1,1 innebærer at investor oppnår 10 pst. høyere totalavkastning enn en tilsvarende investering i det noterte markedet, mens en PME på 0,9 tilsvarer en mindreavkastning på 10 pst. I likhet med multippel av investert kapital er PME et akkumulert, og ikke et årlig avkastningsmål.

Direkte alfa

Direkte alfa sammenligner avkastningen av aktive eierfond med investeringer i noterte aksjeindekser i samme tidsperiode og med samme kontantstrøm, uttrykt som en årlig størrelse. Avkastningsmålet beregnes som internrenten av PME (nåverdien til kontantstrømmen neddiskontert med avkastningen i det noterte markedet i samme tidsperiode).

Tabell 6.1 Gjennomsnittlig PME for amerikanske og europeiske aktive eierfond

USA (S&P 500)	PME for oppkjøpsfond (701 fond)	PME for oppstartsfond (1 085 fond)
Hele perioden	1,2	1,35
(Direkte alfa)	*3,07%*	*2,07%*
2000-tallet	1,23	0,96
1990-tallet	1,23	2,05
1980-tallet	1,16	0,89

Europa (MSCI Europe)	PME for oppkjøpsfond (282 fond)	PME for oppstartsfond (157 fond)
Hele perioden	1,21	0,96
2000-tallet	1,16	0,83
1990-tallet	1,30	1,24
1980-tallet	-	-

Kilde: Døskeland og Strömberg (2018).

Historisk avkastning av aktive eierfond

Ekspertgruppen viser til nyere forskning som sammenligner avkastningen av investeringer i amerikanske og europeiske aktive eierfond med avkastningen i det noterte aksjemarkedet siden 1980-tallet, se tabell 6.1. Avkastningstallene er etter forvaltningskostnader, og representerer dermed avkastningen som tilfaller investor. S&P 500-indeksen i samme tidsperiode er brukt som neddiskonteringsrate for amerikanske aktive eierfond, mens en MSCI-indeks for Europa er benyttet for europeiske eierfond. For Europa inneholder analysen et betydelig mindre antall aktive eierfond (særlig oppstartsfond) enn analysen av amerikanske aktive eierfond.

Ekspertgruppens analyser viser at både oppkjøpsfond og oppstartsfond i USA i gjennomsnitt har gitt høyere avkastning enn det amerikanske, noterte markedet siden 1980-tallet. For Europa har oppkjøpsfond gitt en høyere avkastning, mens oppstartsfond har gitt lavere avkastning enn det europeiske aksjemarkedet. Oppkjøpsfond både i USA og Europa har i gjennomsnitt hatt en PME på 1,2, det vil si en avkastning om lag 20 pst. høyere enn det noterte markedet over investeringens levetid. Målt som direkte alfa tilsvarer dette en årlig meravkastning på om lag 3 prosentenheter. For amerikanske oppstartsfond viser tilsvarende avkastningsmål en PME på 1,35 og en direkte alfa på om lag 2,1 pst. Europeiske oppstartsfond har siden 1980-tallet hatt en PME i underkant av én, noe som innebærer at investor har oppnådd lavere avkastning enn tilsvarende investeringer i det noterte europeiske aksjemarkedet.

For oppstartsfond i USA er avkastningsforskjellene over tiårsperiodene imidlertid store. Meravkastningen i forhold til det noterte markedet er drevet av enkeltfond med svært høy avkastning på 1990-tallet. I tiårsperiodene før og etter 1990-tallet har det gjennomsnittlige oppstartsfondet oppnådd lavere avkastning enn det noterte markedet. Samtidig viser ekspertgruppen til sammenligninger av spredningen i fondenes avkastning, som tyder på større spredning for oppstartsfond enn for oppkjøpsfond.

6.4 Risikojustert avkastning

Ifølge finansteori kan investorer forvente en kompensasjon for å bære risiko som gjenstår etter bred spredning av investeringene, såkalt systematisk risiko. Et grunnleggende prinsipp er at aktiva med høyere systematisk risiko gjerne har lavere pris og dermed høyere forventet avkastning. Dersom avkastningen av en investering er positiv etter at en har justert for syste-

matisk risiko, omtales dette som risikojustert meravkastning.

