



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

St.meld. nr. 24

(2006–2007)

Om forvaltningen av
Statens pensjonsfond i 2006



Innhold

1	Bakgrunn	5	4	Etikk og eierskapsutøvelse	65
2	Resultater i forvaltningen	9	4.1	Etiske hensyn i forvaltningen av Statens pensjonsfond	65
2.1	Oversikt	9	4.1.1	Integreringen av etiske hensyn i forvaltningen av Statens pensjonsfond.....	65
2.2	Avkastningen av Statens pensjonsfond	11	4.1.2	Virkemidler for å integrere etiske hensyn.....	65
2.2.1	Innledning	11	4.2	Arbeidet med etiske retningslinjer	67
2.2.2	Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland	11	4.2.1	Innledning	67
2.2.3	Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge	18	4.2.2	Arbeidet i Norges Bank med utøvelse av eierrettigheter	67
2.3	Kostnader i forvaltningen	19	4.2.3	Folketrygdfondets arbeid med utøvelsen av eierrettigheter	69
2.4	Nærmere analyse av avkastning og risiko i Statens pensjonsfond (vedlegg)	20	4.2.4	Etikkrådets arbeid med anbefalinger om å utelukke selskaper fra Statens pensjonsfond – Utland	71
3	Investeringsstrategi	37	4.2.5	Departementets vurdering	74
3.1	Innledning	37	4.2.6	Offentlighet i arbeidet med de etiske retningslinjene	75
3.1.1	Strategien for Statens pensjonsfond – Utland	40	5	Arbeidet med utvikling og oppfølging av rammeverket for forvaltningen	78
3.1.2	Strategien for Statens pensjonsfond – Norge	42	5.1	Innledning	78
3.2	Aksjeandelen i Statens pensjonsfond – Utland.....	43	5.2	Risikobasert oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland	78
3.2.1	Tidligere vurderinger av aksjeandelen.....	43	5.3	Nærmere om rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge.....	79
3.2.2	Norges Banks og Strategirådets tilråding	44	Vedlegg		
3.2.3	Departementets vurdering	45	1	Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland.....	81
3.3	Utvidelse av referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland med aksjer i små selskaper	56	2	Utvidelse av referanseporteføljen i Statens pensjonsfond – Utland med aksjer i små selskaper	91
3.3.1	Innledning	56	3	Konsekvenser for Etikkrådet av å inkludere nye selskaper i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland	95
3.3.2	Norges Banks og Strategirådets tilråding	56	4	Bestemmelser om forvaltningen av Statens pensjonsfond	96
3.3.3	Departementets vurdering	58			
3.4	Reguleringen av godkjente markeds plasser og valutaer i Statens pensjonsfond – Utland	60			
3.4.1	Innledning	60			
3.4.2	Departementets vurdering	60			
3.5	Eiendom og infrastruktur i Statens pensjonsfond – Utland.....	62			
3.5.1	Innledning	62			
3.5.2	Norges Banks tilråding.....	63			
3.5.3	Departementets vurdering	63			



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

St.meld. nr. 24

(2006–2007)

Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006

*Tilråding fra Finansdepartementet av 13. april 2007,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Stoltenberg II)*

1 Bakgrunn

Da regjeringen Bratteli fremmet den første omfattende meldingen til Stortinget om innpassing av petroleumsvirksomheten i norsk økonomi, St. meld. nr. 25 (1973–74) *Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn*, ble det satt som ambisjon at oljeinntektene i første rekke skulle nyttes til å utvikle «et kvalitativt bedre samfunn». Det ble lagt vekt på å «unngå at resultatet bare blir en rask og ukontrollert vekst i bruken av materielle ressurser uten at samfunnet ellers blir endret». De store petroleumsinntektene vi nå har gir oss en særlig frihet i den økonomiske politikken i forhold til de fleste andre land. Men med en stor formue følger det også et stort forvalteransvar.

Langsiktig forvaltning av petroleumsformuen er et viktig verdivalg og et overordnet hensyn for Regjeringen. En slik forvaltning innebærer at formuen kan komme alle generasjoner til gode. Samtidig gir den et viktig bidrag til stabilitet i produksjon og sysselsetting. Dette er nødvendige forutsetninger for at vi skal kunne virkeliggjøre visjonen om et kvalitativt bedre samfunn med trygghet for den enkelte og solidaritet mellom generasjonene.

Hvis vi hadde lagt opp til å forbruke hele oljeformuen på én generasjon eller to, ville det skapt store omstillinger i næringsstrukturen, og spesielt for dem som arbeider i konkurranseutsatt sek-

tor. På kort sikt kunne disse omstillingsproblemerne i stor grad blitt kompensert gjennom offentlige økonomiske bidrag til de som ble rammet. Et slikt opplegg for bruk av oljepenger ville gitt nordmenn enda større muligheter for materielt forbruk de neste tiårene, samtidig som vi allerede har et av de høyeste forbruksnivåene i verden. Men etter et par tiår ville vi måtte trappe det høye forbruksnivået ned igjen, i takt med fallende innbetalinger fra oljevirkosmheten. Uten betydelig fondsoppbygging i utlandet ville avtagende oljeinntekter gitt et økende behov for konkurranseutsatt virksomhet for å finansiere import fra utlandet. Dette ville gitt nye omstillinger, denne gangen ved at arbeidskraft ville måtte trekkes ut av skjermede virksomheter og uten høye oljeinntekter til å lette overgangen. Å spare en betydelig del av den oljeformuen som hvert år blir gjort om til en kontantstrøm bygger således på de beste solidariske tradisjoner i norsk politikk.

Statens pensjonsfond ble opprettet med virkning fra 1. januar 2006 som en overbygning over det som tidligere var Statens petroleumsfond og Folketrygdfondet. Formålet med Statens pensjonsfond er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter. For å sikre at

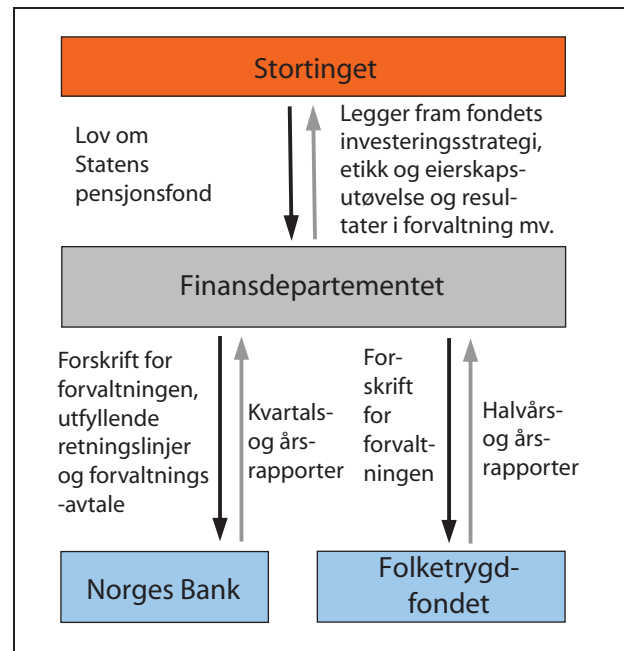
petroleumsinntektene skal bidra til en stabil utvikling i norsk økonomi, skal inntektene fases inn i økonomien gradvis, samtidig som sparemidlene skal plasseres utenfor Norge. Ved at en stor del av petroleumsinntektene investeres i utlandet, bidrar Statens pensjonsfond – Utland til en kapitalutgang som motvirker utslag i kronkursen av en stor og varierende valutainngang fra petroleumssektoren.

Sparingen i pensjonsfondet skjer i form av generell fondsoppbygging. For å legge til rette for at veksten i fondet skal reflektere statens reelle fordringsoppbygging, er fondet fullt ut integrert med statsbudsjettet, jf. boks 1.1. Statens pensjonsfond har ikke eget styre eller egen administrasjon.

Finansdepartementet er i pensjonsfondsloven gitt i oppgave å forvalte fondet. Departementet fastsetter pensjonsfondets overordnede investeringsstrategi, prinsippene for etikk og eierskapsutøvelse og følger opp den operative forvaltningen. Statens pensjonsfond har en lang investeringshorisont. Det er en del av vårt forvalteransvar å sørge for at fondet forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Slik kan også framtidige generasjoner få mest mulig nytte av vår oppsparte kapital. Samtidig har vi som investorer også medansvar for hvordan selskapene fondet er investert i opptrer. Derfor legger Regjeringen vekt på at eierskapet i selskapene fondet er investert i også utøves med sikte på å fremme god og ansvarlig opptreden som respekterer menneskerettigheter og miljø.

Pensjonsfondet er plassert i verdipapirer utstedt av mange forskjellige stater og av selskaper i mange ulike land. Dette gir fondet en god risikospredning. Departementets retningslinjer for hvordan midlene skal investeres bestemmer langt på vei pensjonsfondets forventede avkastning og risiko. Norges Bank og Folketrygdfondet er gitt i oppdrag å forestå den operative forvaltningen av henholdsvis Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge innenfor de retningslinjer departementet har trukket opp.

Det er høy grad av åpenhet om forvaltningen av Statens pensjonsfond. Det redegjøres regelmessig til Stortinget om rammeverket for plasseringsvirksomheten og departementets oppfølging av pensjonsfondet. Resultatene i den operative forvaltningen rapporteres også jevnlig av Norges Bank og Folketrygdfondet. Departementet legger vekt på dette for å understøtte troverdigheten og tilliten til fondet og fondskonstruksjonen. I figur 1.1 beskrives hovedtrekkene i ansvarsdelingen mellom



Figur 1.1 Hovedtrekkene i ansvarsdelingen mellom Stortinget, Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet

Stortinget, Finansdepartementet, Norges Bank og Folketrygdfondet.

Regjeringen har som mål at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. Det innebærer at en skal sikte mot beste praksis i internasjonal kapitalforvaltning i arbeidet med fondet. Vesentlige avvik fra anerkjent praksis internasjonalt bør kreve en særskilt begrunnelse. Arbeidet med Statens pensjonsfond krever spesialisert kompetanse. Det stiller krav både til departementets ressurser og bruk av eksternt bistand.

Norges håndtering av petroleumsinntektene benyttes ofte som en referanse internasjonalt. Dette gjelder særlig den rollen Statens pensjonsfond har som en del av rammeverket for en langsiktig, opprettholdbar finanspolitikk som legger til rette for en stabil økonomisk utvikling. Gjennom rådgivning på dette området bistår departementet flere andre land i organiseringen av deres naturressursforvaltning. Arbeidet skjer både gjennom bilateralt samarbeid, «Olje for Utvikling»-programmet i regi av Norad og gjennom internasjonale organisasjoner som bl.a. IMF, Verdensbanken og FN.

Statens pensjonsfond er et av verdens største fond, og kapitalen vokser raskt. Fondet er stort i forhold til størrelsen på norsk økonomi, og avkastningen av fondet vil gi vesentlige bidrag til å finansiere statens utgifter i årene framover. Opp-

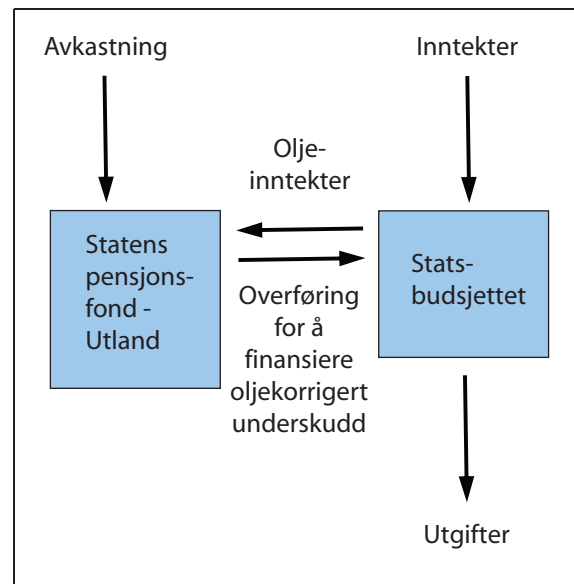
Boks 1.1 Fondskonstruksjonen

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Oppbyggingen av kapital i Statens pensjonsfond – Utland er for en vesentlig del omgjøring av olje- og gassressurser i Nordsjøen til finansielle fordringer på utlandet. De løpende innbetalingene fra petroleumsvirksomheten har således en annen karakter enn statens øvrige inntekter, ettersom de delvis har sitt motstykke i en reduksjon av statens petroleumsmåte. Innbetalingene varierer også mye, bl.a. i takt med svingninger i oljeprisen.

Figur 1.2 viser sammenhengen mellom Statens pensjonsfond – Utland og statsbudsjettet. Inntektene til Statens pensjonsfond – Utland er kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten, som blir overført fra statsbudsjettet, netto finansstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten og avkastningen av fondets formue. Midlene i fondet kan bare anvendes til en beløpsmessig overføring til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget. Overføringen dekker det oljekorrigerede budsjettunderskuddet. Avsetningen av fondsmidler inngår således i en helhetlig budsjettprosess og synliggjør statens bruk av petroleumsinntekter. Fondsoppbyggingen gjenspeiler dermed faktiske overskudd på statsbudsjettet.

Retningslinjene for budsjettpolitikken (handlingsregelen) innebærer at det strukturelle, oljekorrigerede budsjettunderskuddet over tid skal svare til forventet realavkastning av kapitalen i utenlandsdelen av Statens pensjonsfond. Dette legger til rette for at bruken av petroleumsinntektene er forutsigbar og frikoblet fra de løpende inntektsstrømmene. På denne måten skjerms statsbudsjettet og fastlandsøkonomien fra virkninger av svingninger i oljeinntekter. Samtidig støtter handlingsregelen opp om at formuen bevares over tid, slik at den kan bidra til å opprettholde velferden også for kommende generasjoner. Mens kapitalen i fondet bare kan brukes én gang, kan realavkastningen finansiere et varig høyere nivå på statens utgifter.

Grunnkapitalen i Statens pensjonsfond – Norge stammer i hovedsak fra overskudd på



Figur 1.2 Sammenhengen mellom Statens pensjonsfond – Utland og statsbudsjettet.

trygderegnskapene etter innføringen av folketrygden i 1967 og fram til slutten av 1970-tallet. Avkastningen av midlene i Statens pensjonsfond – Norge overføres ikke til statskassen, men legges løpende til denne delen av fondet. Det er ingen overføringer av kapital mellom de to delene av Statens pensjonsfond.

Når regnskapet for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten foreligger, vil dette som regel være forskjellig fra Stortingets vedtak i nysaldert budsjett. Differansen blir ført opp som en mellomregning mellom Statens pensjonsfond – Utland og statskassen. I tråd med vanlig praksis vil en korrigere for denne mellomregning i forbindelse med overføringene det påfølgende året, jf. nærmere beskrivelse av dette i statsregnskapet. I denne meldingen legger en til grunn verdien av Statens pensjonsfond – Utland, slik den framkommer i Norges Banks årsrapport for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2006. Statsregnskapet for 2006 vil legges fram i slutten av april 2007.

merksomheten om forvaltningen har økt med størrelsen av fondet. Dette understreker betydningen av at pensjonsfondets investeringsstrategi og retningslinjer for etikk og eierskapsutøvelse er

godt forankret i Stortinget, og at departementet grundig redegjør for oppfølgingen av den operative forvaltningen. Gjennom en årlig melding til Stortinget vil Finansdepartementet heretter kunne

rapportere om forvaltningen av Statens pensjonsfond på en mer helhetlig måte. Viktige saker knyttet til forvaltningen av pensjonsfondet vil også kunne legges fram for Stortinget i nasjonalbudsjettene om høsten. I denne meldingen behandles først og fremst spørsmål knyttet til forvaltningen av midlene i Statens pensjonsfond. Mer generelle spørsmål om forvaltningen av petroleumsinntektene, fondets plass i den samlede økonomiske politikken og hvor mye vi bør bruke av oljeinntektene drøftes i nasjonalbudsjettdokumentene.

Meldingen er bygget opp som følger: En oversikt over resultatene i forvaltningen er gitt i kapittel 2. I et særskilt vedlegg til dette kapitlet presenteres mer detaljerte analyser av avkastning og risiko i fondet.

Kapittel 3 redegjør for pensjonsfondets investeringsstrategi, hvor det går fram at Regjeringen legger opp til å øke aksjeandelen i Statens pensjonsfond – Utland fra dagens 40 pst. til 60 pst. Samtidig vil en utvide antallet selskaper i Pensjonsfondet – Utland ved å inkludere segmentet for små børsnoterte selskaper i referanseporteføljen. Det tas også sikte på å endre reguleringen av godkjente markeder og valutaer. I dette kapitlet gis det også en omtale av status for departementets arbeid med å vurdere eiendom og infrastruktur som ny aktivaklasse for Pensjonsfondet – Utland.

Kapittel 4 omhandler etikk og eierskapsutø-

velse, hvor det bl.a. gjøres nærmere rede for Norges Banks og Folketrygdfondets eierskapsutøvelse. I kapitlet går det fram at Regjeringen framover vil gjøre gjeldende ev. beslutninger om å utelukke nordiske selskaper fra porteføljen til Statens pensjonsfond – Utland også for Statens pensjonsfond – Norge. Det gis i kapittel 4 også en omtale av den forestående evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland, som Regjeringen har lagt opp til skal gjennomføres i løpet av denne stortingsperioden.

I kapittel 5 vises det til arbeidet med utvikling og oppfølging av det overordnede rammeverket for gjennomføringen av forvaltningen. I tilknytning til denne meldingen fremmer departementet også forslag om at Folketrygdfondet skal etableres som et selvstendig rettssubjekt forankret i egen særlov, jf. Ot.prp. nr. 49 (2006–2007).

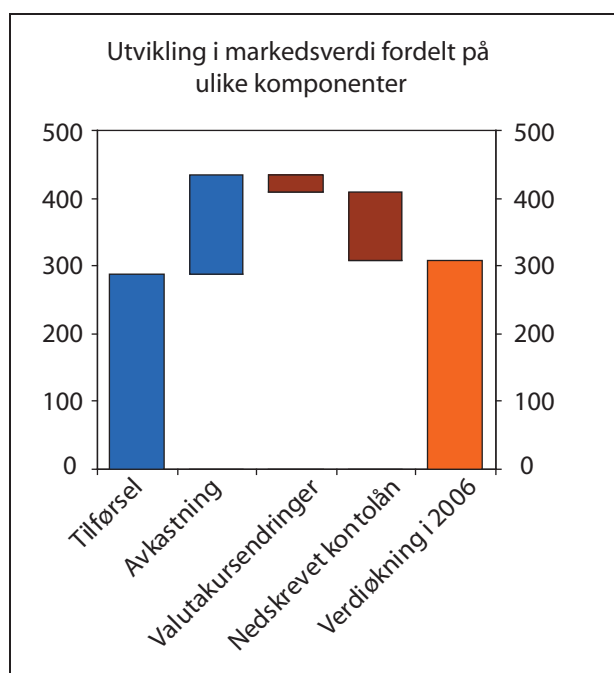
Lov om Statens pensjonsfond og forskriftene for forvaltningen av fondet med utfyllende bestemmelser følger som vedlegg til denne meldingen. Vedlagt følger også Norges Banks, Strategirådets og Etikkrådets tilrådinger og vurderinger vedrørende de foreslåtte endringene i investeringsstrategien for Statens pensjonsfond – Utland. Norges Banks og Folketrygdfondets årsrapporter for forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006 følger som utrykte vedlegg.

2 Resultater i forvaltningen

2.1 Oversikt

Verdien av Statens pensjonsfond var 1 890,6 mrd. kroner ved utgangen av 2006. Økningen på 309,1 mrd. kroner fra året før skyldes tilførsel av nye midler, meget god avkastning i aksjemarkedene, relativt lav avkastning i obligasjonsmarkedene og meravkastning i den operative forvaltningen. En viss styrking av kronen målt mot Statens pensjonsfond – Utlands valutakurv bidro negativt, men for utviklingen i internasjonal kjøpekraft er endringer i kronkursen ikke relevant. I figur 2.1 er verdiøkningen i 2006 dekomponert på ulike faktorer.

Figur 2.2 viser utviklingen i markedsverdien av

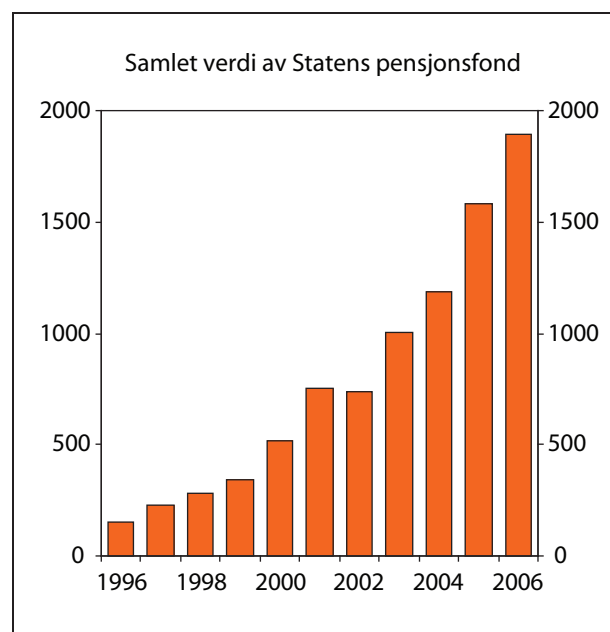


Figur 2.1 Utvikling i markedsverdien av Statens pensjonsfond i 2006 fordelt på ulike komponenter. Mrd. kroner.¹

¹ I tråd med Stortingets vedtak i forbindelse med salderingen av statsbudsjettet for 2006 ble 111,8 mrd. kroner av fondskapitalen (målt til markedsverdi) nedskrevet 29. desember 2006, som et ledd i avviklingen av ordningen med fondsmidler plassert i form av kontolån til staten. Samtidig ble 10 mrd. kroner av plasseringene i kontolån tilbakebetalt slik at en gjennom Statens pensjonsfond – Norge kunne styrke det langsiktige, statlige eierskapet i norsk næringsliv i tråd med Soria-Moria-erklæringen. Transaksjonen er nærmere beskrevet i St.prp. nr. 31 (2006-2007) Ny saldering av statsbudsjettet 2006.

Kilde: Finansdepartementet

Statens pensjonsfond siden 1996. Verdien av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge var henholdsvis 1 783,7 og 106,9 mrd. kroner ved utgangen av 2006.¹ Dette er en økning på 393,6 mrd. kroner for utenlandsdelen av fondet siden utgangen av 2005, mens verdien av Statens pensjonsfond – Norge ved utgangen av 2006 var lavere enn ved inngangen av året som følge av at kontolånsordningen ble avviklet. Av verdiøkningen i Statens pensjonsfond – Utland skyldes 288,3 mrd. kroner tilførsel av ny kapital fra statsbudsjettet. Samlet for årene 1996–2006 er Pensjonsfondet – Utland tilført 1 440,6 mrd. kroner.²



Figur 2.2 Markedsverdien av Statens pensjonsfond. 1996-2006.¹

¹ Statens pensjonsfond ble opprettet i 2006 som en overbygning over Petroleumsfondet og Folketrygdfondet. Som illustrasjon har en lagt sammen verdien av de to fondene også for tidligere år.

Kilde: Finansdepartementet

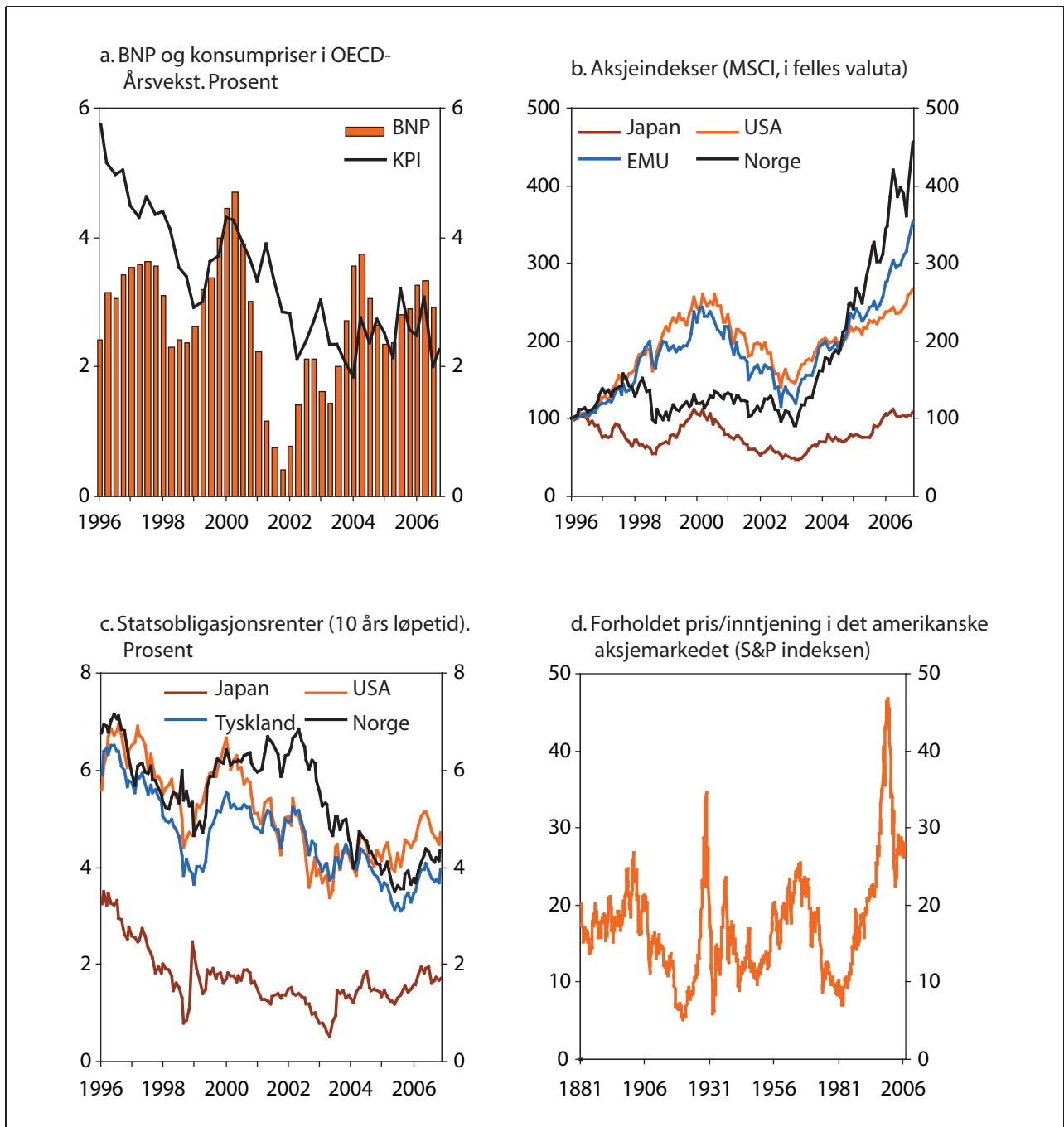
¹ Verdien av Statens pensjonsfond – Utland er beregnet før fradrag av forvaltningskostnader. Forvaltningskostnadene svarte i 2006 til om lag 1,5 mrd. kroner, og godtgjøres Norges Bank i løpet av 1. kvartal 2007.

² Beregnet verdiøkning av Statens pensjonsfond og Statens pensjonsfond – Utland i avsnitt 2.1 bygger på statsregnskapstall fram til og med 2005 og Norges Banks årsrapport for 2006. Se også boks 1.1.

Den meget positive utviklingen i verdien av Statens pensjonsfond i 2006 har sammenheng med flere faktorer. Markerte lettelser i pengepolitikken i mange land i perioden 2000–2003 har, sammen med økt deltakelse i verdenshandelen fra land som Kina og India, stimulert den økonomiske veksten, og inntjeningen i foretakene har vært høy. Samtidig har inflasjonen holdt seg lav, jf. figur 2.3a. Forholdene har dermed ligget til rette for bred oppgang i aksjemarkedene, jf. figur 2.3b. Oppgangen på Oslo Børs har de siste årene vært særlig sterk, og må

bl.a. ses i sammenheng med økte oljepriser. De siste par årene har det imidlertid funnet sted en gradvis tilstrømming av amerikansk og europeisk pengepolitikk, og obligasjonsrentene har steget, jf. figur 2.3c.

I tråd med forutsetningene i kapittel 3 synes forventet meravkastning av aksjer i forhold til risikofrie plasseringer («aksjepremien») nå å være relativt lav i historisk sammenheng. Figur 2.3d viser at forholdet mellom pris og inntjening i det amerikanske aksjemarkedet fortsatt er på et rela-



Figur 2.3 Markedsutvikling

Kilde: EcoWin, Norges Bank og www.econ.yale.edu/shiller

tivt høyt nivå i historisk sammenheng (korrigert for inflasjon og glattet over konjunktursykler). Dette kan være en indikasjon på en relativt lav forventet aksjepremie, selv om dagens rentenivå og forventet inntjeningsvekst også bidrar til å trekke opp forholdet mellom pris og inntjening. Avkastningen i det globale aksjemarkedet har de siste årene ligget klart over anslagene for langsiktig aksjeavkastning i kapittel 3.

2.2 Avkastningen av Statens pensjonsfond

2.2.1 Innledning

Nedenfor følger en nærmere omtale av avkastningen av Statens pensjonsfond. En mer detaljert analyse av avkastning og risiko i fondet følger som vedlegg til dette kapitlet. I analysen skiller det mellom den avkastningen som følger av den generelle utviklingen i markedene hvor fondet er investert og den avkastningen som skyldes de investeringsvalg som Norges Bank og Folketrygdfondet har foretatt. Analysen viser at det er den overordnede investeringsstrategien som departementet har fastsatt for pensjonsfondet som i hovedsak bestemmer både avkastning og variasjonene i fondets avkastning. Videre viser analysen at Norges Bank har skapt meravkastning i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland hvert år siden 1998. Folketrygdfondets resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge har i perioden 1998–2006 vært om lag på linje med fondets referanseportefølje. Det er redegjort nærmere for sentrale resultatevalueringsbegreper i boks 2.1.

I tabell 2.1 vises realavkastningen etter forvaltningskostnader i de to delene av Statens pensjonsfond for årene 1997–2006.

Tabell 2.1 Årlig realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland¹ og Statens pensjonsfond – Norge² fratrukket forvaltningskostnader. 1997–2006. Prosent

<i>Netto realavkastning</i>	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	1997–2006
Pensjonsfondet – Utland	7,15	8,20	10,93	0,35	-3,66	-6,62	10,75	6,30	8,46	5,55	4,58
Pensjonsfondet – Norge	5,60	-2,29	6,24	3,08	0,97	0,49	13,31	10,12	7,28	8,55	5,24

¹ Geometrisk realavkastning i internasjonal valuta beregnet med bakgrunn i et veid gjennomsnitt av konsumprisveksten i de land som inngår i fondets referanseportefølje. Gjennomsnittlige forvaltningskostnader har i denne perioden vært på 0,09 pst. av forvaltningskapitalen.

² Geometrisk realavkastning i norske kroner. Beregningsteknisk er det lagt til grunn forvaltningskostnader på 0,05 pst. av forvaltningskapitalen, som er noe høyere enn det forvaltningskostnadene har vært historisk da en betydelig andel av den kapitalen Folketrygdfondet forvaltet var plassert som kotelån til statskassen.

Kilde: Norges Bank, Folketrygdfondet og Finansdepartementet

Som det går fram av tabellen har årlig realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland i perioden 1997–2006 vært 4,6 pst. målt i utenlandsk valuta. Det er realavkastningen som er relevant for handlingsregelen i budsjettpolitikken, jf. boks 1.1. Det er også analyser av historisk realavkastning av aksjer og obligasjoner, og forventninger til realavkastningen framover (målt i utenlandsk valuta), som benyttes i omtalen av investeringsstrategien i kapittel 3. I den videre analysen i kapittel 2 om avkastning og risiko i Statens pensjonsfond er det tatt utgangspunkt i nominelle avkastningstall. I slike analyser, hvor en bl.a. sammenlikner resultatene i forvaltningen mot avkastningen av en referanseportefølje, vil det ikke gi særlig mer informasjon å justere avkastningstallene med prisstigningen.³

2.2.2 Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland

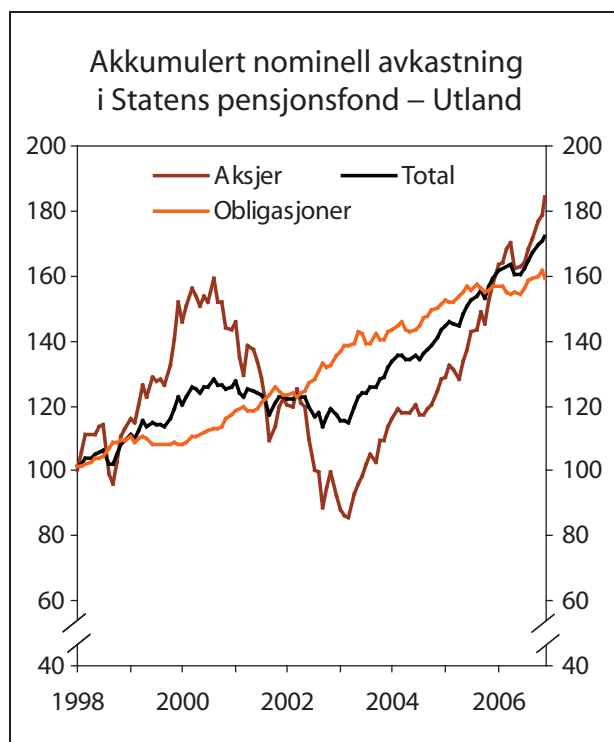
Statens pensjonsfond – Utland utgjorde 1 783,7 mrd. kroner ved utgangen av 2006. Verdien av aksjeporteføljen var 725,9 mrd. kroner, mens 1 057,8 mrd. kroner var plassert i renteinstrumenter. Dette tilsvarte en fordeling på henholdsvis 40,7 og 59,3 pst. av den samlede porteføljen i Statens pensjonsfond – Utland. Den nominelle avkastningen i delporteføljene til Statens pensjonsfond – Utland siden inngangen til 1998 er illustrert i figur 2.4.

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland var i 2006 7,9 pst. målt i utenlandsk valuta når avkastningen i enkeltvalutaer vektet sammen i samsvar med fondets referanseportefølje. Avkastningen av aksjeporteføljen var 17,0 pst. og

³ Realavkastningen er tilnærmet lik nominell avkastning fratrukket prisstigningen.

Boks 2.1 Viktige begreper i resultatevaluering

- For å evaluere den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond må den faktiske avkastningen sammenlignes med hva en alternativt kunne oppnådd av resultater med en forholdsvis lik plassering av midlene. Det er vanlig å uttrykke en alternativ plassering i form av en *referanseportefølje*. Sammensetningen av referanseporteføljen kan sies å gjenspeile eiers overordnede valg av investeringsstrategi.
- I *indeksforvaltning* siktes det mot at avkastningen av den faktiske porteføljen ligger nært opp til avkastningen av referanseporteføljen. Dersom indeksene som utgjør referanseporteføljen omfatter mesteparten av de markedsomsatte verdipapirene, vil man ved indeksforvaltning oppnå om lag samme avkastning som markedet samlet. Avkastning som er oppnådd gjennom en bred eksponering mot verdipapirmarkedene kalles i finansiellitteraturen gjerne *beta-avkastning*.
- Såkalt *aktiv forvaltning* gjør forvalteren gjennom å velge en sammensetning av den faktiske porteføljen som avviker fra referanseporteføljen. Siktemålet med slike avvik er å oppnå en meravkastning i forhold til referanseporteføljen. Denne meravkastningen kalles i finansiellitteraturen *alfa-avkastning*.
- Standardavviket er et mål på svingningene i avkastningen i en periode. Jo høyere standardavvik, desto større *volatilitet* (svingninger) i forhold til gjennomsnittsavkastningen.
- *Markedsrisiko* er risikoen for at verdien på en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av bevegelser i aksje- og valutakurser og rentenivået, jf. boks 3.2.
- *Normalfordelingen* er en mye benyttet sannsynlighetsfordeling i statistisk metode. Under en antakelse om at avkastningsratene er normalfordelte vil sannsynlighetsfordelingen være fullstendig karakterisert ved forventet avkastning og standardavviket til avkastningen. Dersom et verdipapir har en forventet avkastning på 5 pst. og et standardavvik på 10 pst. forventes avkastningen i to av tre år å ligge innenfor intervallet -5 til 15 pst.
- Referanseporteføljen fungerer også som et risikostyringsverktøy i den operative forvaltningen ved at det defineres en ramme for hva som aksepteres av avvik mellom de faktiske investeringene og referanseporteføljen. Forskjellen mellom faktiske investeringer og referanseporteføljen kan defineres som en differanseportefølje. Standardavviket til avkastningen av differanseporteføljen, som omtales som *relativ volatilitet*, angir et mål på markedsrisikoen i den operative forvaltningen, jf. boks 3.2. For Statens pensjonsfond – Utland har departementet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet tilsvarende 1,5 pst. Over tid, og noe forenklet, betyr det at forskjellen mellom avkastningen i fondet og referanseporteføljen i to av tre år ikke vil være mer enn 1,5 pst. I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge har styret i Folkestrygdfondet for 2007 satt øvre grense for forventet relativ volatilitet til 3,5 pst. For en nærmere omtale av relativ volatilitet vises det til Nasjonalbudsjettet 2002.
- Avkastningen til referanseporteføljen framkommer som en vektet sum av henholdsvis avkastningen på referanseporteføljen for aksjer og referanseporteføljen for rentepapirer. Risikoen til referanseporteføljen er imidlertid normalt lavere enn en vektet sum av risikoen i aksjereferansen og risikoen i rentereferansen. Årsaken til det er at avkastningen i aksje- og rentemarkedene ikke beveger seg i takt. Et mål på graden av (lineær) samvariasjon mellom avkastningsrater er *korrelasjonskoeffisienten*. Dette er et statistisk mål som kan variere fra -1 til +1, der -1 beskriver perfekt negativ korrelasjon og +1 beskriver perfekt positiv korrelasjon. Kun i tilfellet med perfekt positiv korrelasjon vil risikoen til fondets samlede referanseportefølje være lik den vektete summen av risikoen i aksje- og rentereferansene. I alle andre tilfeller vil risikoen være mindre. Den reduksjonen i risiko som framkommer ved å spre investeringene på ulike aktiva på denne måten betegnes som en *diversifiseringsgevinst*, jf. boks 2.7.



Figur 2.4 Akkumulert nominell avkastning av delporteføljene i Statens pensjonsfond – Utland målt i fondets valutakurv. Indeks ved utgangen av 1997 = 100

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

avkastningen av renteporteføljen 1,9 pst. Målt i norske kroner hadde fondet i fjor en avkastning på 5,9 pst. Forskjellen mellom avkastning og risiko målt i internasjonal valuta og norske kroner er nærmere beskrevet boks 2.6 i resultatanalysen. Fra 1997 til utløpet av 2006 var den gjennomsnittlige årlige avkastningen 6,5 pst. målt i utenlandsk valuta, mens realavkastningen etter forvaltningskostnader var 4,6 pst. jf. tabell 2.1.

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland avhenger i stor grad av markedsutviklingen i referanseporteføljen departementet har fastsatt, jf. kapittel 3. Referanseporteføljen er en bredt sammensatt portefølje av aksjer og obligasjoner som er spredt over mange regioner og sektorer. Avkastningen av referanseporteføljen gjenspeiler følgelig den generelle utviklingen i de internasjonale verdipapirmarkedene. Av resultatanalysen vedlagt dette kapitlet vises det at beslutningene knyttet til fastsettingen av fondets strategi, som operasjonaliseres gjennom utformingen av referanseporteføljen, har bestemt mellom 90 og 95 pst. av avkastningen i fondet.

I forvaltningen av fondet har Norges Bank

anledning til å avvike fra referanseporteføljen innenfor en risikoramme, jf. boks 2.1. Bidraget fra denne aktive forvaltningen måles løpende ved at fondets verdiutvikling sammenliknes med utviklingen i referanseporteføljen. I 2006 var avkastningen av Pensjonsfondet – Utland 0,15 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljens avkastning. Dette tilsvarer om lag 2,5 mrd. kroner. Aksjeporteføljen hadde isolert sett en mindreavkastning på 0,05 prosentpoeng, mens det var en meravkastning i renteporteføljen på 0,24 prosentpoeng. Faktisk avvik fra referanseporteføljen i 2006 tilsvarte til 0,37 pst. relativ volatilitet.

Det er ved evaluering av en kapitalforvalters prestasjoner vanlig å benytte en tidshorisont på flere år, og i resultatanalysen har departementet både vurdert meravkastningen siste tre år og for perioden 1998–2006, dvs. i hele perioden fondet har hatt adgang til å investere i aksjer. Som gjennomsnitt over perioden 2004–2006, har meravkastningen i Statens pensjonsfond – Utland vært på 0,58 prosentpoeng, mens fondet siden 1998 har hatt en meravkastning på i gjennomsnitt 0,48 prosentpoeng. Siden begynnelsen av 1998 har aksjeforvaltningen bidratt med om lag to tredeler av den samlede meravkastningen. Akkumulert meravkastning har vært på til sammen 29 mrd. kroner. I samme periode har årlig relativ volatilitet for Statens pensjonsfond – Utland vært 0,38 pst.

Risikoen i Pensjonsfondet – Utland, målt ved årlig standardavvik til avkastningen, har siden 1998 vært 5,3 pst. målt nominelt i lokal valuta, jf. vedlagte resultatanalyse. Variasjonene i avkastningen av referanseporteføljen har forklart mer enn 99 pst. av variasjonene i avkastningen til fondet. Norges Banks aktive forvaltning har derfor nesten ikke bidratt til å øke risikoen i fondet, jf. boks 2.1. Forholdet mellom den gjennomsnittlige meravkastningen Norges Bank har skapt og den økte risikoen som investeringsvalgene har medført, indikerer gode resultater i Norges Banks aktive forvaltning.

Årlig mottar departementet rapporter fra Mercer Investment Consulting, CEM Benchmarking Inc. og WM Performance Services vedrørende forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, jf. boksene 2.2 – 2.4. Departementet har gitt Mercer i oppdrag å verifisere og analysere avkastningen av Pensjonsfondet – Utland. Mercer viser i årsrapporten for 2006 at deres uavhengige beregninger av avkastning og markedsverdi for fondet stemmer overens med Norges Banks beregninger. Analysene av avkastningen indikerer bl.a. at deler av den meravkastningen Norges Bank har oppnådd kan

Boks 2.2 Årsrapport fra Mercer om Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland i 2006

Finansdepartementet har siden 2003 hatt en avtale med konsultentselskapet Mercer Investment Consulting om regelmessig verifisering og analyse av avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland. Mercer bruker Mellon Analytical Solutions (MAS) som underleverandør av avkastnings- og verdimålingene.¹ Det utarbeides enkle månedlige rapporter og en mer omfattende årlig rapport som publiseres på internettetsiden til Finansdepartementet (www.finansdepartementet.no).

Årsrapporten fra Mercer viser at markedsverdien til fondet og avkastningstallene for 2006 stemmer overens med Norges Banks årsrapport for 2006. De svært begrensede avvikene som er indentifisert gjennom året er forklart i rapporten. Det er et mål at Mercers verifisering skal være mest mulig uavhengig av Norges Banks beregninger. MAS mottar derfor data direkte fra Norges Banks depotbanker og indeksleverandører.² MAS beregner selv vektene for aktiva, regioner og sektorer og etterregner rebalanseringsporteføljens vekter. I rapportens vedlegg beskrives kontrollrutinene mer detaljert.

Mercers årsrapport inneholder analyser av fondets avkastning og meravkastning. Mercer har bl.a. utarbeidet en stilanalyse av aksjeporteføljen, som viser at porteføljen har hatt flere overvekter mot enkelte forvaltningsstiler. Analysen, som er gjort ved utgangen av hvert kvartal, viser at aksjeporteføljen i 2006 har hatt en overvekt av «vekstselskaper» og en undervekt av «verdiselskaper».³ Dette var også tilfellet i 2005, men overvekten er enda tydeligere i 2006. Stil-

analysene viser også at aksjeporteføljen har hatt en vedvarende overvekt av selskaper med beta høyere enn gjennomsnittet for referanseporteføljen. Beta er et mål på selskapenes samvariasjon med markedutviklingen, jf. boks 2.8.

Mercers sektoranalyse av aksjeporteføljen viser at Norges Bank ikke tar signifikante sektorposisjoner i forhold til referanseporteføljen. Analysene viser videre at fondet over flere år har vært investert i små børsnoterte aksjeselskaper («small-cap»), som har vært en del av fondets investeringsunivers, men ikke har vært en del av referanseporteføljen, jf. omtale i kapittel 3.3. Ved utgangen av 2006 var aksjeporteføljen investert i om lag 3 400 selskaper mens referanseporteføljen besto av i overkant av 2 400 selskaper. Denne forskjellen skyldes i hovedsak fondets investeringer i «small-cap».

Mercers rapport indikerer at deler av den meravkastningen Norges Bank har oppnådd kan forklares av noen faktorer, som markedsutvikling, «small-cap» og «vekst- og verdiselskaper».

¹ Mellon Analytical Services het før CAPS. Dette selskapet har siden 1998 utført verdi- og avkastningsberegninger av Statens pensjonsfond – Utland.