Som omtalt i avsnitt 6.3, synes investeringer i aktive eierfond i gjennomsnitt å ha gitt en noe høyere avkastning enn investeringer i det brede, noterte aksjemarkedet. Imidlertid er det ingen av de omtalte avkastningsmålene som justerer for forskjeller i risiko. For investeringer i aktive eierfond kan slike justeringer være utfordrende. Det eksisterer ikke løpende priser for aksjer i unoterte selskaper, noe som isolert sett fører til at den målte risikoen gjerne fremstår som lavere enn for tilsvarende noterte aksjer.

Risikofaktorer

Ekspertgruppen peker på at investeringer i aktive eierfond innebærer høyere risiko enn investeringer i det brede, noterte aksjemarkedet. Samtidig vises det til at det ikke synes å være enighet i forskningslitteraturen om hvordan resultatene i aktive eierfond bør justeres for risiko. Gruppen trekker i rapporten frem tre typer risiko som kan bidra til å forklare avkastningen av aktive eierfond.

Likviditetsrisiko

Investeringer i unoterte aksjer gir ifølge ekspertgruppen eksponering mot systematisk likviditetsrisiko. En åpenbar forskjell mellom det noterte og unoterte markedet er at unoterte aksjer ikke handles på regulerte markedsplasser med effektiv konkurranse. Det innebærer at unoterte aksjer i gjennomsnitt vil være mindre omsettelige enn noterte aksjer, og dermed at investorer alt annet like vil være villige til å betale en høyere pris for noterte aksjer. Graden av omsettelighet i markedet omtales gjerne som *markedslikviditet*, og det antas gjerne at investeringer i aktiva med lav markedslikviditet i forventning kompenseres med en likviditetspremie.

Ekspertgruppen peker på at investorer i unoterte aksjer også er eksponert mot en annen type likviditetsrisiko, såkalt *finansieringslikviditet*. Ved investeringer i aktive eierfond forplikter investor seg til å stille med kapital ved behov i hele investeringsperioden til eierfondet. Forvalter velger tidspunktet for investeringer i unoterte selskaper og dermed når det trekkes på investors kapital. Risikoen for at forvalter trekker på kapital i perioder der tilgangen på kapital og kreditt generelt er vanskelig tilgjengelig, omtales gjerne som finansieringslikviditet. Investeringer i aktive eierfond er ifølge gruppen mer eksponert mot de to typene likviditetsrisiko enn investeringer i noterte aksjer, og en investor vil derfor kreve kompensasjon i form av høyere forventet avkastning.

Markedsrisiko og systematiske risikofaktorer

Ekspertgruppen trekker frem at forvaltere av aktive eierfond gjerne tar opp betydelig gjeld i de unoterte selskapene det investeres i. Forskning tyder på at unoterte selskaper i gjennomsnitt har en gjeldsgrad som er om lag dobbelt så høy som for noterte selskaper. Høy belåning gir høyere markedsrisiko ved investeringer i aktive eierfond, sammenlignet med investeringer i det brede, noterte aksjemarkedet.

I tillegg til markedsrisiko, trekker ekspertgruppen frem at meravkastningen av aktive eierfond også kan være kompensasjon for andre former for systematisk risiko. Gruppen viser blant annet til studier som benytter kjente risikofaktorer som størrelse, verdi og momentum til å forklare avkastningen av investeringer i aktive eierfond. Det er tidligere blitt pekt på at det kan være enkelte karakteristika ved unoterte aksjer som gjør slike investeringer systematisk forskjellige fra investeringer i noterte selskaper, eksempelvis at slike selskaper gjerne er mindre og har høyere belåning enn noterte selskaper.

Annen risiko

Ekspertgruppen trekker frem nyere forskning som kan tyde på at investeringer i aktive eierfond også innebærer eksponering mot risikofaktorer som ikke kan oppnås i det noterte aksjemarkedet. Gruppen viser til at forskningslitteraturen ikke kan forklare avkastningen av aktive eierfond fullt ut med risikofaktorer i det noterte aksjemarkedet. Dette *kan* tyde på at investeringer i aktive eierfond gir eksponering mot risikofaktorer som ikke eksisterer i det noterte aksjemarkedet. En investor vil da isolert sett kunne oppnå bedre risikospredning ved også å investere i unoterte aksjer.

Risikojustering

I rapporten fra ekspertgruppen vises det til beregninger som forsøker å beregne risikojustert meravkastning for det *samlede unoterte aksjemarkedet*. Analysene studerer den historiske avkastningen av aktive eierfond etter kostnader, og er derfor et mål på avkastningen som tilfaller investor. Dersom den historisk høyere avkastningen av aktive eierfond kan forklares av faktorer som også påvir-

ker det noterte aksjemarkedet, kan en i prinsippet konstruere en portefølje av noterte aksjer med tilsvarende avkastnings- og risikoegenskaper som investeringer i aktive eierfond.

Ekspertgruppen viser til analyser som kan tyde på at risikojusterte indekser av noterte aksjer, herunder justering for markeds-, verdi- og størrelsesfaktorer, kan oppnå tilsvarende avkastning som investeringer i aktive eierfond. Samtidig peker ekspertgruppen på at dette kan være en kostnadskrevende og lite effektiv måte å få eksponering mot slike risikofaktorer, sammenlignet med å investere i aktive eierfond. Ekspertgruppen trekker blant annet frem at dette vil innebære betydelige investeringer i små og illikvide børsnoterte aksjer som kan være vanskelige å skalere, spesielt for store investorer som SPU. Videre har risikoeksponeringene for aktive eierfond mot systematiske faktorer vist seg å være lite stabile over tid.

Det benyttes også enklere metoder for å justere avkastningen av aktive eierfond for risiko. I avsnitt 6.3 ble det vist til at avkastningsmålet PME sammenligner avkastningen av aktive eierfond med avkastningen som alternativt kunne vært oppnådd ved å investere i det brede, noterte aksjemarkedet. En metode som blir anvendt for å justere aktive eierfonds avkastning for eksponering mot systematiske risikofaktorer, innebærer å velge en annen indeks i PME- og direkte alfaberegninger, herunder indekser som omfatter risikofaktorer som små selskaper eller tilsvarende grad av belåning.

Ekspertgruppen oppsummerer sin drøfting av avkastning og risiko for investeringer i aktive eierfond med å peke på at det ikke er grunn til å tro at en aktivaklasse uten inngangsbarrierer systematisk kan gi risikojustert meravkastning til investor etter kostnader.

6.5 Oppsummering

De årlige kostnadene ved investeringer i aktive eierfond anslås til om lag 6 pst. av forvaltet kapital. Andre investeringsmodeller, som saminvesteringer og direkteinvesteringer, er mindre kostnadskrevende for investor, mens fond-i-fond-investeringer innebærer ytterligere kostnader. Høye kostnader innebærer at mye av verdiskapingen i aktive eierfond tilfaller eierfondenes forvaltere. Videre er kostnadsstrukturen i aktive eierfond kompleks, noe som kan føre til interessekonflikter mellom investor og forvalter.

Det er krevende å vurdere avkastningen av aktive eierfond, blant annet på grunn av lite tilgjengelig data og at unoterte selskaper ikke prises løpende. Flere akademikere og praktikere benytter avkastningsmålet «public market equivalent». Dette avkastningsmålet sammenligner avkastningen av aktive eierfond, etter kostnader, med investeringer i brede noterte aksjeindekser i samme tidsperiode og med samme kontantstrøm. Analyser viser at selv etter betydelige kostnader har investorer i aktive eierfond historisk oppnådd en noe høyere avkastning enn i det brede, noterte aksjemarkedet. Samtidig har avkastningen variert over tid og mellom segmenter.