² Depotinstitusjoner er vanligvis banker. Den viktigste oppgaven til en depotinstitusjon er å sikre at den enkelte kundes verdipapirer er riktig registeret og «oppebevart» i verdipapirsentraler i de enkelte land der papirene er utstedt. Et depot har viktige funksjoner ved oppgjør av verdipapirhandler og yter også regnskapstjenester. Det kan videre avtales ulike tilleggstjenester, som for eksempel overvåking av eksterne forvaltere og utlån av verdipapirer.

³ Børsnoterte aksjer deles gjerne inn i to kategorier; verdi- og vekstselskaper, basert på flere finansielle nøkkeltall som omsetningsvekst, markedsverdi i forhold til inntjening eller regnskapsverdi, etc.

Boks 2.3 Sammenlikning av avkastning og kostnader i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland med andre pensjonsfond

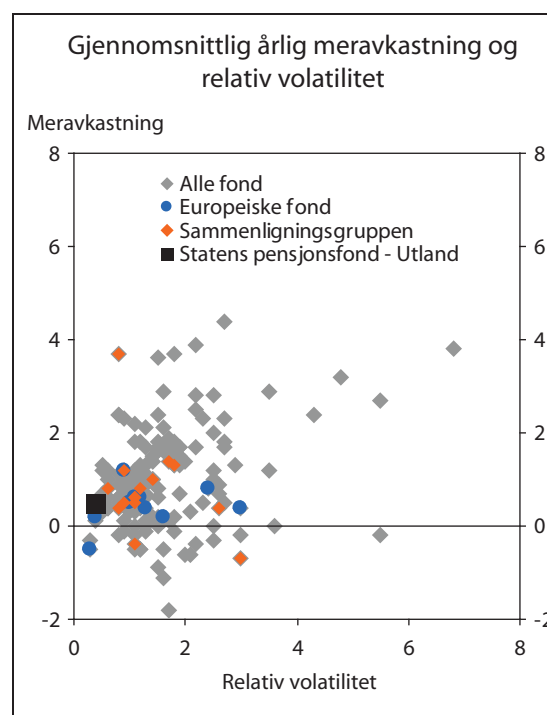
CEM Benchmarking Inc. (CEM) utarbeider på oppdrag fra Finansdepartementet en omfattende årlig rapport som sammenlikner Pensjonsfondet – Utlands avkastning, meravkastning og forvaltningskostnader med andre store fond. Sammenlikningsgruppen består av de største fondene i CEM-undersøkelsen (dvs. 14 amerikanske, 2 kanadiske og 3 europeiske fond). Fordi Pensjonsfondet har langt større investeringer i Europa enn gjennomsnittet av denne gruppen, sammenliknes også fondets avkastning med 23 europeiske fond. Medianstørrelsen av de europeiske fondene er om lag 150 mrd. kroner, mot sammenlikningsgruppens rundt 680 mrd. kroner. Datagrunnlaget er basert på egenrapportering fra fondene som kjøper tjenester fra CEM.

Meravkastning

En sammenlikning over tid av faktisk avkastning i Statens pensjonsfond – Utland med avkastningen av referanseporteføljen viser hvilken meravkastning Norges Bank har skapt. I figur 2.5. vises gjennomsnittlig meravkastning og relativ volatilitet for femårsperioden 2001–2005 for Statens pensjonsfond – Utland og de ulike sammenlikningsgruppene. Av figuren ser en at Pensjonsfondet – Utland, i likhet med flertallet av andre fond, har hatt positiv meravkastning over denne perioden. En ser også at Pensjonsfondet – Utland skiller seg fra de fleste andre fond ved å ha mindre variasjon i meravkastningen, dvs. lavere relativ volatilitet.

CEM har beregnet at Pensjonsfondet – Utland i femårsperioden fram til 2005 oppnådde en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,5 prosentpoeng. Til sammenlikning er den mest typiske meravkastningen (medianen) 0,5 prosentpoeng i de europeiske fondene og 0,6 prosentpoeng i sammenlikningsgruppen. Analysene viser samtidig at Pensjonsfondet – Utlands meravkastning er skapt ved bruk av betydelig mindre aktiv risiko (relativ volatilitet) enn de andre fondene.

Både sammenlikningsgruppen og de europeiske fondene har skapt meravkastning i aktivklasser som Pensjonsfondet – Utland ikke er



Figur 2.5 Gjennomsnittlig årlig meravkastning og relativ volatilitet for Statens pensjonsfond – Utland og andre fond. 2001–2005. Prosent.

Kilde: CEM Benchmarking Inc.

investert i. For den valgte femårsperioden har meravkastningen vært spesielt høy i eiendom. Dette betyr at Norges Banks meravkastning er bedre i forhold til sammenliknbare fond enn det som framgår direkte av CEM-rapporten.

Forvaltningskostnader

CEM-rapporten viser at Norges Banks totale forvaltningskostnader i 2005 for Statens pensjonsfond – Utland var på 0,11 pst. av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Dette er den laveste forvaltningskostnaden for alle de fondene CEM samler inn data fra. Ettersom de totale forvaltningskostnadene i stor grad reflekterer fondenes aktivasammensetning, og som for Pensjonsfondet – Utland er et resultat av Finansdepartementets investeringsstrategi, gir slike sammenlikninger ikke et fullgodt bilde av om Norges Banks forvaltning er kostnadseffektiv.

Boks 2.3 (forts.)

CEM har derfor utarbeidet en kostnadsreferanse basert på aktivasammensetningen for Pensjonsfondet – Utland. Kostnadsreferansen indikerer hvilke kostnader sammenlikningsgruppen – verdens største pensjonsfond – ville hatt med Pensjonsfondets aktivasammensetning. Analysen viser at de faktiske forvaltningskostnadene i 2005 var 0,03 prosentpoeng lavere enn kostnadsreferansen. Dette skyldes i hovedsak at Norges Bank har valgt mer intern forvaltning enn sammenlikningsgruppen. Intern forvaltning koster langt mindre enn ekstern forvaltning.

Referanseporteføljens avkastning

Finansdepartementet har fastsatt en referanseportefølje for Statens pensjonsfond – Utland. Analysene til CEM viser at Pensjonsfondet – Utlands gjennomsnittlige årlige avkastning i referanseporteføljen i femårsperioden fram til 2005 var 4,3 pst. målt i referanseporteføljens valutakurv. Tilsvarende var sammenlikningsgruppens og de europeiske fondenes medianavkastning 4,5 pst. og 5 pst., målt i henholdsvis USD og euro.

Sammenlikning av totalavkastning mellom fond er vanskelig fordi forskjellige fond har ulik valutasammensetning og referansevaluta. Valutakurssvingninger medfører at avkastningen vil avhenge av hvilken referansevaluta en benytter. I femårsperioden fram til 2005 var f.eks. avkastningen i fondets referanseportefølje målt mot euro 2,0 pst., mens den var 6,8 pst. målt mot USD. Den store forskjellen skyldes at USD sveket seg mye mot euro i denne perioden.

Forskjellen i referanseporteføljens avkastning vil også være et resultat av ulik aktivaklasse- og regionsammensetning. Pensjonsfondet – Utland har til nå skilt seg fra andre store pensjonsfond ved en lavere aksjeandel og at fondet ikke er investert i eiendom og unoterte aksjer. CEM har beregnet at dersom de andre fondene hadde Pensjonsfondets aktivaklasse-sammensetning i femårsperioden fram til 2005, ville den årlige indeksavkastningen blitt redusert med 0,8 prosentpoeng for sammenlikningsgruppen og 0,5 prosentpoeng for de europeiske fondene. Dette skyldes i hovedsak at Pensjonsfondet ikke har vært investert i eiendom, mens de andre fondene har hatt en gjennomsnittlig allokering til eiendom på 8 pst. Femårsperioden har vært en historisk god periode for eiendoms-markedet. For øvrig skiller Pensjonsfondet – Utland seg også fra andre fond ved at investeringene er spredt på mange markeder og valutaer, mens de fleste av pensjonsfondene i sammenlikningsgruppene har hoveddelen av investeringer i hjemmemarkedene.

Investeringsstrategien som ligger til grunn for referanseporteføljens sammensetning er basert på avveininger av langsiktige forventninger til avkastning og risiko i kapitalmarkedene, jf. kapittel 3. I et slikt perspektiv er en femårsperiode kort. Dersom sammenlikningene hadde blitt gjort for en annen femårsperiode kunne resultatene vært annerledes.

Et sammendrag av analysene for 2005 er publisert på internett (www.finansdepartementet.no).

forklares av noen faktorer, som markedsutvikling, avkastningen av små selskaper og av «vekst- og verdiselskaper». Finansdepartementet vil bl.a. på bakgrunn av disse resultatene, videreutvikle faktoranalyser i arbeidet med å evaluere forvaltningen av Statens pensjonsfond.

Sammenlikning av Pensjonsfondet – Utlands resultater med andre store institusjonelle forvaltere er en viktig del av analysene av Norges Banks aktive forvaltning. I analysene fra CEM er meravkastningen i Pensjonsfondet – Utland på linje med sammenliknbare fond, mens analysene fra WM Performance Services viser at meravkastningen er høyere enn for andre fond. Begge

analysene viser at den relative volatiliteten er klart lavere enn hva som er tilfellet for andre fond. Slike sammenlikninger blir vanskeliggjort ved at muligheten til å skape meravkastning vil variere med hvilke investeringsrammer og retningslinjer fondene er gitt. Både Pensjonsfondet – Utland og andre fond har referanseporteføljer som ikke inneholder alle de typer aktiva som fondene kan investeres i. Det er normalt lettere å oppnå meravkastning i forhold til en slik referanse enn om man skulle målt avkastningen mot en mer sammensatt referanse som bedre reflekterer verdiutviklingen i alle typer aktiva fondet kan investeres i.

Boks 2.4 Sammenlikning av meravkastning i Statens pensjonsfond – Utland med meravkastningen i andre fond

WM Performance Services (WM) har for 2006 utarbeidet en rapport som sammenlikner meravkastningen i Statens pensjonsfond – Utland med meravkastningen i pensjonsfond og livselskaper hjemmehørende i Nederland og Storbritania. Den samlede markedsverdien av fondene var ved utløpet av 2006 på 12 075 mrd. kroner og gjennomsnittlig markedsverdi var 31,5 mrd. kroner. Til sammenlikning var Pensjonsfondet – Utlands markedsverdi i 2006 1 572 mrd. kroner, regnet som månedlig gjennomsnitt.

I figur 2.6. vises gjennomsnittlig meravkastning og relativ volatilitet siste tre år for Statens pensjonsfond – Utland og andre fond. I figuren vises også resultatene til de 15 og 50 største fondene. Disse to gruppene hadde i 2006 en gjennomsnittlig markedsverdi på henholdsvis 337 og 33 mrd. kroner.

Figuren viser at Pensjonsfondet – Utland har hatt positiv meravkastning og skiller seg fra flertallet av andre fond ved å ha mindre variasjon i meravkastningen, dvs. lavere relativ volatilitet. WM peker på at meravkastningen til de store fondene er mer konsentrert rundt null, og forklarer dette med at når den aktive forvaltningen spres over flere aktiva og over flere typer forvaltning, reduseres sannsynligheten for store avvik fra referanseporteføljens avkastning.

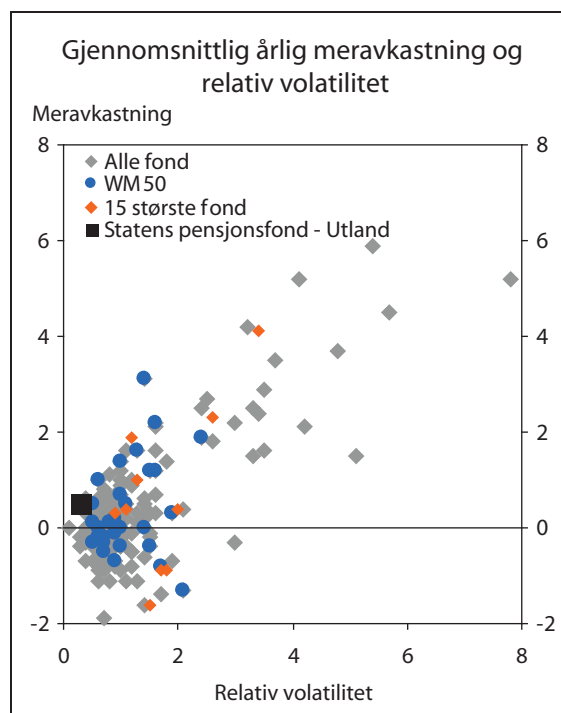
WM har beregnet at den mest typiske meravkastningen (medianen) til alle fondene i undersøkelsen er null for både tre- og femårsperioden fram til utløpet av 2006. For begge disse periodene har meravkastningen i Statens pensjonsfond – Utland vært nær de 25 pst. beste fondene, mens den relative volatiliteten har vært blant de 5 pst. laveste observasjonene. Dette gir ifølge WM et svært attraktivt og uvanlig bytteforhold mellom meravkastning og relativ volatilitet.

Forholdet mellom meravkastning og relativ volatilitet blir ofte beskrevet som informasjonsbrøken (IR). WM peker på at en må være forsiktige i tolkningen av IR. Dersom relativ volatilitet er veldig lav, vil selv små avkastningsforskjeller i forhold til referanseporteføljens avkastning kunne resultere i en høy IR, enten negativ eller

positiv. WM skriver at en IR på 0,5 ofte betegnes som god, og peker på at Pensjonsfondet – Utland over flere år har oppnådd en IR på over 1, noe som er uvanlig.

I sammenlikningen med andre fond, peker WM på at de fleste store fond blir tilført mindre enn 5 pst. av inngangsverdien i løpet av et år, mens Pensjonsfondet – Utland i 2006 ble tilført over 20 pst. av verdien ved begynnelsen av året. WM Performance Services skriver at å investere så mye kapital, både i absolutte termer og i forhold til fondets størrelse, gjør det mer krevende å skape meravkastning.

Rapporten fra WM inneholder også en sammenlikning av aksje- og renteporteføljens meravkastning med andre fond. Analysene gir i hovedsak samme bildet som for hele fondet. Rapporten for 2006 er publisert på internett (www.finansdepartementet.no).



Figur 2.6 Gjennomsnittlig årlig meravkastning og relativ volatilitet for Statens pensjonsfond – Utland og andre fond. 2004–2006. Prosent

Kilde: WM Performance Services.

Det er også krevende å finne den mest relevante sammenlikningsgruppen. Datagrunnlaget til både WM Performance Services og CEM er omfattende, men forskjellig. CEM dekker f.eks. ikke fond i Storbritannia, mens dette utgjør hoveddelen av fondene i datagrunnlaget til WM Performance Services. En annen forskjell er at de fleste av verdens største pensjonsfond er med i CEM-undersøkelsen. I markedsverdi er CEM-fondene derfor større og mer sammenliknbare med Pensjonsfondet – Utland. En tredje forskjell er at over 25 pst. av fondene i WM Performance Services er livselskaper, mens denne type fond ikke inngår i CEM-undersøkelsen. Ulike typer fond kan prestere forskjellig. En CEM-studie viser f.eks. at amerikanske pensjonsfond fra 1992 til 2004 skapte høyere meravkastning enn amerikanske verdipapirfond.⁴

Et spesielt trekk med Pensjonsfondet – Utland sammenliknet med andre fond er imidlertid de store tilførselene av ny kapital. WM Performance Services peker på at de fleste store fond blir tilført mindre enn 5 pst. av inngangsværdien i løpet av ett år, mens Pensjonsfondet – Utland i 2006 ble tilført over 20 pst. av verdien ved begynnelsen av året. WM Performance Services skriver at å investere så mye kapital, både i absolutte termer og i forhold til fondets størrelse, gjør det mer krevende å skape meravkastning.

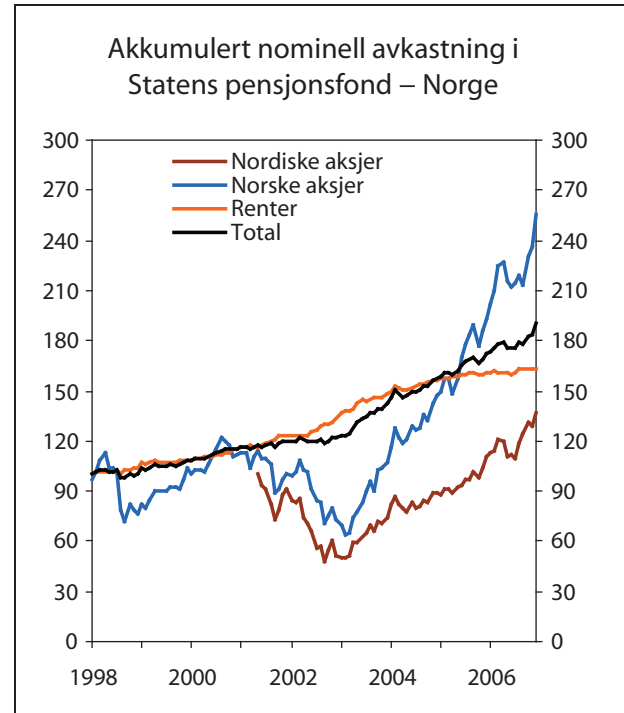
2.2.3 Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge

Verdien av Statens pensjonsfond – Norge utgjorde 106,9 mrd. kroner ved utgangen av 2006. Verdien av aksje- og renteporteføljen var ved årsskiftet henholdsvis 63,4 og 43,5 mrd. kroner.⁵ Dette tilsvarte en fordeling på henholdsvis 59,3 og 40,7 pst. av den samlede porteføljen i Statens pensjonsfond – Norge. Den nominelle avkastningen i delporteføljene til Statens pensjonsfond – Norge siden inngangen til 1998 er illustrert i figur 2.7.

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge var i 2006 11,7 pst. Avkastningen av fondets norske og nordiske egenkapitalplasseringer var på henholdsvis 32,1 pst. og 24,1 pst., mens avkastningen av renteplasseringene var 1,3 pst. Fra 1997 til utløpet av 2006 var gjennomsnittlig årlig avkastning 7,1 pst.

⁴ «Economies of Scale, Lack of Skill or Misalignment of Interest? A Study on Pension and Mutual Fund Performance.» (Arbeidsnotat som vil bli publisert)

⁵ Folketrygdfondet hadde 2,2 mrd. i gjeld knyttet til bl.a. repo-handler som er trukket ut av Folketrygdfondets renteplasseringer, jf. Folketrygdfondets årsrapport for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge i 2006.



Figur 2.7 Akkumulert nominell avkastning i Statens pensjonsfond – Norges delporteføljer målt i norske kroner. Indeks ved utgangen av 1997 = 100

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

For Statens pensjonsfond – Norge har departementet fastsatt overordnede plasseringsrammer, mens den mer detaljerte referanseporteføljen for måling av avkastning og risiko er fastsatt av Folketrygdfondets styre, jf. omtale i kapittel 5.3. Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge, som i hovedsak er investert i det norske verdipapirmarkedet, avhenger i stor grad av markedsutviklingen i referanseporteføljen.

Avviket mellom avkastningen i den faktiske porteføljen og referanseporteføljen kan i hovedsak tilskrives investeringsbeslutninger i Folketrygdfondet. I 2006 var avkastningen av Pensjonsfondet – Norge 1,13 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljens avkastning. Meravkastningen kan i hovedsak knyttes til at fondet har hatt en lavere renterisiko (durasjon) i porteføljen i en periode med stigende markedsrenter og en større andel aksjer enn hva som følger av referanseindeksen, jf. boks 3.2. Renteporteføljen hadde isolert sett en meravkastning i fjor på 0,62 prosentpoeng, mens den norske og nordiske aksjeporteføljen hadde en mindrevkastning på henholdsvis 0,36 og 1,14 prosentpoeng. Det faktiske avviket fra referanseporteføljen svarte i 2006 til 0,8 pst. relativ volatilitet. Pensjonsfondets renteportefølje har endret karakter vesentlig fra

2006 som følge av avviklingen av kontolånsordningen, og departementet er kjent med at Folketrygdfondet har gjort endringer i opplegget rundt den operative forvaltningen av nordiske aksjer med sikte på å bedre resultatene.

Statens pensjonsfond – Norge har en lang investeringshorisont. Fondet er en langsiktig investor, og vil ha en stor portefølje av aksjer i det norske markedet, som Folketrygdfondet må vurdere sammensetningen av. I tråd med dette legger departementet i oppfølgingen av Folketrygdfondets resultater vekt på utviklingen i resultatene over tid.

I perioden 1998–2006 har Folketrygdfondets resultater samlet sett vært tilfredsstillende og om lag på linje med referanseporteføljen for Pensjonsfondet – Norge. Det har vært en meravkastning i forvaltningen av norske aksjer, mens det har vært mindreavkastning i renteforvaltningen og forvaltningen av nordiske aksjer.⁶ I treårsperioden 2004–2006 har årlig mindreavkastning for totalporteføljen vært i gjennomsnitt 0,97 prosentpoeng. I periodene 1998–2006 og 2004–2006 har årlig relativ volatilitet vært 1,3 pst., jf. vedlagte resultatanalyse.

Det har i perioden 1998–2006 isolert sett vært en gjennomsnittlig årlig meravkastning i den norske aksjeporteføljen på 1,0 prosentpoeng, mens denne porteføljen har vist en årlig mindreavkastning i perioden 2004–2006 svarende til 3,62 prosentpoeng. Resultatanalysene i vedlegget til dette kapittelet viser at det er en tendens til at Folketrygdfondets norske aksjeportefølje gjør det bedre enn referanseporteføljen i perioder med svak utvikling på Oslo Børs og noe svakere enn referanseporteføljen i de perioder der kursoppgangen er sterk. Analysen viser også at variasjonene i referanseporteføljens avkastning forklarer om lag 93 pst. av variasjonene i fondets avkastning. Risikoen i Statens pensjonsfond – Norge, målt ved årlig standardavvik til avkastningen, har siden 1998 vært 4,3 pst. målt nominelt i norske kroner.

På samme måte som i oppfølgingen av Norges banks forvaltning, vil departementet vil framover vurdere bruk av eksterne konsulenter for å gjennomgå ulike sider ved Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge.

Etter avviklingen av kontolånsordningen utgjør aksjeporteføljen en større andel av totalporteføljen enn tidligere. En må følgelig være forbe-

redt på større årlige svingninger i den samlede avkastningen av Pensjonsfondet – Norge framover enn det en har erfart til nå.