Ekspertgruppen trekker frem ulike typer risiko som kan forklare meravkastningen av aktive eierfond, herunder markedsrisiko (belåningsgrad), likviditetsrisiko, andre typer systematiske risikofaktorer og andre former for risiko som ikke finnes i det noterte markedet. Når det justeres for risiko mener ekspertgruppen at avkastningen av aktive eierfond i gjennomsnitt har vært på linje med det brede, børsnoterte aksjemarkedet. Meravkastningen en investor oppnår før kostnader er derfor kompensasjon for å ta høyere risiko.

Finansdepartementet

t i l r å r :

Tilråding fra Finansdepartementet 10. april 2018 om Statens pensjonsfond 2018 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. For SPU og SPN 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 på kort sikt er over- eller underpriset i forhold til en annen. Se *aktivaklasser.*

Aktivaklasser

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

Aktiv forvaltning

Aktiv forvaltning betyr at forvalter ut fra analyser og vurderinger setter sammen en portefølje som avviker fra referanseindeksen fastsatt av kapitaleier. I en slik portefølje vil noen verdipapirer være overvektet og andre undervektet, sammenliknet med referanseindeksen. 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 *forventet* og *realisert relativ volatilitet*.

Aktivt eierfond

En investeringsform for unoterte aksjer, der en forvalter med spesialkompetanse investerer og utøver eierstyring i unoterte selskaper på vegne av et investorkollektiv. Investorene plikter å stille med avtalt kapital etter behov, men med begrenset innflytelse ut over avtalene som ble inngått ved oppstart. Det aktive eierfondet har normalt en levetid på om lag ti år, der de første seks årene er en investeringsperiode. I løpet av de neste fire årene er hensikten å selge seg ut av selskapene til en høyere verdi.

Alfa

For å forklare historiske forvaltningsresultater 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* og *systematisk risiko.*

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 kontantstrømmene fra en obligasjon kommer til utbetaling. Med kontantstrømmer menes både kuponger og hovedstol. Verdien av en obligasjon er følsom for renteendringer, og følsomheten øker med durasjonen. Se *obligasjon*.

Eksternalitet

Eksternaliteter (eller eksterne virkninger) er kostnader eller gevinster ved produksjon eller konsum som ikke belastes beslutningstakeren. Et eksempel på en negativ eksternalitet er miljøkostnader som påføres samfunnet, men ikke bedriften som står for skaden. Uten myndighetsregulering vil ikke lønnsomheten i et selskap reflektere en negativ eksternalitet 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 sammenlignet med tilfeller der den fulle samfunnsøkonomiske kostnaden er priset. Myndighetsregulering kan bidra til å prise eksternaliteter slik at ressursene kan brukes effektivt for samfunnet. Et eksempel kan være en skatt på miljøskade.

ESG

Innen ansvarlig forvaltning omtales ofte environment, social og governance (ESG). På norsk bruker vi miljø, samfunnsforhold og selskapsstyring.

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 tilbakevekting av andelen aksjer i den faktiske referanseindeksen. Se *strategisk referanseindeks* og *tilbakevekting*.

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, dvs. at risikoen ved faktorene ikke kan reduseres gjennom diversifisering. Dette kalles faktorpremier. Eksponering mot en eller flere faktorer kalles faktorrisiko. Noen kjente systematiske faktorer i aksjemarkedet er markedsrisiko, størrelse, verdi, momentum og volatilitet. Viktige systematiske faktorer i obligasjonsmarkedet er løpetid og kre-

ditt, 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 x 0,5) + (0,1 x 0,25) + (-0,1 x 0,25) = 0,1 = 10 pst. Forventet avkastning kan beregnes basert på historiske avkastningsserier eller 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 den faktiske porteføljen kan avvike fra 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 ulik praksis for slik klassifisering. Ved investeringer i noterte aksjemarkeder er det vanlig å benytte klassifiseringene til indeksleverandører 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 et aktivums 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 vil ofte være å kjøpe aksjer som vurderes som lavt verdsatt i aksjemarkedet i forhold til selskapets anslåtte fundamentale verdi. Investor forventer da at selskapets fundamentale verdi over tid vil bli 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 den årlige avkastningen, jo større blir forskjellen mellom geometrisk og aritmetisk beregnet avkastning. I kvartals- og årsrapporter er det mest vanlig å rapportere avkastning over tid som et geometrisk gjennomsnitt. Se *aritmetisk avkastning*.