2.3 Kostnader i forvaltningen

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank for Pensjonsfondet – Utland fastsetter prinsipper for den godtgjøringen Norges Bank skal motta for forvaltningen av fondet. Norges Banks godtgjøring skal i henhold til avtalen dekke de faktiske forvaltningskostnadene inntil en øvre grense som for 2006 er satt til 0,1 pst. av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Den øvre grensen for godtgjøring er bl.a. satt på grunnlag av informasjon om hva denne type forvaltning koster i pensjonsfond av tilsvarende størrelse. Finansdepartementet benytter det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. til å utarbeide analysene som ligger til grunn for kostnadsammenlikningene. I tillegg til kostnadsdekningen innenfor den øvre grensen godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Forvaltningskostnadene for 2006, eksklusive avkastningsavhengige honorarer, utgjorde 1 138 mill. kroner. Dette var en økning på 24 pst. fra 2005. Gjennomsnittlig størrelse på fondet økte med 33 pst., slik at kostnadene målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje falt fra 0,08 pst. i 2005 til 0,07 pst. i 2006. Forvaltningskostnadene eksklusive avkastningsavhengige honorarer er dermed godt under den øvre grensen. Medregnet avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde kostnadene 1 526 mill. kroner, som omregnet til årsrate er 0,1 pst. av gjennomsnittlig markedsverdi.

Folketrygdfondets kostnader i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge svarer (etter avviklingen av kontolånsordningen) til om lag 0,05 pst. av forvaltningskapitalen. Kostnadene i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge er ikke helt sammenliknbare med kostnadene for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Norges Bank har valgt å benytte eksterne forvaltningsmandater, som isolert sett er dyrere enn intern forvaltning. Videre er Norges Banks kapitalforvaltning mer omfattende, bl.a. ved at kapitalen i Pensjonsfondet – Utland er spredt over mange flere land og selskaper enn Pensjonsfondet – Norge. På den annen side er det stordriftsfordeler i kapitalforvaltning, som bl.a. Norges Bank drar nytte av.

⁶ Folketrygdfondet har forvaltet en nordisk aksjeportefølje siden 2001. Deler av mindreavkastningen i denne porteføljen må ses i sammenheng med betalt kildeskatt på aksjeutbytte for perioden 2001–2004.

Departementet legger opp til å inngå en forvaltningsavtale med Folketrygdfondet som fastsetter prinsippene for den godtgjøringen Folketrygdfondet skal motta for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, jf. omtalen i kapittel 5.

2.4 Nærmere analyse av avkastning og risiko i Statens pensjonsfond (vedlegg)

II.1 Innledning

I analysen av avkastningen i Statens pensjonsfond skilles det mellom den avkastningen som følger av den generelle utviklingen i markedene hvor fondet er investert og den avkastning som skyldes de investeringsvalg som Norges Bank og Folketrygdfondet foretar. I Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland er den overordnede investeringsstrategien uttrykt i en referanseportefølje fastsatt av departementet. For Statens pensjonsfond – Norge har departementet fastsatt strategien i form av overordnede rammer for plasseringer i aksjer og rentepapirer, mens den mer detaljerte referanseporteføljen for måling av avkastning og risiko er fastsatt av Folketrygdfondets styre. Som det går fram av analysen under, er det departementets beslutninger om fondets investeringsstrategi som i hovedsak bestemmer både avkastning og variasjonene i fondets avkastning.

I forvaltningen av Statens pensjonsfond har Norges Bank og Folketrygdfondet anledning til å avvike fra referanseporteføljen for å skape meravkastning, innenfor en fastsatt risikoramme. Som det går fram av analysen, har Norges Bank skapt meravkastning i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland hvert år siden 1998. Folketrygdfondets resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge har i perioden 1998–2006 vært om lag på linje med fondets referanseportefølje.

Av hensyn til de statistiske analysene i resultatomtalen nedenfor er gjennomsnittlig avkastning i dette vedlegget til kapittel 2 beregnet som et aritmetisk gjennomsnitt basert på månedlige avkastningstall. Omregningen til årlig avkastning er gjort ved å multiplisere med en faktor på 12. I hoveddelen av kapittel 2 var avkastningen beregnet geometrisk, i tråd med rapporterte avkastningstall i årsrapportene til Norges Bank og Folketrygdfondet for forvaltningen av hhv. Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. I kapittel 3 er det også benyttet et geometrisk beregnet avkastningssnitt, da dette ofte

Boks 2.5 Om gjennomsnittlig realavkastning og forholdet til fondets realverdi

Det finnes ulike mål for en gjennomsnittsverdi. De to vanligste målene er aritmetisk og geometrisk gjennomsnitt. Et enkelt talleksempel illustrerer forskjellen mellom dem. Anta at en investering på 100 kroner etter ett år dobler sin verdi til 200 kroner (opp 100 pst.), for deretter å halveres det etterfølgende året, til 100 kroner (ned 50 pst.). Aritmetisk snittavkastning vil i et slikt tilfelle være 25 pst., mens den geometrisk beregnede snittavkastning vil være 0 pst.¹. Det aritmetiske gjennomsnittet representerer således middelverdien av avkastningene, mens det geometriske gjennomsnittet angir den gjennomsnittlige vekstraten til investeringen.

Det kan vises at det geometriske gjennomsnittet alltid vil være lavere enn, eller som et spesialtilfelle helt lik det aritmetiske. Hvilket gjennomsnitt som er mest relevant vil avhenge av formålet med beregningene. I framskrivninger av langsiktig forventet årlig prosentvis realavkastning er det vanlig å ta utgangspunkt i et geometrisk avkastningssnitt, som også best gir uttrykk for historisk avkastning. Norges Bank rapporterer i sine kvartals- og årsrapporter realavkastningen av fondskapitalen som et geometrisk gjennomsnitt.

Retningslinjene for den økonomiske politikken innebærer at petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien, om lag i takt med forventet realavkastning av utenlandsdelen av Statens pensjonsfond. Gjennom handlingsregelen legger man til grunn en realavkastning på 4 pst. som en rimelig forventning til årlig prosentvis avkastning over tid for Pensjonsfondet – Utland, jf. St.meld. nr. 29 (2000–2001). En intensjon med politikkgregelen er å bevare realverdien av fondskapitalen. Der som forventet geometrisk gjennomsnittlig realavkastning av fondet er nær fire pst., vil en om lag bevare pensjonsfondets realverdi gjennom årlige uttak på 4 pst. av fondets verdi.

¹ Det aritmetiske gjennomsnittet er gitt ved $(100\% - 50\%)/2 = 25\%$.
Det geometriske gjennomsnittet er gitt ved $((1+1)(1-0,5))^{1/2} - 1 = 0$

anses bedre å gjenspeile den langsiktige forventede vekstraten til en investering, jf. boks 2.5.

I avnitt II.2 – II.4 analyseres avkastningen i Statens pensjonsfond – Utland nærmere, mens analysen av avkastningen i Statens pensjonsfond – Norge følger i avsnitt II.5 – II.7.

II.2 Utviklingen i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland avhenger i stor grad av markedsutviklingen i referanseporteføljen departementet har fastsatt. Referanseporteføljen er en bredt sammensatt portefølje av aksjer og obligasjoner som er spredt over mange regioner og sektorer. Avkastningen på referanseporteføljen gjenspeiler følgelig den generelle utviklingen i de internasjonale verdipapirmarkedene. Det benyttes indekser fra leverandørene FTSE og Lehman Brothers for henholdsvis aksjer og obligasjoner.

Tabell 2.2 viser avkastningen til fondets referanseportefølje i lokal valuta. Forskjellen mellom avkastning i lokal valuta og norske kroner er forklart i boks 2.6. Som det går fram av tabell 2.2, har avkastningen både vært betydelig høyere og mindre variabel i de siste årene enn i perioden 1998 – 2006 sett under ett.

Referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland er satt sammen av to delreferanseporteføljer; én for de internasjonale aksjemarkedene og én for de internasjonale obligasjonsmarkedene. I referanseporteføljen for fondet inngår aksjer med en vekt på 40 pst. og rentepapirer med en vekt på 60 pst., jf. kapittel 3.

Den svært høye avkastningen i referansepor-

teføljen for aksjer de siste årene reflekterer økningen i aksjekursene internasjonalt. I denne perioden har svingningene i aksjemarkedet vært unormalt lave. Beregninger basert på avkastningsserier som strekker seg over lang tid, indikerer at normalvolatiliteten i aksjemarkedet ligger i intervallet 14 til 16 pst. (målt ved standardavviket til avkastningen). For referanseporteføljen for rentepapirer har imidlertid avkastningen vært forholdsvis lav de siste årene i forhold til normalavkastningen i rentemarkedene og i forhold til avkastningen i aksjemarkedene. Samtidig som avkastningen i rentemarkedene har vært lav har det vært lite volatilitet i avkastningen.

Avkastningen til fondets referanseportefølje framkommer som summen av avkastningen på aksjereferansen vektet med aksjeandelen (40 pst.) og avkastningen på rentereferansen vektet med obligasjonsandelen (60 pst.). Risikoen til referanseporteføljen er imidlertid lavere enn en vektet sum av risikoen i aksjereferansen og risikoen i rentereferansen. Årsaken til det er at avkastningen i aksje- og rentemarkedene i forholdsvis liten grad har samvariert. Denne effekten betegnes som en diversifiseringsgevinst, jf. boks 2.7.

II.3 Utviklingen i faktisk portefølje til Statens pensjonsfond – Utland

Den faktiske porteføljen avviker noe fra referanseporteføljen. Avvikene gjenspeiler i hovedsak aktive investeringsbeslutninger i Norges Bank. En ramme for det maksimale tillatte avviket er fastsatt av Finansdepartementet, jf. boks 2.1. Målet til Norges Bank er å oppnå høyere avkastning på den faktiske porteføljen enn på referanse-

Tabell 2.2 Gjennomsnittlig årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland målt nominelt i lokal valuta. Prosent

	1998 – 2006	2004 – 2006	2006
<i>Referanseporteføljen</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,72	8,44	7,54
Standardavvik	5,18	3,18	3,13
<i>Aksjereferanse</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,24	15,60	16,14
Standardavvik	14,39	7,17	7,40
<i>Rentereferansen</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,04	3,58	1,70
Standardavvik	3,13	2,67	2,63

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

Boks 2.6 Fondsavkastning målt i norske kroner og i lokal valuta

Et lands sparing framkommer som summen av realinvesteringer innenlands og overskuddet på driftsregnskapet overfor utlandet, dvs. nettofinansinvesteringer i utlandet. Overskuddet på driftsregnskapet tilsvarer summen av nettofinansinvesteringer i de enkelte innenlandske sektorene. De enkelte sektorene i Norge kan således øke sine fordringer og sin gjeld overfor andre innenlandske sektorer. For landet som helhet må imidlertid fordringsoppbyggingen skje mot utlandet. I Norge står staten for en vesentlig del av denne sparingen, ved å investere en stor del av petroleumsinntektene i utlandet gjennom Statens pensjonsfond – Utland.

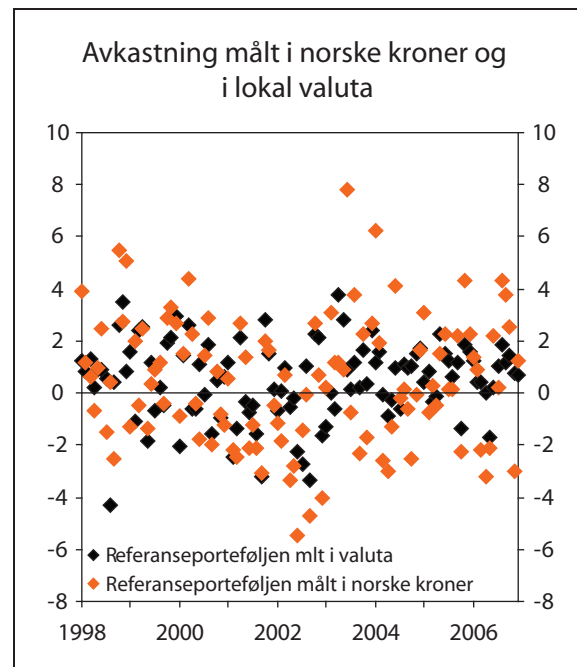
Fondskapitalen og avkastningen av denne gir mulighet for å finansiere økt nettoimport og dermed frigjøre produksjonsfaktorer fra konkurranseutsatt virksomhet. Hvor stor import som kan finansieres med utgangspunkt i fondet, er kun avhengig av valutabeholdningen i fondet og ikke hvilken verdi fondet har i norske kroner. Ut fra hensynet til å bevare fondets internasjonale kjøpekraft er det ved fordelingen av fondets investeringer mellom Europa, Amerika og Asia bl.a. lagt vekt på Norges importvekter.

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland kan måles både i norske kroner og i fondets valutakurv.¹ Ettersom den internasjonale kjøpekraften til fondet ikke påvirkes av endringer i kronekursen, er fokuset i resultatrapporteringen til fondet ofte på avkastningen målt i fondets valutakurv (eller m.a.o. i lokal valuta). Figur 2.8 viser den månedlige avkastningen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland målt i norske kroner og lokal valuta.

På samme måte som avkastningen på fondet kan måles i både norske kroner og lokal valuta, kan variasjonen i avkastningen måles i norske kroner og lokal valuta. Det er variasjonen i avkastningen målt i lokal valuta som er viktig for vurdering av risikoen knyttet til utviklingen i fondets kjøpekraft. Variasjonen i avkastningen målt i kroner har vært høyere enn variasjonen i avkastningen målt i lokal valuta, jf. figur 2.9. Det kommer av at variasjonen i avkastningen i kroner skyldes både variasjon i avkastningen i lokal valuta og svingninger i kronekursen. Dersom endringene i kronekursen hadde samvariert perfekt positivt med avkastningen i de interna-

sjonale markedene, ville standardavviket til avkastningen i kroner vært lik summen av standardavviket til avkastningen i lokal valuta og standardavviket til endringene i kronekursen. Beregninger viser at korrelasjonen (samvariasjonen) mellom avkastningen i norske kroner og avkastningen i de lokale verdipapirmarkedene er om lag null. Dette innebærer at variasjonen i avkastningen målt i kroner har vært betydelig mindre enn summen av de to standardavvikene. Standardavviket til endringene i kronekursen har vært i underkant av 7 pst. i perioden 1998 – 2006. Av figur 2.9 framgår det at risikoen (volatiliteten) målt i norske kroner er betydelig større enn risikoen målt i lokal valuta, og at forskjellen øker i de periodene valutakursvolatiliteten øker.

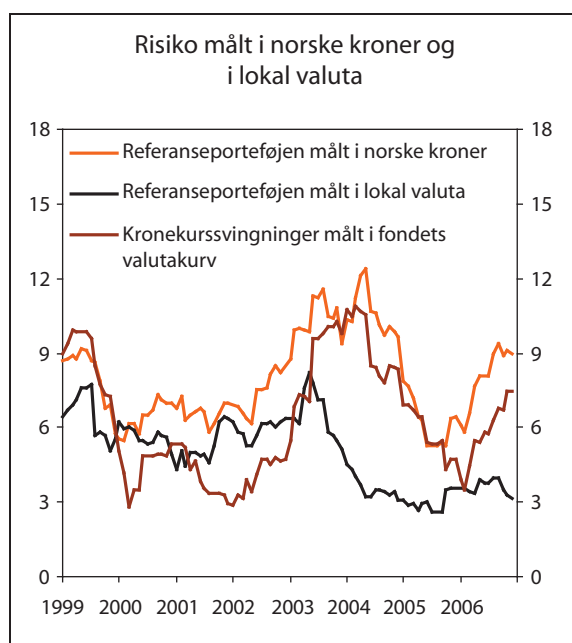
¹ Avkastningen målt i norske kroner påvirkes av hvordan kronekursen utvikler seg i forhold til de valutaene hvor fondet er investert. Dersom kronekursen i gjennomsnitt svekkes i verdi mot disse valutaene, vil avkastningen på fondet målt i kroner være høyere enn avkastningen på fondet målt i fondets valutakurv. Det skyldes at når valutaverdien av fondet regnes om til norske kroner, vil en oppnå en gevinst i kroner som følger av kronesvekkelsen.



Figur 2.8 Avkastning av referanseporteføljen for en gitt måned målt i norske kroner og i lokal valuta. 1998–2006. Prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

Boks 2.6 (forts.)



Figur 2.9 Rullerende tolv måneders standardavvik til referanseporteføljens avkastning målt i norske kroner og i lokal valuta. 1998–2006. Prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

Tabell 2.3 viser gjennomsnittlig årlig avkastning og standardavviket til avkastningen for den faktiske porteføljen, referanseporteføljen og differanseporteføljen, målt i norske kroner og lokal valuta

Av tabellen går det fram at det for perioden 1998 til 2006 har vært forholdsvis liten forskjell i gjennomsnittlig årlig avkastning målt i norske

kroner og lokal valuta. For faktisk portefølje og referanseporteføljen har imidlertid standardavviket målt i norske kroner vært om lag 3 prosentpoeng høyere enn standardavviket i lokal valuta.

Forskjellen i volatilitet målt i norske kroner og lokal valuta er større for renteporteføljen enn for aksjeporteføljen. Det har sammenheng med at volatiliteten i aksjemarkedene målt i lokal valuta har vært markant høyere enn volatiliteten i obligasjonsmarkedene. Volatiliteten i avkastningen beregnet i norske kroner for aksjereferanseporteføljen drives i langt sterkere grad av volatiliteten i de lokale aksjemarkedene enn det som er tilfellet for referanseporteføljen for rentepapirer. For den sistnevnte porteføljen har variasjonen i kronekursen i mye større grad påvirket variasjonen i avkastningen i kroner. Basert på litt omtrentlige beregninger forklarer variasjonen i kronekursen om lag 60 pst. av variasjonen i avkastningen til referanseporteføljen for fondet samlet målt i norske kroner. Tilsvarende tall for aksje- og rentereferanseporteføljen er henholdsvis rundt 20 og 80 pst.

Av tabell 2.3 framgår det at differanseavkastningen og den relative risikoen målt i kroner ikke har vært særlig forskjellig fra differanseavkastningen og den relative risikoen målt i lokal valuta. Det viser at den aktive forvaltningen i Norges Bank ikke har vært eksponert for verdiendringer i kronekursen relativt til fondets valutakurv. Denne analysen viser imidlertid ikke om den aktive forvaltningen har resultert i en faktisk portefølje som har hatt en annen valutakurseksponering innenfor investeringsuniverset enn referanseporteføljen.

Tabell 2.3 Gjennomsnittlig årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen for Statens pensjonsfond – Utlands faktiske portefølje, referanseportefølje og differanseportefølje, målt i norske kroner og i lokal valuta. 1998–2006. Prosent og prosentpoeng

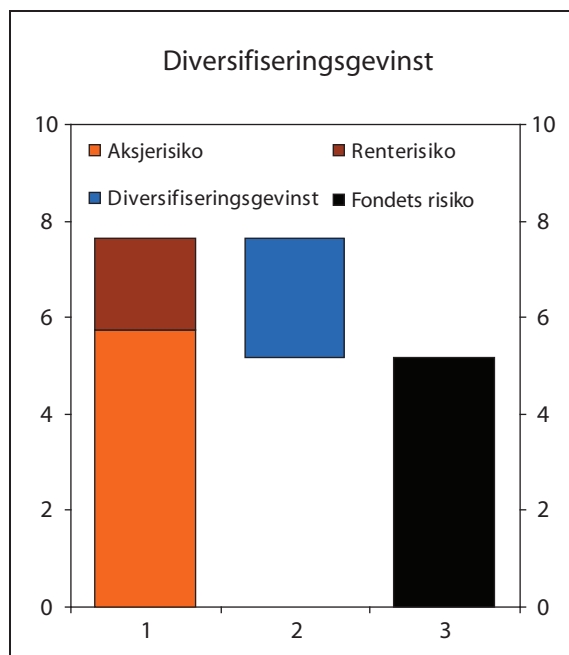
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanseportefølje
<i>Avkastning i norske kroner (1)</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	6,13	5,67	0,46
Standardavvik	8,51	8,45	0,38
<i>Avkastning i lokal valuta (2)</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	6,18	5,72	0,46
Standardavvik	5,29	5,18	0,38
<i>Forskjell mellom (1) og (2)</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	-0,05	-0,05	0,00
Standardavvik	3,22	3,26	0,00

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

Boks 2.7 Beregning av diversifiseringsgevinsten for Statens pensjonsfond – Utland

Referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland består av aksjer og obligasjoner. Den samlede risikoen til porteføljen bestemmes av risikoen i hver delreferanseportefølje og av graden av samvariasjon mellom avkastningen i aksje- og obligasjonsmarkedene. Den første stolpen i figur 2.10 viser hva fondets risiko ville vært dersom avkastningen i aksje- og obligasjonsmarkedene samvarierte perfekt. Den neste stolpen viser størrelsen på diversifiseringsgevinsten, mens den tredje viser fondets realiserte risiko. Diversifiseringsgevinsten har vært i overkant av 2 prosentpoeng.

Figur 2.11 understreker betydningen av korrelasjonen mellom avkastningen i aksje- og rentemarkedene for totalreferansens risiko. Det historiske standardavviket til totalreferansen har vært om lag 5,2 pst., mens korrelasjonen mellom avkastningen i aksje- og rentemarkedene for perioden 1998-2006 var om lag -0,4. Dersom det tas utgangspunkt i denne korrelasjonen, framgår det av grafen at risikoen for totalreferansen blir om lag 5,3 pst., som stemmer godt med historien. Med perfekt positiv korrelasjon beregnes risikoen for totalreferansen til 7,6 pst. Forskjellen på 2,3 prosentpoeng indikerer

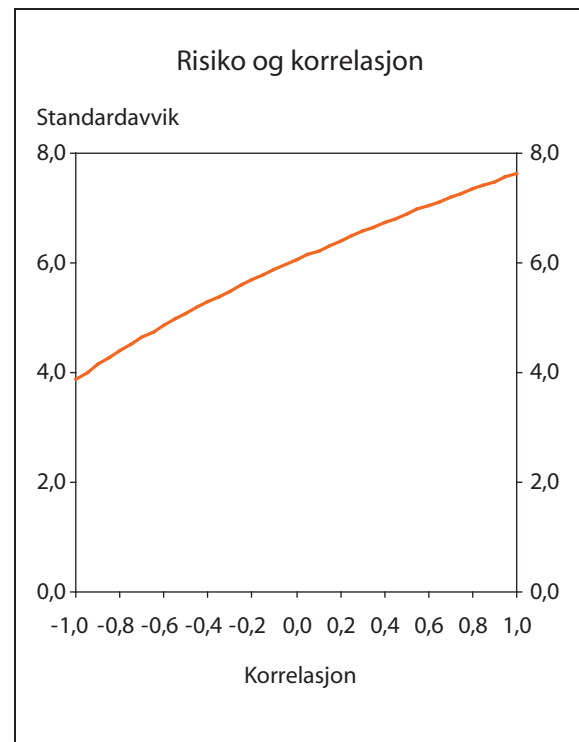


Figur 2.10 Årlig standardavvik i aksjer, obligasjoner og for Statens pensjonsfond – Utland samlet, 1998–2006. Lokal valuta. Prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

således den diversifikasjonsgevinsten som er oppnådd i perioden, jf. figur 2.10.

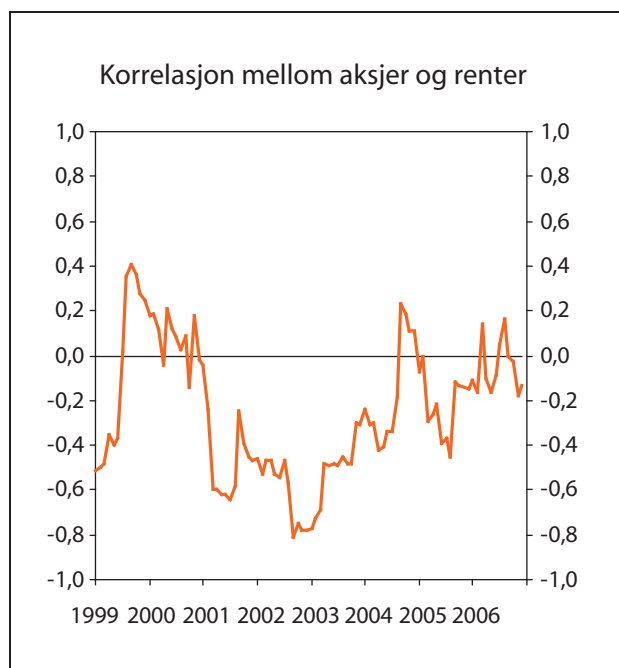
Figur 2.12 viser at det er relativt store variasjoner i korrelasjonen mellom avkastningen i aksje- og rentemarkedene over tid. Det betyr at diversifiseringsgevinsten også varierer med tiden. For lengre avkastningsserier har korrelasjonen mellom aksje- og obligasjonsavkastning historisk vært svak positiv, og dette reduserer diversifiseringsgevinsten noe sammenlignet med siste tiårsperiode.



Figur 2.11 Fondets totale risiko som funksjon av korrelasjonen mellom aksje- og renteavkastningen. Prosent¹

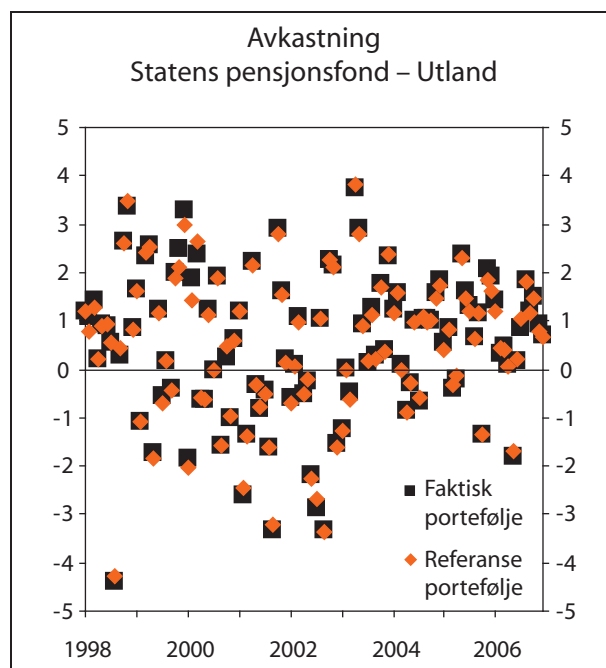
¹ Standardavviket til avkastningen av fondets referanseportefølje er en funksjon av standardavvikene til avkastningen av aksje- og rentereferansen, korrelasjonen mellom avkastningen av aksje- og rentereferansen og andelen aksjer i totalreferansen. For å tegne figuren er standardavvikene til avkastningen av aksje- og rentereferansene basert på historiske data. Aksjeandelen er satt til 40 pst., som tilsvarer gjeldende aksjeandel. Fondets risiko kan da beregnes som funksjon av korrelasjonen mellom avkastningen i aksje- og rentereferansene. Korrelasjonskoeffisienter vil alltid ligge i intervallet fra minus til pluss én.

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 2.12 Rullerende tolvmåneders samvariasjon mellom aksje- og renteavkastningen i referanseporteføljene. 1998–2006.

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 2.13 Avkastning av Statens pensjonsfond – Utland og fondets referanseportefølje. Månedlige avkastningstall 1998–2006. Prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

porteføljen innenfor den risikorammen som departementet har fastsatt. Avkastningen på og risikoen knyttet til den faktiske porteføljen vil derfor avvike noe fra referanseporteføljen. Fondets avkastning og risiko framgår av tabell 2.4.

Det framgår av tabellene 2.2 og 2.4 at den gjennomsnittlige avkastningen av den faktiske porteføljen er noe høyere enn for referanseporteføljen, mens risikotallene for de to porteføljene er omtrent like. Differanseavkastningen til fondet, som er forskjellen mellom avkastningen på faktisk portefølje og referanseporteføljen, omtales nærmere under avsnitt II.4.

Den høye graden av samsvar mellom avkastningen og risikoen i fondet og avkastningen og risikoen i referanseporteføljen er illustrert i figurene 2.13 og 2.14. Både nivået på avkastningen og

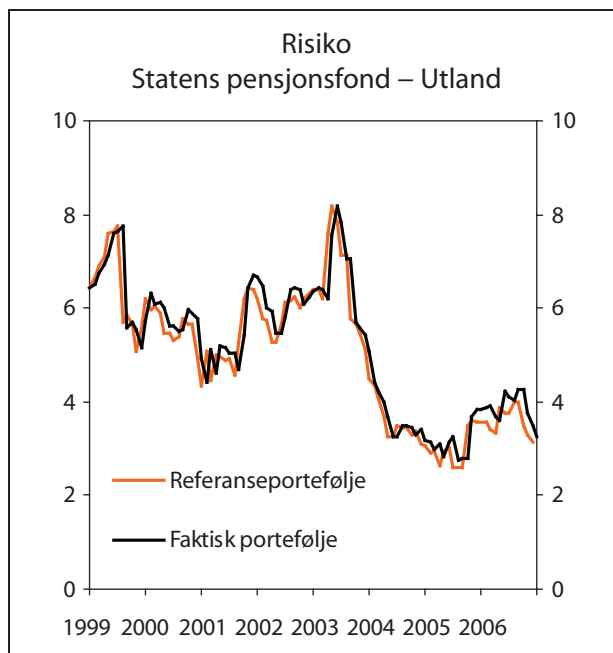
variasjonen i avkastningen er omtrent lik for de to porteføljene.

Disse analysene viser at det er beslutningene knyttet til fastsettingen av fondets overordnede investeringsstrategi, som operasjonaliseres gjennom utformingen av referanseporteføljen, som i hovedsak bestemmer både avkastningen og variasjonen i fondets avkastning. Mellom 90 og 95 pst. av avkastningen i fondet kan tilskrives de valg departementet har tatt i utformingen av investeringsstrategien for fondet, mens de resterende 5-10 pst. kan tilskrives de investeringsvalg Norges Bank har tatt innenfor de retningslinjene departementet har fastsatt. Videre har korrelasjonen mellom avkastningen av fondet og avkastningen av referanseporteføljen vært tilnærmet lik én (perfekt positiv korrelasjon), og variasjonene i avkastningen på

Tabell 2.4 Gjennomsnittlig årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen i Statens pensjonsfond – Utland målt nominelt i lokal valuta. Prosent

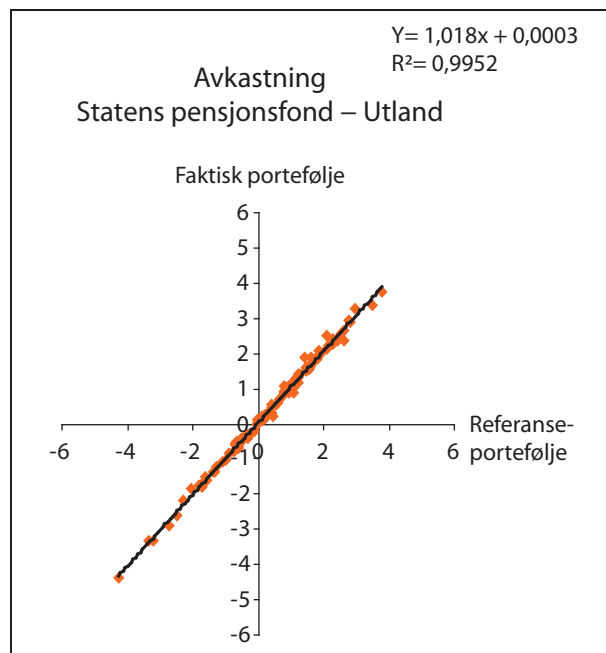
	1998 – 2006	2004 – 2006	2006
<i>Faktisk portefølje</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	6,18	8,99	7,69
Standardavvik	5,29	3,36	3,27

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 2.14 Rullerende tolvmåneders standardavvik til avkastningen i Statens pensjonsfond – Utland og fondets referanseportefølje. 1998–2006. Prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 2.15 Sammenhengen mellom avkastningen i Statens pensjonsfond – Utland og fondets referanseportefølje. 1998–2006. Prosent

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

referanseporteføljen har forklart mer enn 99 pst. av variasjonene i avkastningen på fondet.

I figur 2.15 er informasjonen i figur 2.13 systematisert annerledes. Her er ikke avvikene sortert ut fra når avkastningen oppstod. Hvert punkt viser avkastningen på referanseporteføljen og faktisk portefølje for samme måned sortert etter avkastningens størrelse. Punktet lengst nordøst i figuren markerer avkastning på fondet og referanseporteføljen i mai 2003, mens punktet lengst sydvest viser tilsvarende for august 1998. Punktene i mellom representerer kombinasjoner av avkastning på referanseporteføljen og faktisk portefølje for de andre månedene i perioden 1998–2006.

Kombinasjonene av avkastningsrater føyer seg relativt godt til en rett linje, som tegnet inn i figuren. Noe forenklet kan en si at den rette linjen er plassert slik at den minimerer «avstanden» mellom punktene og linjen. Stigningstallet til linjen omtales som porteføljens «beta» og skjæringspunktet med y-aksen omtales som porteføljens «alfa».⁷ For fondet beregnes betaen til 1,018. Dette estimatet er i statistisk forstand signifikant høyere enn én. Det innebærer at det er lite sannsynlig å observere denne kombinasjonen av

avkastning i faktisk portefølje og referanseporteføljen dersom fondets beta var én, jf. boks 2.8.

Når betaen er høyere enn én, betyr det at avkastningen av den faktiske porteføljen i gjennomsnitt vil være høyere enn avkastningen av referanseporteføljen i perioder med positiv avkastning i verdipapirmarkedet. I perioder med negativ avkastning ville en vente at avkastningen av fondet i gjennomsnitt ville være enda svakere.⁸ Et talleksempel illustrerer dette. Anta at referanseporteføljen har en avkastning et år på 5 pst. Da kan det forventes at fondet ville hatt en avkastning på 5,09 pst., dvs. en differanseavkastning på 0,09 prosentpoeng.⁹ Hvis referanseporteføljens avkastning derimot ble minus 5 pst., ville en vente at fondet falt i verdi med 5,09 pst. slik at mindreavkastningen ble 0,09 prosentpoeng.

I analysen av avkastning av faktisk portefølje har en benyttet avkastningen av referanseporteføljen som eneste forklaringsfaktor. I finanslitteraturen argumenteres det imidlertid for at forskjellen mellom avkastningen på ulike verdipapirer og ulike verdipapirporteføljer kan tilskrives mer enn én faktor. Empiriske studier av aksjemarkedet indikerer f.eks. at avkastningen avhenger av porteføljens

⁷ Standard statistiske metoder ligger til grunn for beregning av alfa og beta.

⁸ Utsagnet er helt korrekt dersom konstantleddet (alfa) i regresjonen er lik null.

⁹ 5,09 pst. svarer til 5 pst. multiplisert med beta lik 1,018.

Boks 2.8 Forventet avkastning og betaeksponering

Det er normalt å anta at markedsaktørene er risikoaverse. Det betyr at de for en gitt avkastning vil velge det investeringsalternativet som har lavest risiko. I effisiente markeder vil prisene på verdipapirer reflektere investorenes risikoaversjon. For eksempel er forventet avkastning i aksjemarkedet høyere enn i obligasjonsmarkedet. Forskjellen i forventet avkastning reflekterer forskjellen i risiko og investorenes risikoaversjon.

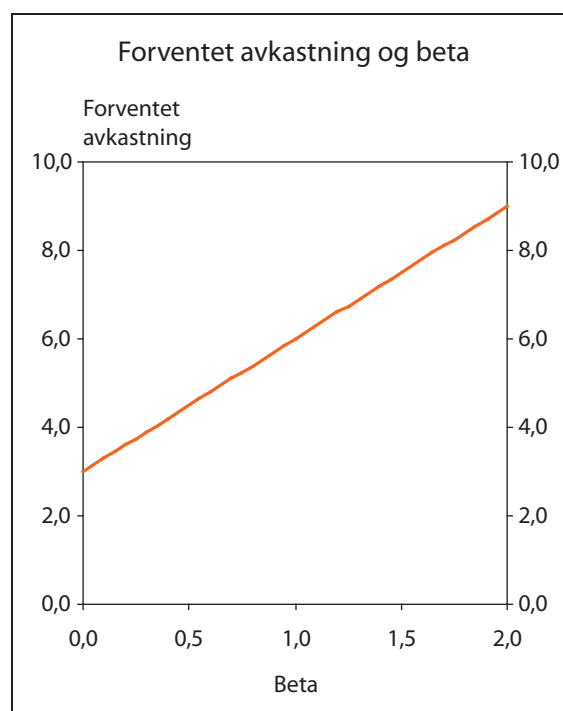
Betaen til en portefølje er et mål på porteføljens systematiske risiko. Systematisk risiko er den delen av risikoen som er knyttet til utviklingen i en bredt sammensatt og godt diversifisert verdipapirportefølje. Den usystematiske risikoen er den delen av risikoen som diversifiseres bort ved å investere i et stort antall verdipapirer. Fordi investorer kan bli kvitt den usystematiske risikoen nærmest uten merkostnader, oppnås ingen kompensasjon i form av høyere forventet avkastning ved å bære slik risiko. Den systematiske risikoen derimot forsvinner ikke. Investeres det i verdipapirmarkedene, vil en alltid være eksponert for verdiendringer som følge av generelle markedsbevegelser. Høyere systematisk risiko kompenseres i form av høyere forventet avkastning.¹

Risikomålet beta er konstruert slik at en betaverdi på én representerer den gjennomsnittlige systematiske risikoen i markedet. Referanseporteføljen for Statens pensjonsfond er bygget opp av representative markedsindekser. Den vil derfor definisjonsmessig ha en beta på én. En godt diversifisert portefølje med beta større enn én, vil i gjennomsnitt ha større variasjon i avkastningen enn en portefølje med beta lik én. Forventet avkastning vil være tilsvarende høyere. Dersom porteføljen har beta mindre enn én, vil avkastningsvariasjonen og forventet avkastning være lavere.

Den forventede avkastningen av en verdipapirportefølje er lik den risikofrie renten pluss en risikopremie, som kompenserer for den systematiske risikoen investoren velger å ta. Figur 2.16 er basert på forutsetninger om en risikofri rente på 3 pst. og en risikopremie i aksjemarkedene på 3 pst. Den forventede avkastningen av en portefølje som har en beta lik én vil således være 6 pst.

Sammenhengen mellom beta og forventet avkastning er rettlinjert. En investor som fordeler formuen sin likt mellom en risikofri plassering (med beta lik 0) og i en portefølje av risikable investeringer med beta lik én, vil ha en beta for den samlede porteføljen som er lik 0,5. Porteføljen er da halvparten så risikabel som referanseporteføljen. Den forventede avkastningen på denne porteføljen vil være lik 4,5 pst., som er midt mellom 3 og 6 pst., jf. figur 2.16. Prisen for å redusere risikoen reflekteres i at forventet avkastning reduseres med 1,5 prosentpoeng i forhold til forventet avkastning på referanseporteføljen.

¹ I litteraturen er systematisk risiko drøftet inngående. Det har etter hvert blitt vanlig å knytte systematisk risiko til flere risikofaktorer (ikke bare markedsbetaen). Den typen analyser som er presentert her, kan således utvides. Illustrasjonen her bygger på forutsetningene som ligger til grunn for kapitalverdimodellen (CAPM). Formålet med eksempelet er kun å illustrere sammenhenger.



Figur 2.16 Sammenhengen mellom forventet avkastning i prosent og porteføljens beta

Kilde: Finansdepartementet

Boks 2.8 (forts.)

I omtalen av resultatutviklingen i Folketrygdfondet er det vist at betaen til Statens pensjonsfond – Norge relativt til referanseporteføljen har vært lik 0,88 i perioden 1998–2006. Redusert risiko gir lavere forventet avkastning. I en vurdering av hvilke resultater som er oppnådd i forvaltningen kan man skille oppnådd mer- eller mindreavkastning i forhold til referanseporteføljen i to deler: Én del som skyldes at forvalteren har lagt seg på et annet risikonivå enn referanseporteføljen (dvs. beta høyere eller lavere enn én), og én del som kan tilskrives at forvalteren har oppnådd mer eller mindreavkastning i forhold til forventet avkastning for det aktuelle risikonivået. Denne siste komponenten kalles i finanslitteraturen alfa.

Folketrygdfondet har hatt negativ differanseavkastning i perioden 1998–2006, men ved å ta hensyn til den lave betaen viser det seg at den risikjustert differanseavkastning («alfa») har vært positiv. I figuren betyr det at avkastningen til Statens pensjonsfond – Norge ligger på oversiden av den rette linjen ved beta lik 0,88.

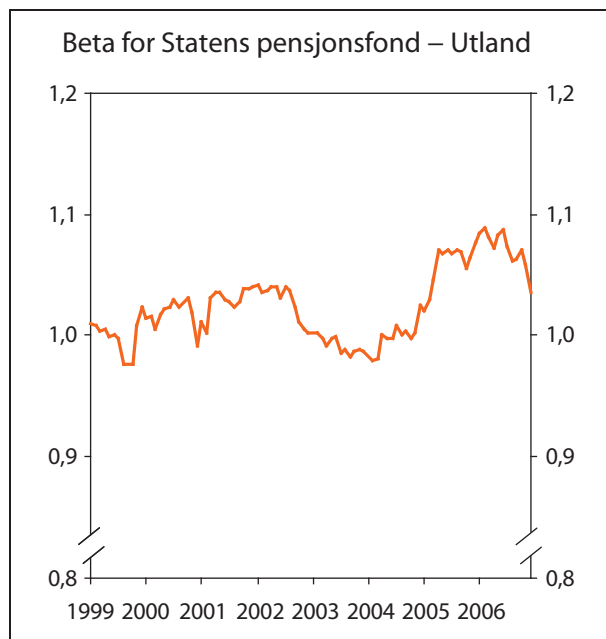
Betaen til Statens pensjonsfond – Utland er beregnet til 1,018, og ligger følgelig mye nærmere én enn det som er tilfellet for Statens pensjonsfond – Norge. I dette enkle eksemplet ville forventet avkastning på en portefølje med beta lik 1,018 vært 6,05 pst., som er marginalt høyere enn forventet avkastning på referanseporteføljen.

eksponering mot små selskaper og eksponeringen mot såkalte «vekstselskaper», i tillegg til eksponeringen mot markedet generelt (i analysen over uttrykt gjennom referanseporteføljen). Departementet vil i tiden framover videreutvikle analysene med sikte på å inkludere flere forklaringsfaktorer.

Beta-eksponeringen har variert over tid, jf. figur 2.17. Datamaterialet indikerer at gjennomsnittlig beta i siste treårsperiode har vært høyere enn i første del av fondets historie.

II.4 Utviklingen i differanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland

I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland har Norges Bank som omtalt anledning til å



Figur 2.17 Utviklingen i beta for Statens pensjonsfond – Utland. Rullerende tolv måneders beregninger. 1998–2006.

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

avvike fra referanseporteføljen innenfor en risikoramme. Differanseavkastningen er et mål på hvor stort bidrag den aktive forvaltningen i Norges Bank har gitt til fondets samlede avkastning. Tabell 2.5 viser gjennomsnittlig differanseavkastning og standardavviket til differanseavkastningen (realisert relativ volatilitet) i periodene 1998–2006, siste tre år og siste år.

Informasjonsbrøken, som framgår av i tabell 2.5, er beregnet som forholdet mellom gjennomsnittlig differanseavkastning og relativ volatilitet. Informasjonsbrøken nyttes i noen sammenhenger som en indikasjon på hvor god den aktive forvaltningen har vært. Brøken gir uttrykk for hvor stor differanseavkastningen har vært per enhet benyttet risiko. Informasjonsbrøken brukes til å sammenligne ulike forvaltere og til å vurdere utviklingen over tid for samme forvalter. Informasjonsbrøken for Statens pensjonsfond – Utland er høy sammenliknet med andre fond, jf. boks 2.4.

Informasjonsbrøken må tolkes med varsomhet. For en forvalter med en portefølje som avviker lite fra referanseporteføljen vil den relative risikoen være lav, og selv en liten meravkastning vil kunne gjøre informasjonsbrøken høy. Det er også slik at en vil forvente at informasjonsbrøken varierer med ulike typer aktiv forvaltning. En investor bør primært være opptatt av å maksimere

Tabell 2.5 Differanseavkastning og standardavvik til differanseavkastningen (relativ volatilitet) for Statens pensjonsfond – Utland målt nominelt i lokal valuta. Prosentpoeng og prosent¹

	1998 – 2006	2004 – 2006	2006
<i>Hele porteføljen</i>			
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	0,46	0,55	0,15
Standardavvik	0,38	0,34	0,37
Informasjonsbrøken	1,2	1,6	0,4
<i>Aksjeporteføljen</i>			
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	0,70	0,87	-0,01
Standardavvik	0,89	0,81	0,90
Informasjonsbrøken	0,79	1,07	-0,01
<i>Renteporføljen</i>			
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	0,22	0,31	0,24
Standardavvik	0,24	0,11	0,09
Informasjonsbrøken	0,91	2,80	2,64

¹ Årlig differanseavkastning er beregnet som forskjellen mellom gjennomsnittlig månedlig avkastning av fondet og av referanseporteføljen og annualisert ved å multiplisere med 12. Denne benevnes i tabellen med prosentpoeng. Realisert relativ volatilitet er beregnet som standardavviket til den månedlige differanseavkastningen og annualisert ved å multiplisere med kvadratroten av 12. Den benevnes i tabellen med pst.

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

meravkastning i kroner eller pst. til et gitt risikonivå, og ikke informasjonsbrøken.