Indeks

En indeks inneholder et sett med verdipapirer som er valgt ut på bakgrunn av kriterier som indeksleverandøren har lagt til grunn. Indeksavkastning er den gjennomsnittlige avkastningen for de verdipapirene som inngår i indeksen. Verdipapirindekser utarbeides av børser, konsulentselskaper, 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. Derimot vil en indeks over utviklingen i unotert

eiendom ikke være investerbar. Når en indeks brukes som avkastningsmål for en bestemt portefølje med verdipapirer, kalles den en referanseindeks. Se *indeksforvaltning*, *faktisk referanseindeks* og *strategisk referanseindeks*.

Indeksforvaltning

Med indeksforvaltning (eller passiv forvaltning) menes at forvaltningen er innrettet mot at den faktiske porteføljen skal gjenspeile sammensetningen av referanseindeksen. Dersom sammensetningen av den faktiske porteføljen er eksakt lik sammensetningen av referanseindeksen, vil avkastningen av faktisk portefølje og referanseindeksen være lik, sett bort fra transaksjonskostnader, skatt og forvaltningskostnader. Dersom 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* og *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 er 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 når de måles i felles valuta. En ser her bort fra transportkostnader, handelshindringer og at ikke alle varer kan handles internasjonalt. Det er bred støtte blant forskere for synet om at internasjonal kjøpekraftsparitet er gyldig på lang sikt. Kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle ved vurdering av valutarisiko. Se *valutarisiko*.

Investerbarhet

Med investerbarhet menes i hvilken grad en 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. Investeringuniverset 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 forventet avkastning ut over risikofri rente og verdipapirets (eller porteføljens) markedsrisiko.

Konsentrasjonsrisiko

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

Korrelasjon

Korrelasjon angir graden 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 kan eller vil oppfylle 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 kredittvurderingsbyråer, blant annet 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. Se *obligasjon*.

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 *risikopremier*.

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 ved fundamental analyse over tid. 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 markedspriser på aksjer, valutaer, råvarer og renter. Det er vanlig å legge til grunn at høyere markedsrisiko gir høyere forventet avkastning. Se *forventet avkastning*.

Markedsverdivekter

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, blant annet med flytende rente, uten kupong eller med løpende nedbetaling.

Obligasjoner med fortrinnsrett

Obligasjoner hvor obligasjonseierne har tilleggssikkerhet 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 en investor. Se *diversifisering*.

Prinsipal-agent-problem

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

Realavkastning

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

Realisert relativ volatilitet

Avviket mellom en investeringsportefølje og dens referanseindeks kalles meravkastning eller differanseavkastning. Standardavviket til differanseavkastningen omtales som realisert relativ volatilitet. Se *forventet relativ volatilitet* og *meravkastning*.

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*, *motpartsrisiko, 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 finanslitteraturen benyttes modeller og måltall for å vurdere om en investor er blitt kompensert for risikoen som er tatt i forvaltningen. Sharpe-raten og informasjonsraten er to ofte brukte mål på risikojustert avkastning. 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, 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 målt mot gjennomsnittsavkastningen. Ved å koble standardavviket til en sannsynlighetsfordeling, kan en si noe om hvor sannsynlig det er at porteføljen vil falle i verdi med mer enn x prosent eller stige i verdi med mer enn y prosent i løpet av en gitt periode.

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

Strategisk eier

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

Strategisk referanseindeks

Den overordnede investeringsstrategien for Statens pensjonsfond uttrykkes gjennom strategiske referanseindekser for SPN og SPU. De strategiske referanseindeksene angir en fast fordeling av kapitalen 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 reduseres ved å eie flere verdipapirer (diversifisering). Investorer kan ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, manglende tilgang på kreditt og likviditet, markedskollaps, mv. Den systematiske risikoen reflekterer således økonomiens iboende usikkerhet. Ifølge finansteori vil høyere systematisk risiko gi en kompensasjon i form av høyere forventet avkastning. Eksponering mot systematisk risiko kalles gjerne beta. Se *diversifisering* og *faktorer*.