Norges Bank har oppnådd meravkastning både for hele perioden sett under ett og for hvert enkelt år i perioden. Meravkastningen har vært lavere i 2006 enn i de tidligere periodene. Den gjennomsnittlige meravkastningen i perioden fra 1998 er i statistisk forstand signifikant større enn null. Det er følgelig lite sannsynlig at disse resultatene er oppnådd som følge av rene tilfeldigheter eller flaks. Akkumulert brutto meravkastning svarer til om lag 29 mrd. kroner.¹⁰

Alfa er et mål på differanseavkastningen der det korrigeres for beta-eksponeringen. For fondet anslås alfa til å være større enn null, jf. boks 2.8. Forskjellen mellom meravkastningen og alfa beregnes ved å multiplisere betaavviket (fra én) med gjennomsnittlig avkastning på referanseporteføljen i perioden. Intuisjonen er at man forventer høyere avkastning av en portefølje med beta større enn én, sammenlignet med en referanseportefølje (som pr. definisjon har beta lik én). I beregninger av alfa sammenlignes to porteføljer; avkastningen av den faktiske porteføljen og avkastningen av en «beta-justert» referanseporte-

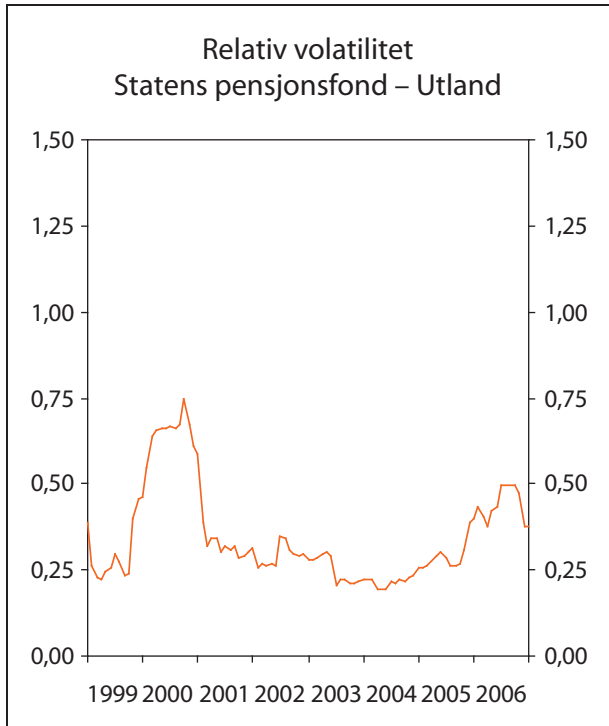
følje. Alfa til Statens pensjonsfond – Utland er for øvrig statistisk signifikant større enn null.

Utviklingen i realisert relativ volatilitet framgår av figur 2.18. I perioden fra januar 2000 og fram til desember 2005 har fondet hatt en relativ volatilitet på om lag 0,25 pst. I løpet av 2006 økte den relative volatiliteten noe og nådde i en kort periode sommeren 2006 0,5 pst. For hele perioden sett under ett beregnes realisert relativ volatilitet til 0,38 pst. Noe av denne risikoen kan tilbakeføres til en beta som er noe forskjellig fra én, jf. drøftingen over. Bidraget fra beta-avviket til fondets relative risiko er på om lag 6 pst.

Forventet relativ volatilitet skal ikke overstige 1,5 pst., jf. rammen som er fastsatt av Finansdepartementet. Norges Bank har så langt utnyttet mindre enn én tredel av den tildelte rammen. Det har sammenheng med innretningen av den aktive forvaltningen i Norges Bank, hvor en har valgt å ta et stort antall posisjoner relativt til referanseporteføljen, og der avkastningen på posisjonene er innbyrdes uavhengig både på et gitt tidspunkt og over tid. Med denne typen aktiv forvaltningsstrategi oppnås store diversifiseringsgevinster slik at nivået på den relative volatiliteten blir forholdsvis lavt.

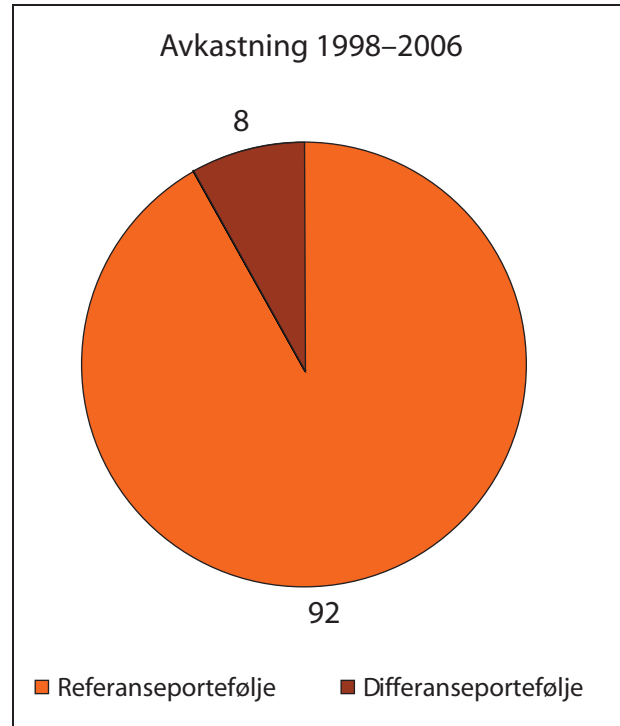
Faktisk portefølje i Statens pensjonsfond – Utland kan betraktes som bestående av to porteføljer; referanseporteføljen og differanseporteføljen. Risikoen til fondet vil følgelig avhenge av risikoen til referanseporteføljen, risikoen til differan-

¹⁰ I begrepet brutto meravkastning tas det bl.a. ikke hensyn til transaksjons- og forvaltningskostnader ved indeksforvaltning, eller ekstra forvaltningskostnader ved aktiv forvaltning.



Figur 2.18 Utviklingen i realisert relativ volatilitet. Rullerende tolv måneders standardavvik til differanseavkastningen. 1998–2006. Prosent.

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 2.19 Samlet avkastning i referanseporteføljen og differanseporteføljen. 1998–2006. Prosent.

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

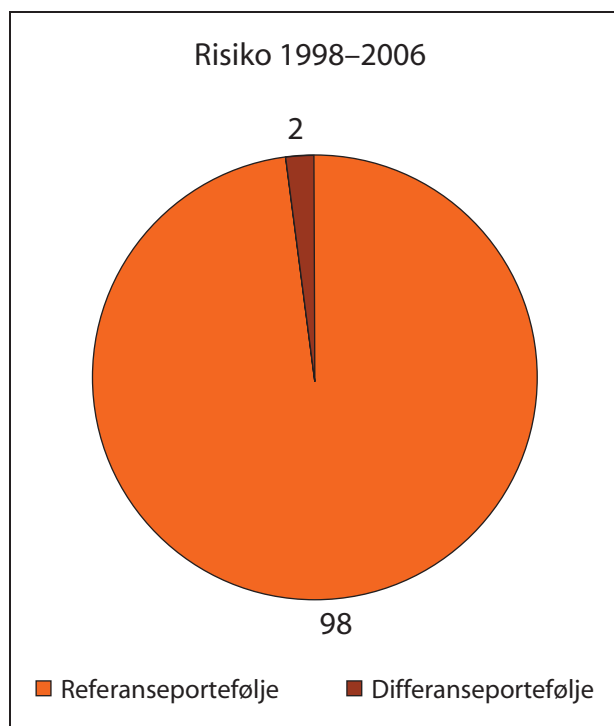
seporteføljen (relativ volatilitet) og samvariasjonen mellom avkastningen på referanse- og differanseporteføljene.

Den begrensede forskjellen mellom absolutt risiko i fondet og i referanseporteføljen som framgår av figur 2.14, skyldes bl.a. at differanseavkastningen har vært lavt korrelert med avkastningen av referanseporteføljen. For perioden 1998–2006 er denne korrelasjonskoeffisienten beregnet til 0,25, jf. boks 2.1.

Figurene 2.19 og 2.20 oppsummerer deler av den forutgående drøftingen. Figur 2.19 viser at differanseavkastningen i perioden 1998–2006 har utgjort om lag 8 pst. av fondets samlede avkastning. Det illustrerer poenget med at fastsettingen av fondets strategi bestemmer mellom 90 og 95 pst. av avkastningen på porteføljen. For 2006 utgjorde meravkastningen om lag 2 pst. av fondets samlede avkastning. Figur 2.20 viser at risikoen knyttet til den aktive forvaltningen bidro til å øke fondets samlede risiko med om lag 2 pst. (2/98-deler) for perioden 1998–2006 samlet. For 2006 alene var tilsvarende tall 4 pst. Den aktive forvaltningen i Norges Bank har hittil således gitt et signifikant positivt bidrag til fondets avkastning uten å påvirke fondets risiko i særlig grad.

Tabell 2.5 viser også differanseavkastningen i henholdsvis aksje- og renteforvaltningen. I aksjeforvaltningen har differanseavkastningen vært positiv i perioden 1998–2006 og i siste treårsperiode, mens det var negativ differanseavkastning i 2006. Den relative volatiliteten er beregnet til om lag 0,90 pst., og har vært forholdsvis lik i de ulike periodene. Også i den aktive renteforvaltningen har differanseavkastningen vært positiv når en ser hele perioden under ett. I renteforvaltningen ble det oppnådd positiv differanseavkastning i 2006, og derfor ble også differanseavkastningen for fondet samlet positiv dette året. Den relative risikoen i renteporteføljen er for hele perioden beregnet til 0,24 pst., mens risikoen i perioden fra 2000 har ligget stabilt på rundt 0,10 pst. Høyere risiko i første del av perioden kan i hovedsak tilskrives to etterfølgende måneder i 1998 der differanseavkastningen var hhv. meget høy og meget lav. Informasjonsbrøken i renteforvaltningen har vært svært høy de siste årene.

Den aktive aksjeforvaltningen har vært betydelig mer risikabel enn den aktive renteforvaltningen. Beregninger viser at den relative risikoen i aksjeforvaltningen står for nærmere 90 pst. av fondets samlede relative risiko. Variasjonene i fon-



Figur 2.20 Samlet risikobidrag fra referanseporteføljen og differanseporteføljen. 1998–2006. Prosent.

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet

dets differanseavkastning drives med andre ord hovedsakelig av variasjonene i aksjeporteføljens differanseavkastning.

Fondets samlede relative volatilitet for hele perioden har vært 0,38 pst. Det er betydelig lavere enn det vektete gjennomsnittet av den relative risikoen i aksje- og renteporteføljene, som er om lag 0,5 pst. Forklaringen på dette er lav samvariasjon mellom differanseavkastningsratene i aksje- og renteforvaltningen. For hele perioden sett under ett har korrelasjonen vært negativ. Det skyldes primært utviklingen i de første to årene. Etter dette har korrelasjonen i gjennomsnitt vært null.

Når en benytter referanseporteføljens avkastning i vurderingen av Norges Banks resultater i den aktive forvaltningen, må en være klar over at en ikke nødvendigvis ville klart å oppnå referanseporteføljens avkastning dersom fondet hadde vært forvaltet kun indeknsært, jf. boks 2.1. Det vil ved ren indeknsforvaltning påløpe transaksjonskostnader når innholdet av verdipapirer i referanseporteføljens endres, når fondet blir tilført nye midler og ved endringer i fondets investeringsstrategi. Samtidig vil det med indeknsforvaltning kunne påløpe relativt store utlånsinntekter fra verdipapirer i porteføljen. Disse utlånsinntektene kan

langt på vei oppveie normale transaksjonskostnader ved indeknsforvaltning.

II.5 Utviklingen i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge

For Statens pensjonsfond – Norge har departementet fastsatt overordnede plasseringsrammer, mens den mer detaljerte referanseporteføljen for måling av avkastning og risiko er fastsatt av Folketrygdfondets styre. Avkastningen av Statens pensjonsfond – Norge, som i hovedsak er investert i det norske verdipapirmarkedet, avhenger i stor grad av markedsutviklingen i referanseporteføljen. Referanseporteføljen for aksjeinvesteringene i Norge er representert ved Oslo Børs hovedindeks, mens FTSE NOREX 30 har vært benyttet som referanseportefølje for aksjeplasse- ringene i Danmark, Finland og Sverige.¹¹ Rente- referanseporteføljen har vært en sammensatt indeks som reflekterer utviklingen i det norske rentemarkedet.

Avkastning og risiko knyttet til totalreferansen og delreferansene for ulike perioder framgår av tabell 2.6. Avkastningen på totalreferanseporteføljen i siste treårsperiode har vært betydelig høyere enn gjennomsnittlig avkastning for hele perioden 1998–2006. Risikoen, målt ved standardavviket til avkastningen, har vært noe høyere i siste del av perioden enn perioden sett under ett.

Avkastningen i det norske aksjemarkedet har vært vesentlig høyere enn avkastningen i det nordiske aksjemarkedet, målt ved utviklingene i de to indeksene. Risikoen i de to markedene har imidlertid vært forholdsvis lik i denne perioden. Fra 2004 har avkastningen i aksjemarkedene i Norge og Norden vært svært høy.

Avkastningen i det norske obligasjonsmarke- det, målt ved avkastningen på rentereferansen til fondet, har vært god når en ser hele perioden under ett, men var svært lav i 2006. Også risikoen knyttet til investeringer i det norske obligasjons- markedet var lav i 2006.

Referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Norge samlet er satt sammen av ovennevnte del- referanseporteføljer. Ved utgangen av november 2006 hadde referanseporteføljen for investeringer i norske aksjer en vekt på nær 23 pst. i totalporteføljen, referanseporteføljen for investeringer i nordiske aksjer hadde en vekt på 4 pst. og obligasjonsreferansens vekt var 73 pst. I desember 2006

¹¹ Indeksen inneholder de 30 største og mest likvide selskape- ne i Norden. De norske selskapene som inngår er tatt ut ved beregningen av fondets referanseportefølje.

Tabell 2.6 Gjennomsnittlig årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Norge målt nominelt i norske kroner. Prosent¹

	1998 – 2006	2004 – 2006	2006
<i>Referanseporteføljen</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,38	10,81	9,64
Standardavvik	4,71	5,09	4,33
<i>Aksjereferanse – Norge</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	12,02	33,29	29,56
Standardavvik	22,49	16,67	15,83
<i>Aksjereferanse – Norden</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	8,85	22,06	23,98
Standardavvik	23,54	14,96	16,21
<i>Rentereferansen</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	5,81	3,80	0,74
Standardavvik	3,05	3,13	1,88

¹ For aksjeinvesteringene i Norden er tidsperioden juni 2001-2006.

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

ble kontolånsordningen for fondet avvirket og aksjeporteføljen utgjør dermed en større andel av totalporteføljen enn tidligere. En må følgelig være forberedt på større årlige svingninger i avkastningen av Pensjonsfondet – Norge framover enn det en har sett historisk. Basert på noen enkle beregninger er risikoen i fondet som følge av nedskrivning av kontolånene om lag doblet, og standardavviket til totalporteføljen kan ventes å øke fra om lag 5 til 10 pst.

II.6 Utviklingen i faktisk portefølje til Statens pensjonsfond – Norge

Referanseporteføljen bestemmer langt på vei hvordan kapitalen investeres. Avviket mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen kan i hovedsak tilskrives investeringsbeslutninger i Folketrygdfondet. Avkastningen av og risikoen knyttet til den faktiske porteføljen framgår av tabell 2.7. Med unntak for 2006 har den gjennomsnittlige avkastningen av den faktiske porteføljen

vært lavere enn for referanseporteføljen. For 2006 er dette forholdet motsatt. Som det framgår av tabell 2.7 har risikoen knyttet til den faktiske porteføljen vært noe lavere enn risikoen knyttet til referanseporteføljen, med unntak av 2006. Dette framgår også av figurene 2.21 og 2.22.

Differanseavkastningen til fondet, dvs. forskjellen mellom avkastningen på faktisk portefølje og referanseporteføljen, omtales for de ulike delporteføljene i II.7.

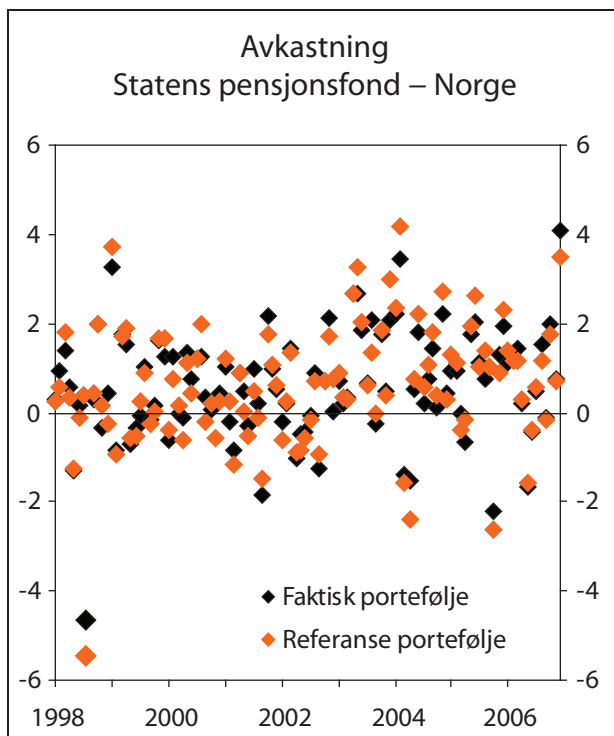
Departementets beregninger viser at variasjonene i referanseporteføljens avkastning forklarer om lag 93 pst. av variasjonene i fondets avkastning. Det illustrerer at departementets overordnede investeringsstrategi, uttrykt gjennom plasseringsrammene i forskriften for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge og operasjonalisert i styrets valg av referanseportefølje for fondet, i stor grad bestemmer utviklingen i avkastningen av den faktiske porteføljen.

I figur 2.23 er informasjonen i figur 2.21 systematisert noe annerledes. Hvert punkt viser

Tabell 2.7 Gjennomsnittlig årlig avkastning og årlig standardavvik til avkastningen i Statens pensjonsfond – Norge målt nominelt i norske kroner. Prosent

	1998 – 2006	2004 – 2006	2006
<i>Faktisk portefølje</i>			
Gjennomsnittlig avkastning pr. år	7,29	9,90	10,68
Standardavvik	4,26	4,60	4,92

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet



Figur 2.21 Avkastning av Statens pensjonsfond – Norge og fondets referanseportefølje. Månedlige avkastningstall 1998–2006. Prosent

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

avkastningen på referanseporteføljen og faktisk portefølje for samme måned sortert etter avkastningens størrelse. Punktene føyer seg godt til en rett linje, som er tegnet inn i figuren. Stigningstallet til denne linjen, som betegnes porteføljens «beta» er beregnet til 0,875, som i statistisk forstand er signifikant lavere enn én, jf. boks 2.8.¹² Når betaen er mindre enn én betyr det at avkastningen av den faktiske porteføljen i gjennomsnitt vil være mindre enn avkastningen av referanseporteføljen i perioder med positiv markedsutvikling.¹³ For den norske aksjeporteføljen har betaen i denne perioden vært om lag 0,92, mens den har ligget rundt én i de nordiske aksjeinvesteringene. Dette støtter således opp om at det er en tendens til at Folketrygdfondets norske aksjeportefølje gjør det bedre enn referanseporteføljen i perioder med svak utvikling på Oslo Børs og noe svakere enn referanseporteføljen i de perioder der kursoppgangen er særlig sterk. Folketrygdfondet er en stor aktør i det norske aksjemarkedet. Porteføljen til Statens pensjonsfond – Norge er konsen-

¹² Standard statistiske metoder ligger til grunn for beregning av alfa og beta.

¹³ Utsagnet er helt korrekt dersom konstantleddet (alfa) i regresjonen er lik null.



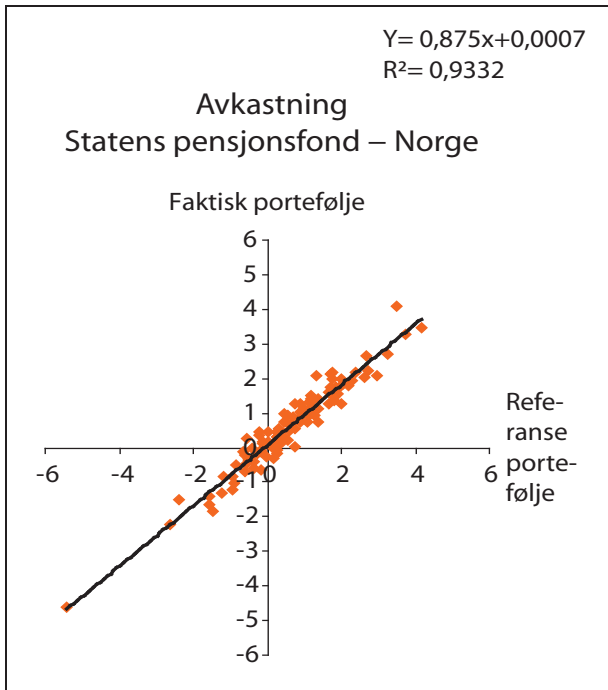
Figur 2.22 Rullerende tolv måneders standardavvik til avkastningen i Statens pensjonsfond – Norge og fondets referanseportefølje. 1998–2006. Prosent

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

trert rundt et mindre antall selskaper enn de som inngår i referanseporteføljen (Oslo Børs hovedindeks). Hovedårsaken til at betaen er lavere enn én, er at Folketrygdfondet har valgt ikke å investere i enkelte selskaper med særskilt høy risiko i forhold til gjennomsnittet i referanseporteføljen.

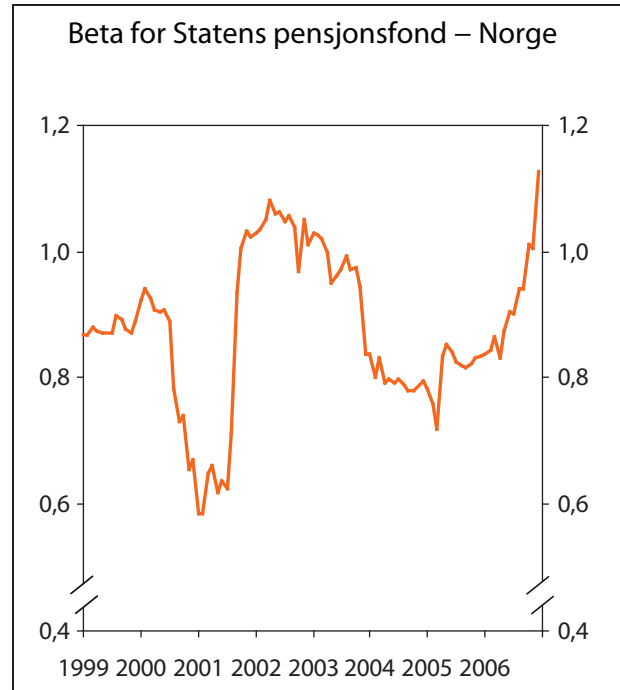
Figur 2.24 viser utviklingen i porteføljens beta over tid. Som det går fram av figuren har denne i lange perioder vært lavere enn én. Dette betyr at den systematiske risikoen i referanseporteføljen har vært høyere enn risikoen i den faktiske porteføljen til Statens pensjonsfond – Norge.

Svingningen i porteføljens beta gjennom 2000–2002 må ses i sammenheng med at det kraftige aksjekursfallet for teknologiselskaper, som i vesentlig mindre grad påvirket Folketrygdfondets faktiske aksjeportefølje enn referanseporteføljen. Den lavere betaen i årene 2003–2005 har sammenheng med bl.a. at Folketrygdfondet reduserte durasjonen i renteporteføljen sammenlignet med referanseporteføljen, jf. boks 3.2. Gjennom 2006 er forskjellen i durasjon mellom renteporteføljen og referanseporteføljen redusert. Samtidig har Folketrygdfondet hatt en høyere aksjeandel enn det som følger av fondets referanseportefølje. Begge disse forholdene har bidratt til å øke porteføljens beta.



Figur 2.23 Sammenhengen mellom avkastningen i Statens pensjonsfond – Norge og fondets referanseportefølje. 1998–2006. Prosent.

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet



Figur 2.24 Statens pensjonsfond – Norge. Rullerende tolv måneders beregninger. 1999–2006.

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

II.7 Utviklingen i differanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge

I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge har Folketrygdfondet anledning til å avvike fra referanseporteføljen innenfor en risikoramme. Bidraget fra denne aktive forvaltningen måles løpende ved at fondets verdiutvikling sammenliknes med utviklingen i referanseporteføljen.

Tabell 2.8 viser gjennomsnittlig differanseavkastning, standardavviket til differanseavkastningen (realisert relativ volatilitet) og informasjonsbrøken for periodene 1998–2006, siste 3 år og siste år fordelt på fondet samlet, aksjeporteføljen for hhv. Norge og Norden, samt renteporteføljen.

Differanseavkastningen til Folketrygdfondet var negativ i perioden 1998–2006. For siste treårs periode har resultatene vært dårligere enn for hele perioden sett under ett. I 2006 snudde imidlertid dette, og fondet oppnådde positiv differanseavkastning bl.a. som følge av gode resultater i renteforvaltningen.

Differanseavkastningen til fondet avviker fra et vektet snitt av differanseavkastningen i de tre delpordeføljene. Det kan tilskrives taktiske allokeringstilbudninger, dvs. at Folketrygdfondet i perioder har over- eller undervektet aktivaklassene

(norske aksjer, nordiske aksjer, norske rentepapirer) relativt til aktivaklassevektene i den samlede referanseporteføljen.

Alfa er et mål på differanseavkastningen der det korrigeres for virkningen av Folketrygdfondets lave beta-eksponering. Alfa beregnes å være større enn null, jf. boks 2.8. Grunnen til at alfa blir positiv til tross for at differanseavkastningen har vært negativ, er at avkastningen av den faktiske porteføljen i denne beregningen «kompenseres» for lavere beta enn én. I avsnitt II.4 er det redegjort nærmere for at informasjonsbrøken må tolkes varsomt og at den vil kunne variere mht. ulik aktiv forvaltningsstil.

Statens pensjonsfond – Norge har en lang investeringshorisont. Fondet er en langsiktig investor og vil ha en stor portefølje av aksjer i det norske markedet. Folketrygdfondet skal vektlegge i sin investeringsstrategi selskapenes langsiktige verdiskapingspotensial basert på en vurdering av fundamentale forhold og utviklingstrekk. Kortsiktige markedsfluktasjoner er således av mindre betydning. I tråd med dette legger departementet i oppfølgingen av Folketrygdfondets resultater vekt på utviklingen i pensjonsfondet over tid. Over perioden 1998–2006 har Folketrygdfondet hatt en avkastning om lag på linje

Tabell 2.8 Differanseavkastning og standardavvik til differanseavkastningen (relativ volatilitet) for Statens pensjonsfond – Norge målt nominelt i norske kroner. Prosentpoeng og prosent¹

	1998 – 2006	2004 – 2006	2006
<i>Hele porteføljen</i>			
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	-0,09	-0,91	1,04
Standardavvik	1,25	1,25	0,83
Informasjonsbrøken	-0,1	-0,7	1,3
<i>Den norske aksjeporteføljen²</i>			
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	0,69	-2,96	-0,44
Standardavvik	4,68	3,93	4,22
Informasjonsbrøken	0,15	-0,75	-0,10
<i>Den nordiske aksjeporteføljen³</i>			
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	-0,40	-0,36	-0,97
Standardavvik	0,54	0,55	0,62
Informasjonsbrøken	-0,74	-0,65	-1,57
<i>Renteforporteføljen</i>			
Gjennomsnittlig differanseavkastning pr. år	-0,34	-0,75	0,59
Standardavvik	0,83	1,20	0,42
Informasjonsbrøken	-0,41	-0,62	1,40

¹ Årlig differanseavkastning er beregnet som forskjellen mellom gjennomsnittlig månedlig avkastning av fondet og av referanseporteføljen og annualisert ved å multiplisere med 12. Denne benevnes i tabellen med prosentpoeng. Realisert relativ volatilitet er beregnet som standardavviket til den månedlige differanseavkastningen og annualisert ved å multiplisere med kvadratroten av 12. Den benevnes i tabellen med pst.

² I den norske aksjeporteføljen inngikk i 2006 aksjer i selskapet General Electric, som Folketrygdfondet fikk i oppgjør i forbindelse med salget av Nycomed Amersham. Verdiutviklingen til dette selskapet var i fjor svakere enn utviklingen for Oslo Børs hovedindeks, og bidro således til mindreavkastningen.

³ Tallene for den nordiske aksjeporteføljen er fra perioden mai 2001 til utgangen av 2006.

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

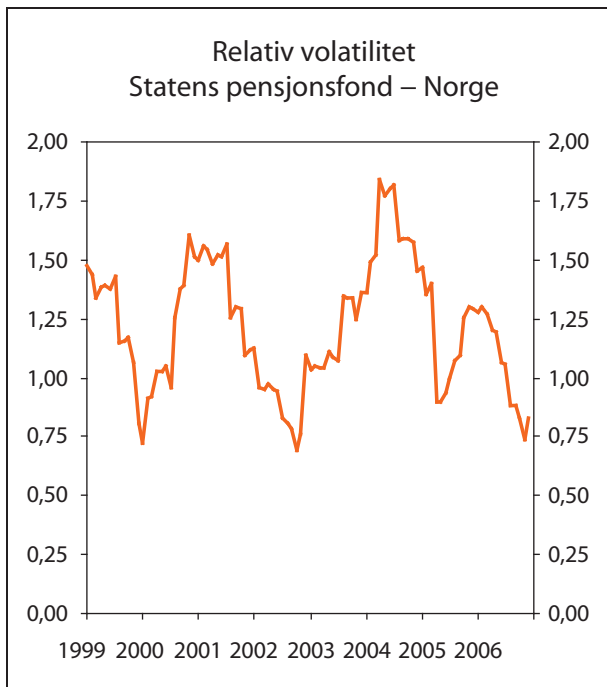
med avkastningen til referanseporteføljen. I denne perioden har Folketrygdfondet isolert sett hatt en meravkastning i forvaltningen av norske aksjer.

Siden Folketrygdfondet i 2001 begynte å investere i Danmark, Finland og Sverige har forvaltningen av den nordiske aksjeporteføljen samlet for disse årene bidratt til mindreavkastning. Deler av mindreavkastningen i denne delen av porteføljen må ses i sammenheng med at Folketrygdfondet betaler kildeskatt på aksjeutbytte. Departementet er kjent med at Folketrygdfondet har gjort endringer i opplegget rundt den operative forvaltningen av nordiske aksjer med sikte på å bedre resultatene. Renteforvaltningen hadde gode resultater i 2006. Det skyldes at porteføljen har hatt lavere renterisiko (målt ved durasjon, jf. boks 3.2) enn referanseporteføljen i en periode da markedsrentene har steget. De svakere resultatene i årene før skyldes at porteføljen hadde lavere renteeksponering i en periode med fallende markedsrenter.

Forskjellen i avkastning mellom faktisk portefølje og referanseporteføljen har vært størst for aktivaklassen norske aksjer. Av tabell 2.8 framgår det også at den relative volatiliteten har vært klart størst innenfor denne aktivaklassen.

Utviklingen i realisert relativ volatilitet for totalporteføljen framgår av figur 2.25. For hele perioden sett under ett beregnes realisert relativ volatilitet til 1,25 pst., som er en del lavere enn den øvre grensen styret har fastsatt for totalporteføljen på 2,0 pst. I løpet av 2006 falt den relative volatiliteten noe og var mot slutten av året om lag 0,8 pst. For hele perioden sett under ett beregnes realisert relativ volatilitet til 1,25 pst. Mye av denne risikoen kan tilbakeføres til en beta som er noe forskjellig fra én, jf. drøftingen over. Bidraget fra beta-avviket til fondets relative risiko er på om lag 22 pst.

Fondets samlede relative volatilitet for hele perioden er lavere enn det vektete gjennomsnittet av den relative volatilitet i aksje- og renteforporteføljene, som under noen forenklete forutsetnin-



Figur 2.25 Utviklingen i realisert relativ volatilitet. Rullerende tolv måneders standardavvik til differanseavkastningen. 1998–2006. Prosent.

Kilde: Folketrygdfondet og Finansdepartementet

ger kan anslås til 1,7 pst. Forklaringen ligger i lav samvariasjon mellom differanseavkastningsratene i aksje- og renteforvaltningen.

3 Investeringsstrategi

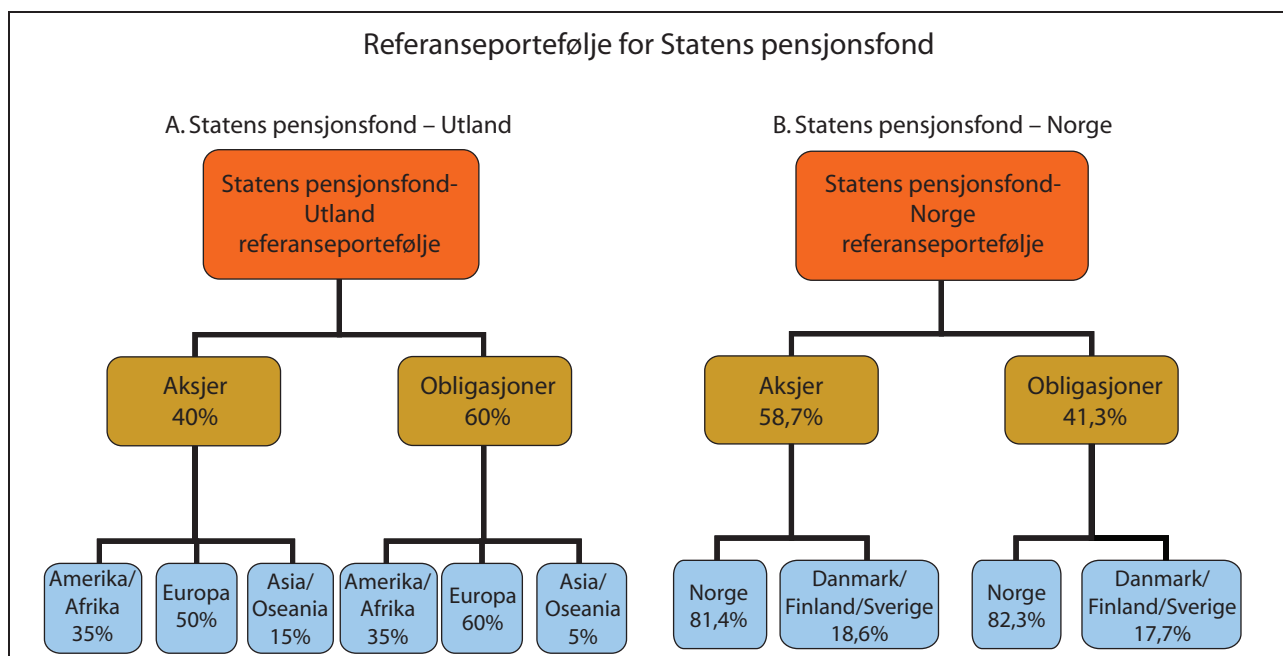
3.1 Innledning

Statens pensjonsfond ble opprettet i 2006 som en overbygning over det som tidligere var Statens petroleumsfond og Folketrygdfondet. Formålet med Statens pensjonsfond er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter. For å sikre at petroleumsinntektene skal bidra til en stabil utvikling i norsk økonomi, skal inntektene fases inn i økonomien gradvis, samtidig som sparemidlene skal plasseres utenfor Norge. Sparing i pensjonsfondet skjer i form av generell fondsoppbygging. For å legge til rette for at veksten i fondet skal reflektere statens reelle fordringsoppbygging, er fondet fullt ut integrert med statsbudsjettet. Det er således ikke stilt krav om at kapitalen i pensjonsfondet til enhver tid skal

svare til en bestemt andel av statens pensjonsforpliktelser i folketrygden. Dette gir pensjonsfondet en større evne til å tåle mer kortsiktige avkastningssvingninger i verdipapirmarkedet enn mange andre fond.

Mens kapitalen i Statens pensjonsfond bare kan brukes én gang, kan realavkastningen brukes hvert år uten at formuesverdien reduseres. Gjennom handlingsregelen for budsjettpolitikken skal statens petroleumsinntekter fases inn i økonomien om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland, jf. boks 1.1. Dette støtter opp om at pensjonsfondets kjøpekraft opprettholdes over tid og bidrar til at det kan legges til grunn en lang horisont for investeringene til fondet.

Det er bred politisk enighet om at pensjonsfondet skal forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat nivå på



Figur 3.1 Referanseporteføljene for Statens pensjonsfond¹

¹ Finansdepartementet har fastsatt referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland. Ved valg av regionvekter er det bl.a. tatt hensyn til Norges importvekter. Sammensetningen av referanseporteføljen innenfor hver region bestemmes av markedsverdivektene mellom land. Referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Norge er fastsatt av Folketrygdfondets styre innenfor plasseringsrammer gitt av departementet. Plasseringsrammene er gitt i pst. av anskaffelseskost, mens referanseporteføljen er utformet i pst. av markedsverdier.

risiko. Finansdepartementet har fastsatt en langsiktig investeringsstrategi som sikrer at midlene investeres i en bredt sammensatt portefølje av verdipapirer fra mange land. Fondets lange investeringshorisont medfører at andelen investert i ulike aktivaklasser og geografiske regioner kan fastsettes etter vurderinger av forventet avkastning og risiko på lang sikt.

Finansdepartementets valg av investeringsstrategi er avgjørende for pensjonsfondets forventede avkastning og risiko, og representerer en avveining mellom dem. Pensjonsfondet skal være en finansiell investor, og ikke et redskap for strategisk eierskap i enkeltelskaper. Fondet har god risikospredning gjennom å være plassert i verdipapirer utstedt av mange forskjellige stater og av selskaper i mange ulike land. Det legges vekt på bred politisk enighet om investeringsstrategien til fondet, og høy grad av åpenhet om forvaltningen av midlene. Dette understøtter troverdigheten og tilliten til fondet.

Investeringsstrategien til Statens pensjonsfond er gitt av de overordnede plasseringsrammene og referanseporteføljene for henholdsvis Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Referanseporteføljene for Statens pensjonsfond er bygget opp av aksje- og obligasjonsindekser fra ulike land, jf. figur 3.1. Disse

indeksene inneholder representative utvalg av verdipapirer, og utviklingen i indeksene reflekterer i stor grad markedsutviklingen i landene. Avkastningen av Statens pensjonsfond vil i stor grad følge markedsutviklingen til de verdipapirene som inngår i referanseporteføljene. Beregninger i kapittel 2 viser at 90–95 pst. av avkastningen i Statens pensjonsfond – Utland har vært bestemt av de valg Finansdepartementet har gjort ved sammensetningene av referanseporteføljen, mens de resterende 5–10 pst. er bestemt av de investeringsvalg Norges Bank har foretatt innenfor de retningslinjene som departementet har fastsatt. En nærmere beskrivelse av hvordan en referanseportefølje er bygd opp er gitt i boks 3.1.

Statens pensjonsfond er i hovedsak investert i børsnoterte aksjer og obligasjoner. Aksjeinvesteringer representerer eierandeler i produksjon av varer og tjenester og verdien av investeringene vil derfor bl.a. reflektere forventningene om bedriftenes framtidige overskudd. Obligasjonsinvesteringer gir utstederen et lån som skal tilbakebetales til obligasjonsinnehaveren sammen med en på forhånd fastsatt rente. Som det går fram av figur 3.1 er Statens pensjonsfond – Utland i sin helhet investert i utlandet, og det er avkastningen i internasjonal valuta som er relevant når en skal måle utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft. Statens pen-

Boks 3.1 Sammensetningen av referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland

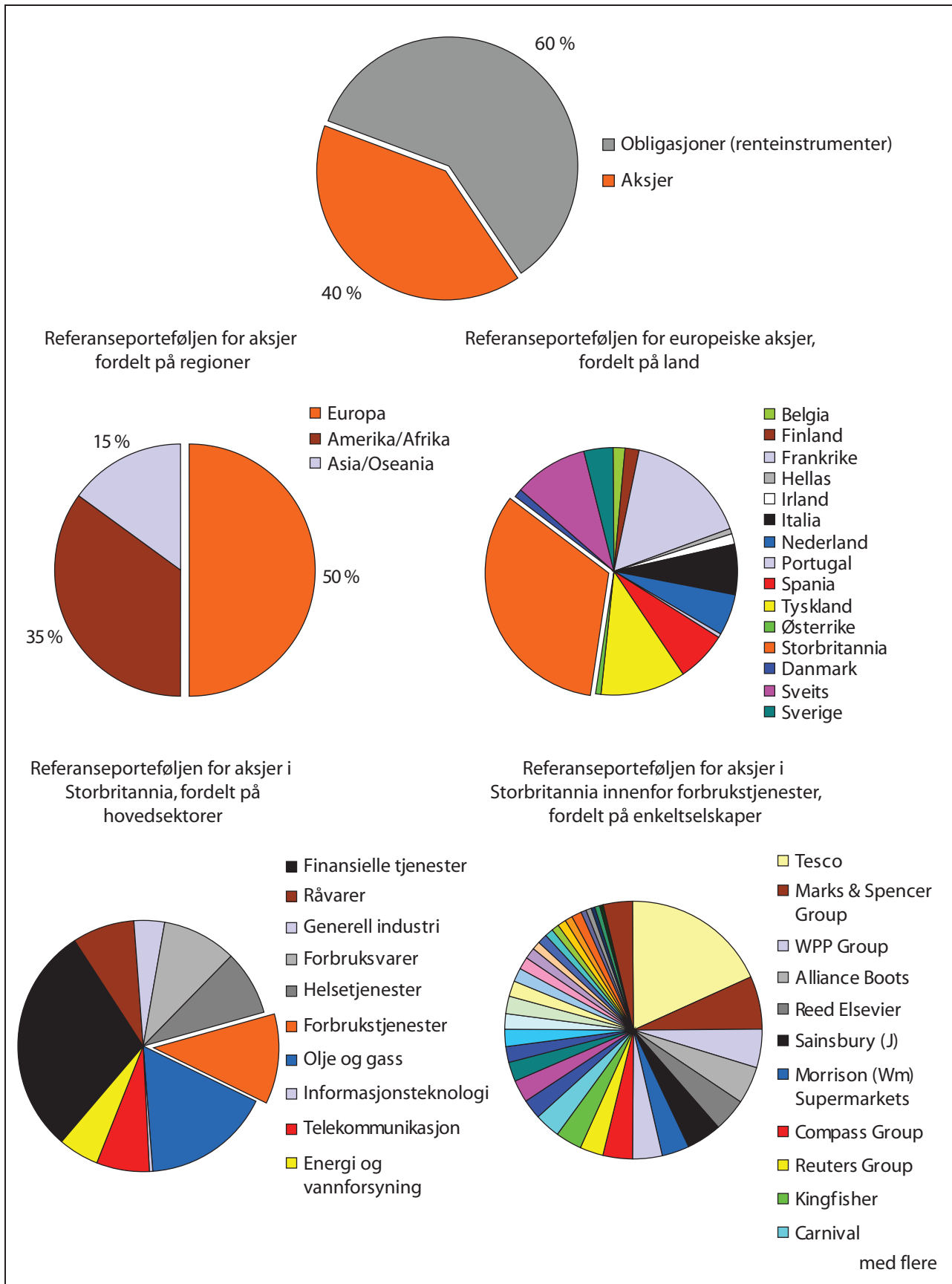
Figur 3.2 viser at Finansdepartementets valg av referanseportefølje er avgjørende for de faktiske investeringene i Statens pensjonsfond – Utland. Referanseporteføljen for aksjer inneholdt i overkant av 2 400 selskaper ved utgangen av 2006. Hvert av disse hadde en bestemt vekt i referanseporteføljen.

Fondets strategiske referanseportefølje består av 40 pst. aksjer. Referanseporteføljen for aksjer er fordelt på tre regioner, der Europa utgjør 50 pst. Disse vektene følger av forskriften departementet har fastsatt. Det er etablert retningslinjer for rebalansering av fondet der det tillates at fondets faktiske referanseportefølje i noen grad «drifter» bort fra vektene i den strategiske referanseporteføljen. Aksjeandelen i den faktiske referanseporteføljen var derfor 40,6 pst. ved årsskiftet, og europeiske aksjer utgjorde 50,8 pst. av referanseporteføljen for aksjer. Den videre fordelingen innen hver geografiske region følger av den relative størrelsen, målt

ved markedsverdien, til hvert enkelt selskap.

Ved utgangen av 2006 var referanseporteføljen for europeiske aksjer satt sammen av aksjer notert i 15 land, der aksjer i Storbritannia utgjorde 33 pst. Aksjer notert i Storbritannia var igjen fordelt på ti hovedsektorer, hvorav aksjer innen sektoren for brukstjenester utgjorde 11,5 pst. Denne sektoren inneholdt 37 selskaper i Storbritannia og selskapet Marks & Spencer utgjorde 6,8 pst. av disse.

Aksjer i Marks & Spencer utgjorde derfor 0,13 pst. av den samlede referanseporteføljen for aksjer. Dersom Norges Bank ved utgangen av 2006 hadde investert mer eller mindre enn 0,13 pst. av aksjeporteføljen i Marks & Spencer-aksjer, ville det bidra til at fondets faktiske avkastning ville avvike fra avkastningen av referanseporteføljen. Finansdepartementet har fastsatt en øvre grense for hvor store slike avkastningsforskjeller kan være, uttrykt ved en ramme for forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng, jf. boks 2.1.