Tilbakevekting

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 tilbakevekting av denne indeksen. Når avvikene blir tilstrekkelig store, kjøpes og selges de nødvendige aktiva for å bringe faktisk referanseindeks i overensstemmelse med strategisk referanseindeks. Tilbakevekting trekker risikoen i fondet tilbake til nivået som følger av den strategiske referanseindeksen. Det gir også investeringsstrategien et visst motsyklisk trekk, ved at en over tid kjøper den aktivaklassen som har falt mye i relativ verdi og selger aktivaklassen som har steget relativt mye. Se *faktisk* og *strategisk referanseindeks.*

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 i tillegg til porteføljeavkastningen i utenlandsk valuta 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 sammenvekting av de valutaer som inngår i referanseindeksen.

Valutarisiko

Investeringene vil kunne ha en annen fordeling på land og valutaer enn de varene og tjenestene de skal finansiere. Endringer i internasjonale valutakurser vil derfor påvirke hvor mange varer og tjenester som kan kjøpes. Dette kalles (real-)valutarisiko. Internasjonal kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle når det gjelder å måle slik valutarisiko. Se *internasjonal kjøpekraftsparitet*.

Volatilitet

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

Vedlegg 2

Historiske tabeller

Tabell 2.1 Avkastning av SPU i 2017, siste 3, 5, og 10 år, samt i perioden 1998–2017, målt i norske kroner. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2017	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2017[1]
SPU					
Faktisk portefølje	13,95	10,31	15,84	9,24	7,05
Norsk inflasjon[2]	1,83	2,52	2,36	2,21	2,08
Forvaltningskostnader	0,06	0,06	0,06	0,08	0,09
Avkastning justert for kostnader og inflasjon	11,84	7,54	13,12	6,80	4,78
Referanseindeks	13,25	9,86	15,52	9,08	6,76
Aksjer					
Aksjeportefølje[3]	19,74	13,17	19,74	9,04	7,28
Referanseindeks	18,98	12,58	19,30	8,83	6,81
Obligasjoner					
Obligasjonsportefølje	3,57	5,14	9,16	7,43	5,71
Referanseindeks	3,14	5,03	9,17	7,22	5,55
Unotert eiendomsportefølje[4,5]	7,80	8,62	14,53	10,36	

[1] Aksjeporteføljen inkluderer tall fra og med februar 1998.
[2] Inflasjon gitt i tabellen er ikke basert på inflasjon målt i fondets valutakurv, men på norske KPI-tall.
[3] Aksjeporteføljen inkluderer fra og med 2017 noterte eiendomsinvesteringer.
[4] Den første eiendomsinvesteringen ble gjennomført i første kvartal 2011. Avkastning siste ti år er annualisert avkastning fra og med 1. april 2011.
[5] Inkluderer noterte eiendomsinvesteringer i perioden 2014–2016.

Kilder: Norges Bank, Macrobond og Finansdepartementet.

Tabell 2.2 Meravkastning målt mot ulike referanseindekser og i norske kroner. Prosentenheter

	2017	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2017[1]
SPU[2]	0,70	0,44	0,31	0,15	0,28
Målt mot Norges Banks interne referanseindekser[3]					
Aksjeforvaltningen[4]	0,80	0,60	0,45	0,21	0,48
Obligasjonsforvaltningen	0,40	0,10	-0,02	0,21	0,15
Noterte og unoterte eiendoms-investeringer	0,71				
Målt mot referanseindeksene fastsatt av Finansdepartementet[5]					
Aksjeporteføljen[6]	0,77	0,60	0,44	0,20	0,47
Obligasjonsporteføljen	0,44	0,12	-0,02	0,21	0,15
Unotert eiendomsportefølje	0,75				

1 Aksjeporteføljen inkluderer tall fra og med februar 1998.
2 Meravkastning for aksje- og obligasjonsporteføljen frem til og med 2016 og inkludert eiendom fra og med 2017.
3 Meravkastning av fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer målt mot referanseindeksene justert for eiendomsfinansiering, samt noterte og unoterte eiendomsinvesteringer målt mot eiendomsfinansieringen.
4 Uten noterte eiendomsinvesteringer.
5 Meravkastning av fondets aksje- og obligasjonsporteføljer målt mot referanseindeksene fastsatt av Finansdepartementet, og av den unoterte eiendomsporteføljen målt mot aksjene og obligasjonene som er benyttet som finansiering av de unoterte eiendoms-investeringene.
6 Inkludert noterte eiendomsinvesteringer.

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Tabell 2.3 Nominell avkastning av SPU og inflasjon[1] i utvalgte valutaer og målt i fondets valutakurv. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

År	Fondets valutakurv		NOK		USD		EUR		GBP	
	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon
1997	9,07	1,75	10,83	2,62	-4,01	2,29	11,87	1,53	-0,16	1,89
1998	9,26	0,92	19,75	2,25	15,87	1,56	7,63	1,10	14,59	1,57
1999	12,44	1,28	13,84	2,30	7,92	2,21	26,43	1,08	11,40	1,26
2000	2,49	2,02	6,53	3,13	-2,91	3,36	3,66	2,14	4,75	0,83
2001	-2,47	1,17	-5,34	3,03	-6,93	2,85	-1,87	2,36	-4,48	1,24
2002	-4,74	1,91	-19,09	1,29	4,76	1,58	-11,11	2,18	-5,30	1,22
2003	12,59	1,57	19,96	2,45	24,92	2,28	3,92	2,13	12,34	1,34
2004	8,94	2,37	3,93	0,44	14,16	2,66	5,94	2,09	6,45	1,32
2005	11,09	2,33	14,28	1,59	2,22	3,39	17,80	2,17	14,32	2,09
2006	7,92	2,13	5,89	2,26	15,16	3,23	3,01	2,24	1,01	2,30
2007	4,26	3,12	-3,90	0,76	10,20	2,83	-0,61	2,07	8,35	2,38
2008	-23,31	1,42	-6,66	3,79	-27,62	3,86	-23,87	3,27	0,21	3,55
2009	25,62	1,82	7,88	2,11	30,77	-0,37	26,69	0,33	16,42	2,24
2010	9,62	1,98	9,49	2,47	8,82	1,68	16,38	1,63	12,24	3,23
2011	-2,54	2,84	-1,39	1,24	-3,96	3,12	-0,75	2,68	-3,25	4,47
2012	13,42	1,98	6,70	0,77	14,42	2,09	12,66	2,51	9,39	2,78
2013	15,95	1,41	25,11	2,13	14,77	1,48	9,81	1,32	12,63	2,60
2014	7,58	0,91	24,23	2,01	0,52	1,59	14,47	0,50	6,78	1,52
2015	2,74	0,86	15,54	2,12	-2,13	0,13	9,02	0,00	3,54	0,00
2016	6,92	1,52	1,95	3,60	4,83	1,27	7,97	0,20	25,05	0,70
2017	13,66	1,83	13,95	1,83	19,92	2,13	5,33	1,60	9,54	2,68
1998–2017	6,09	1,77	7,05	2,08	6,49	2,14	5,98	1,68	7,54	1,96
1997–2017	6,23	1,76	7,22	2,10	5,97	2,15	6,25	1,67	7,16	1,96

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

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

Bestilling av publikasjoner

Offentlige institusjoner:
Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon
Internett: www.publikasjoner.dep.no
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Telefon: 22 24 00 00

Privat sektor:
Internett: www.fagbokforlaget.no/offpub
E-post: offpub@fagbokforlaget.no
Telefon: 55 38 66 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på
www.regjeringen.no

Omslagsillustrasjon: Remi Thoresen, 07 Media AS

Trykk: 07 Media AS – 04/2018