Figur 3.2 Referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland pr. 31. desember 2006

Kilde: Finansdepartementet

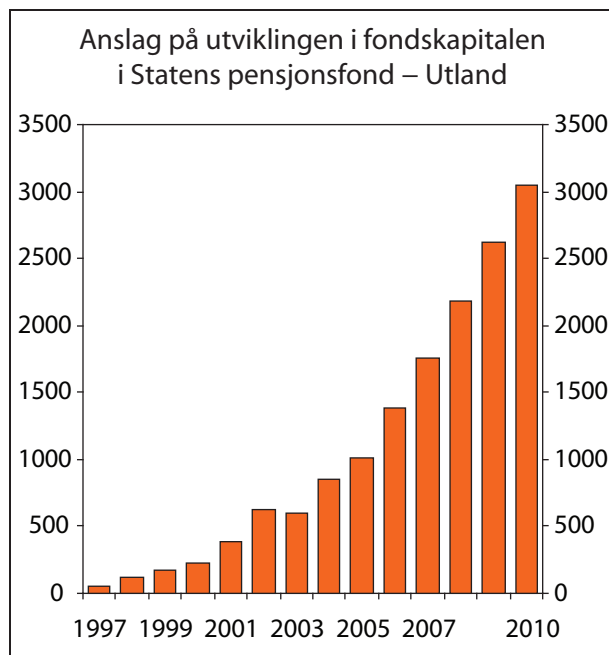
sjonsfond – Norge er i hovedsak investert innenlands, og avkastningen måles i norske kroner. Norges Bank og Folketrygdfondet søker å oppnå en høyere avkastning enn det som følger av referanseporteføljene for henholdsvis Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge.

Finansdepartementet har fastsatt et investeringsunivers for Statens pensjonsfond som favner bredere enn referanseporteføljene. Samtidig er det fastsatt en ramme for hvor mye forvalterne kan avvike fra referanseporteføljen i form av en øvre grense for relativ volatilitet, jf. boks 2.1. Ved å foreta investeringer i verdipapirer som ikke omfattes av referanseporteføljen, trekker Norges Bank og Folketrygdfondet på rammen for relativ volatilitet for å oppnå en meravkastning. Den risikoen som tas i den aktive forvaltningen har i liten grad økt fondets risiko ut over det som følger av referanseporteføljene til de to delene av Statens pensjonsfond jf. boks 3.2. Analyser i kapittel 2 viser at rundt 99 pst. av svingningene i Statens pensjonsfond – Utlands avkastning kan tilskrives valget av referanseportefølje. For Statens pensjonsfond – Norge har variasjonene i referanseporteføljens avkastning forklart om lag 93 pst. av variasjonene i fondets avkastning.

Finansdepartementet foretar jevnlig gjennomgang av Pensjonsfondets investeringsstrategi. I de regelmessige gjennomgangene vurderes ev. ny informasjon opp mot tidligere beslutningsgrunnlag, og det legges særlig vekt på å vurdere de valg som har vesentlig betydning for forventet avkastning og risiko. Arbeidet baseres bl.a. på forventninger om avkastning og risiko på lang sikt. I arbeidet med den langsiktige, overordnede investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland benytter Finansdepartementet seg av råd fra bl.a. Norges Bank og Finansdepartementets strategiråd. Ressursinnsatsen i Finansdepartementets arbeid med Statens pensjonsfond er styrket de siste årene, og fra høsten 2006 er det en egen avdeling for formuesforvaltning som er ansvarlig for arbeidet med fondets rammeverk, den langsiktige investeringsstrategien og oppfølgingen av Norges Bank og Folketrygdfondet.

3.1.1 Strategien for Statens pensjonsfond – Utland

Statens pensjonsfond – Utland har vokst raskt siden fondet første gang ble tilført midler i 1996, jf. figur 3.3. I løpet av de siste ti årene har fondet rukket å bli et av verdens største fond. Basert på framskrivinger i Nasjonalbudsjettet 2007 er det



Figur 3.3 Anslag fra Nasjonalbudsjettet 2007 på utviklingen i fondskapitalen i Statens pensjonsfond – Utland ved inngangen til hvert år. Mrd. kroner

Kilde: Finansdepartementet

anslått at markedsverdien vil øke med rundt 70 pst. fram mot 2010, til noe over 3 000 mrd. kroner. Fondskapitalen har blitt vesentlig større enn det en så for seg i årene etter at de første fondsavsetningene ble gjort.

Det har vært en gradvis utvikling av investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland. Fondet har investert i aksjer fra 1998. I 2000 ble framvoksende markeder inkludert i referanseporteføljen for aksjer, mens referanseporteføljen for obligasjoner ble utvidet i 2002 med ikke-statsgaranterte obligasjoner (dvs. kredittobligasjoner og obligasjoner med pantesikkerhet i fast eiendom). I 2004 ble det etablert nye etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utland. I 2006 ble investeringsuniverset ytterligere utvidet, bl.a. ved at særskilte grenser knyttet til kredittrisiko for obligasjoner ble fjernet sammen med intervallet for renteporteføljens durasjon. Det ble videre gitt generell adgang til å bruke instrumenter som henger naturlig sammen med tillatte aktiva, herunder råvarederivater og fondsandeler, jf. kapittel 5.

Statens pensjonsfond er etablert som en del av norsk økonomisk politikk. Utenlandsdelen av fondet er tenkt til varig bruk ved at en over tid skal bruke realavkastningen. I løpet av fondets ti første år er det høstet verdifulle erfaringer med investe-

Boks 3.2 Ulike risikobegreper og mål på markedsrisiko

Det finnes flere typer risiko. I kapitalforvaltning er det vanlig å skille mellom:

- Markedsrisiko, som er risikoen for at verdien på en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av bevegelser i aksje- og valutakurser og rentenivået. Det er vanlig å legge til grunn at en må akseptere høyere markedsrisiko for å oppnå høyere forventet avkastning, jf. boks 2.8.
- Kredittrisiko, som er risikoen for å lide tap som følge av at en utsteder av et verdipapir eller en motpart i en verdipapirhandel ikke oppfyller sine forpliktelser.
- Operasjonell risiko, som er risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil, eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Det knyttes ingen forventet avkastning til operasjonell risiko. I styringen av operasjonell risiko må en imidlertid balansere hensynet til å holde sannsynligheten for slike tap lave mot kostnadene som påløper som følge av økt kontroll, overvåking mv.

Det er en flytende overgang mellom kredittrisiko og markedsrisiko. Med kredittrisiko forstås normalt risikoen for at en obligasjonsutsteder eller motpart i en verdipapirtransaksjon skal gå konkurs. Dersom en obligasjonsutsteder får svekket kredittverdighet, vil det imidlertid vanligvis føre til at obligasjonsprisen reduseres slik at forventet avkastning (renten) på obligasjonen øker. Forskjellen mellom den renten som et foretak må betale og den renten som en stat betaler ved å utstede obligasjoner, betegnes ofte som «kredittspread». Variasjoner i denne gjenspeiler variasjoner i markedets vurdering av foretakets kredittverdighet. Den risikoen som er knyttet til muligheten for endringer i «kredittspreaden», inngår normalt i markedsrisikobegrepet.

Det er flere måter en kan operasjonalisere risiko på. Standardavviket til avkastningen på en portefølje oppgis i prosent og er et statistisk mål, som sier noe om hvor store variasjoner en normalt kan vente i avkastningen fra en periode til en

annen. Ved å kople standardavviket til en sannsynlighetsfordeling, kan en si noe om hvor sannsynlig det er at porteføljen vil falle i verdi med x prosent eller stige i verdi med y prosent i løpet av en gitt periode, jf. boks 2.1.

Innenfor renteforvaltning er durasjon et mye brukt risikomål. Utsteder av obligasjoner betaler en løpende rente og ved forfall innfris lånet. Dersom obligasjonen forfaller om ti år, mottar investor normalt renter halvårlig eller årlig, mens pålydende betales tilbake om ti år. Durasjon er et annet mål på løpetid enn tid til forfall der det tas hensyn til at det betales renter på lånet i hele perioden. Noe forenklet kan man si at durasjonen til en obligasjon gir uttrykk for hvor mange år det tar før halvparten av lånet er tilbakebetalt. Modifisert durasjon er et følsomhetsmål, som brukes til å beregne hvor mye prisen på en obligasjon endrer seg dersom renten endres marginalt. Dette begrepet gir tilnærmet uttrykk for hvor mange pst. markedsverdien til en obligasjon endres ved en endring i markedsrentene på ett prosentpoeng. Dersom renten endres mye, er ikke durasjon et godt mål på renterisikoen knyttet til en obligasjon eller en renteportefølje.

Gjennom handlingsregelen for budsjettpolitikken fases statens petroleumsinntekter inn i økonomien om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning. Dette bidrar til at det kan legges til grunn en lang horisont for investeringene til fondet, og årlige variasjoner i avkastningen spiller derfor mindre rolle. Det er mer relevant å vurdere risikoen over tid og sannsynligheten for negativ samlet avkastning over noen år, enn mulige tap fra ett år til et annet.

Sannsynligheten for negativ porteføljeavkastning avtar med tidshorisonten, ettersom man forventer positiv avkastning over tid i finansmarkedet. På den annen side øker det potensielle verdifallet av porteføljen med tidshorisonten, ettersom en ikke kan utelukke at ett år med negativ avkastning følges av flere slike år. I hvor stor grad tidshorisonten øker det potensielle verditapet avhenger av om avkastningen tenderer mot å vende tilbake mot langsiktige normalnivåer eller ikke, jf. boks 3.4.

ringer i børsnoterte og hyppig omsatte verdipapirer.

I denne meldingen legger departementet fram flere endringer i investeringsstrategien. I avsnitt

3.2 drøftes aksjeandelen i Statens pensjonsfond – Utland, og det legges opp til at denne økes fra dagens 40 pst. til 60 pst. Samtidig vil en utvide antallet selskaper det investeres i ved å inkludere små selskaper i referanseporteføljen, jf. avsnitt 3.3. Det tas videre sikte på å endre reguleringen av godkjente markeder og valutaer, jf. avsnitt 3.4. I avsnitt 3.5 gis det også en omtale av status for departementets arbeid med å vurdere eiendom og infrastruktur som ny aktivaklasse for Statens pensjonsfond – Utland.

De endringene og utredningene som omtales i avsnittene 3.3 og 3.5 må ses i sammenheng med en utvikling i investeringsstrategien hvor en vurderer mindre likvide investeringer for en langsiktig investor som Statens pensjonsfond.¹ Fortsatt vil imidlertid størstedelen av fondets plasseringer være i børsnoterte aksjer og obligasjoner med høy kredittkvalitet. Norges Bank har i brev av 20. oktober 2006 anbefalt at Statens pensjonsfond – Utland også gis adgang til å investere i unoterte aksjer. Brevet følger som vedlegg til denne meldingen. Departementet vil komme tilbake med en vurdering av dette spørsmålet senere.

3.1.2 Strategien for Statens pensjonsfond – Norge

I løpet av 2006 ble det foretatt vesentlige endringer i investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Norge. Retningslinjene for plasseringene av Statens pensjonsfond – Norge var tidligere gitt i et reglement fastsatt av Stortinget. I tråd med omtalen i Ot.prp. nr. 2 (2005–2006) Om lov om Statens pensjonsfond la departementet i Revidert nasjonalbudsjett 2006 fram en forskrift for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge som skulle erstatte dette reglementet. Hensikten var bl.a. å gi et mer ensartet system for fastsetting av retningslinjene for de to delene av pensjonsfondet. Forskriften ble fastsatt 15. desember 2006 og trådte i kraft 1. januar 2007.

En vesentlig del av kapitalen i Statens pensjonsfond – Norge var fram til årsskiftet plassert som kontolån til statskassen. Ordningen med kontolån hadde bidratt til å dekke statskassens finansieringsbehov, uten å gjøre Folketrygdfondet, som forvalter av Statens pensjonsfond – Norge, til

en stor enkeltaktør i markedsomsatte statspapiere. I forbindelse med arbeidet med de nye retningslinjene for forvaltningen, ble det i Revidert nasjonalbudsjett 2006 foreslått å avvikle kontolånsordningen. Det ble pekt på at ordningen var av mindre betydning nå enn da den ble etablert i 1967, og at den kunne bidra til å gi et uoversiktlig bilde av statens netto finansielle formue. Samtidig foreslo Regjeringen å tilbakebetale 10 mrd. kroner av kontolånene for å styrke det langsiktige, statlige eierskapet i norsk næringsliv, i tråd med Soria-Moria-erklæringen. Avviklingen av kontolånsordningen innebar at 101,8 mrd. kroner av kapitalen i Statens pensjonsfond – Norge ble nedskrevet 29. desember 2006.

I henhold til forskrift 15. desember 2006 nr. 1419 om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge skal midlene i hovedsak plasseres i aksjer og grunnfondsbevis notert på norsk børs eller obligasjoner og sertifikater utstedt av norske foretak. Fondets ramme for plasseringer i egenkapitalinstrumenter svarer til 50 pst. av forvaltningskapitalen (målt til anskaffelseskost). Innenfor en samlet ramme på 20 pst. av forvaltningskapitalen kan inntil 10 prosentpoeng plasseres i henholdsvis aksjer notert på børs i Danmark, Sverige og Finland og obligasjoner og sertifikater utstedt av foretak hjemmehørende i de samme landene. Folketrygdfondets adgang til å plassere midlene i Statens pensjonsfond – Norge i obligasjoner utstedt i andre nordiske land var ny fra og med 1. januar 2007.

Folketrygdfondet har i tråd med plasseringsretningslinjene i forskriften også adgang til å benytte rente- og valutaderivater i styringen av renteporteføljen jf. Folketrygdfondets brev av 10. november 2006. Folketrygdfondet viste i brevet til at rentebytteavtaler med staten knyttet til kontolånene ble benyttet i styring av renterisikoen i Statens pensjonsfond – Norge, og at avviklingen av kontolånsordningen nær ville halvere durasjonen til renteporteføljen til om lag to år. Dersom Folketrygdfondets styre skulle kunne fastsette en durasjon i referanseporteføljen for renteplasseringene om lag som tidligere, måtte det gis anledning til å benytte rentederivater i forvaltningen, og det var i første rekke rentebytteavtaler med andre investorer som framstod som aktuelt rentestyringsinstrument. Når det gjelder adgang til å ta i bruk valutasikringsinstrumenter, pekte Folketrygdfondet på at dette ville gjøre det mulig å skille renteeksponeringen fra valutakursrisikoen i forvaltningen av obligasjoner utstedt i andre nordiske land.

¹ Ulike verdipapirer er mer eller mindre lett omsettelige. For eksempel omsettes det i de fleste land statsobligasjoner for store beløp hver dag, mens det for enkelte obligasjoner utstedt av private selskaper kan være vanskelig å finne en kjøper eller selger raskt om en ønsker å foreta en handel. I dette eksempelet sier en at statsobligasjoner er mer likvide enn private obligasjoner.

Det er etter departementets syn gode argumenter for at Folketrygdfondet skal kunne benytte rente- og valutaderivater til styring av rente- og valutarisikoen i Statens pensjonsfond – Norge. I brev til Folketrygdfondet av 5. desember 2006 gikk det derfor fram at departementet i forbindelse med fastsettingen av forskriften for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge ville åpne for en slik adgang. I brevet til Folketrygdfondet skriver departementet videre:

«Departementet har i den sammenheng lagt stor vekt på at Folketrygdfondet ikke vil investere i rentederivater eller valutasikringsinstrumenter før det er godtgjort at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumenter som inngår i forvaltningen av SPN, herunder at det er etablert hensiktsmessige rammer for motpartsrisiko, jf. brevet av 10. november. Dette innebærer bl.a. at Folketrygdfondet vil sikre at formelle interne prosedyrer innenfor områder som handelsprosesser, rammekontroll og oppfølging av interne instruksjoner for øvrig eksisterer og fungerer etter hensikten. I brevet vises det også til at overskytende likviditet som følge av rentederivatkontraktene plasseres i pengemarkedet eller kredittobligasjoner med flytende rente, slik at aksjeinvesteringene ikke vil påvirkes. Folketrygdfondet skriver videre at det vil bli stilt strenge krav til rapportering med hensyn til skillet mellom ordinære papirer og derivatprodukter, og hvilken effekt de hver for seg har på den samlede porteføljens avkastning og risiko.»

Avviklingen av kontolånsordningen medførte at aksjeandelen, i tråd med plasseringsrammene, steg fra 20 til i underkant av 50 pst. av forvaltningskapitalen (målt til anskaffelseskost). Dette øker isolert sett forventet prosentvis avkastning og de årlige svingningene i Folketrygdfondets resultater ettersom aksjeporteføljen nå utgjør en større andel av totalporteføljen enn tidligere, jf. omtale i Revidert nasjonalbudsjett 2006. Ved årsskiftet var verdien av aksjeporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge 63,4 mrd. kroner. Dette svarte til en aksjeandel på 59,3 pst. (målt til markedsverdi). Innenfor de plasseringsrammene som er satt for Statens pensjonsfond – Norge, var det ved årsskiftet anledning til å øke aksjeplasseringene med om lag 5 mrd. kroner. Med full utnytting av denne rammen ville aksjeandelen ved årsskiftet vært om lag 65 pst.

3.2 Aksjeandelen i Statens pensjonsfond – Utland

3.2.1 Tidligere vurderinger av aksjeandelen

Forskriften for forvaltning av Statens petroleumsfond ble første gang presentert i Revidert nasjonalbudsjett 1996. I tråd med forskriften skulle Petroleumsfondet plasseres i statsobligasjoner etter omtrent samme retningslinjer som gjaldt for Norges Banks valutaeserver.

Framskrivninger av statsfinansene i Langtidsprogrammet 1998–2001 (St.meld. nr. 4 (1996–97)) indikerte at fondet ville bli større enn tidligere anslått, samt at det ville ta lengre tid før det ble nødvendig å tære på fondet. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 var det derfor naturlig å vurdere om det burde legges til grunn en lengre investeringshorisont. På denne bakgrunn ble det vurdert å utvide investeringsalternativene til også å omfatte aksjer. I meldingen konkluderte Regjeringen Jagland med følgende:

«Regjeringen vil på denne bakgrunn sikte på å åpne for at deler av petroleumsfondet kan investeres i egenkapitalinstrumenter. Det legges opp til at det vil bli presentert nye retningslinjer høsten 1997, som vil tre i kraft fra 1. januar 1998.

Det er nødvendig å vurdere nærmere hvor stor andel av fondet som bør kunne investeres i aksjer. Blant langsiktige investorer internasjonalt er det en del variasjon når det gjelder hvilken andel aksjer utgjør av porteføljen. En aksjeandel på i størrelsesorden 30-70 pst. kan se ut til å være utbredt blant denne type investorer. Etter departementets foreløpige vurdering bør aksjeandelen i petroleumsfondets portefølje i denne omgang ligge i området 30-50 pst. En vil vurdere spørsmålet nærmere fram mot fastsettelsen av nye retningslinjer.»

I Revidert nasjonalbudsjett 1997 ble det pekt på at man i en slik vurdering må foreta en avveining mellom forventet avkastning og risiko. Det ble lagt til grunn at målsettingen for forvaltningen av fondet prinsipielt bør være å plassere midlene slik at fondets internasjonale kjøpekraft er størst mulig rundt det tidspunktet det er sannsynlig at man må tære på fondet, hensyn tatt til en akseptabel risiko. Det ble videre vist til at det er av mindre betydning at fondets avkastning vil variere fra ett år til et annet.

Et flertall i Stortingets finanskomité sluttet seg til de prinsippene for nye retningslinjer for forvaltningen av Statens petroleumsfond som ble truk-

ket opp i Revidert nasjonalbudsjett 1997. Ny forskrift for forvaltningen av Petroleumsfondet ble presentert for Stortinget høsten 1997 i Nasjonalbudsjettet 1998. Referanseporteføljens aksjeandel ble fastsatt til 40 pst. Samtidig ble det fastsatt et tillatt intervall for aksjeandelen mellom 30–50 pst. av fondet.

I Nasjonalbudsjettet 1998 ble det videre – bl.a. på bakgrunn av at det i de foregående årene hadde vært en sterk oppgang på flere av de store aksjebørsene internasjonalt – drøftet om tidspunktet for å fase aksjer inn i fondet var riktig. I meldingen heter det:

«En kan ikke utelukke at den langsiktige oppgangsperioden blir avløst av en periode med nedgang i aksjekursene. Tar en imidlertid utgangspunkt i at all tilgjengelig informasjon er innbakt i aksjekursene, kan den langvarige oppgangen på enkelte børser i seg selv ikke gi informasjon om hvorvidt man nå står overfor et godt eller dårlig investeringstidspunkt. Historiske erfaringer tilsier at det med lang investeringshorisont har mindre betydning hvilket investeringstidspunkt man velger enn om investeringshorisonten er kort. Når man går inn i aksjemarkedet i flere porsjoner over lengre tid, gjør det at man sprer risikoen knyttet til hvorvidt man går inn i markedet på tidspunkter som i ettertid vil framstå som gunstige eller ugunstige. I tillegg kommer at petroleumsfondet vil vokse i årene framover. Dersom en skulle utsette innfasingen av aksjer i porteføljen, ville det gjøre at en måtte kjøpe tilsvarende større beløp senere, uten at en kunne være sikker på om det ville være et bedre tidspunkt. Langsiktige vurderinger kan således tilsi at petroleumsfondets aksjeportefølje bør økes jevnt i tråd med økningen i fondets størrelse.»

Aksjeandelen ble sist vurdert i Nasjonalbudsjettet 2004. I meldingen ble det vist til de store svingningene i aksjemarkedet siden fondet begynte å investere i aksjer. Det ble understreket at de forhold som inngikk i beslutningsgrunnlaget da aksjer ble innført i 1997, ikke hadde endret seg og at fondets formål tilsier at en ikke bør legge særlig vekt på kortsiktige svingninger i avkastningen. I meldingen heter det:

«Norges Bank konkluderer i sitt brev av 28. august i år med at beslutningsgrunnlaget ikke er blitt endret vesentlig, jf. over. Departementet deler denne vurderingen. Selv om svingningene i avkastning har vært sterke ut fra den informasjonen en hadde i 1997, har ikke avkastningen ligget utenfor det mulighetsom-

rådet som ble skissert som bakgrunn for avgjørelsen om 30-50 pst. aksjeandel.

Aksjeandelen i Petroleumsfondet ble sist drøftet i Nasjonalbudsjettet 2002. En tilrådde da å se dette i en bredere sammenheng. Dagens aksjeandel på 30-50 pst. ligger etter departementets mening nært opp til det som oppfattes som en akseptabel risiko for fondet. Selv om en høyere aksjeandel vil gi høyere forventet avkastning, må man ved en økning av andelen i så fall også akseptere at risikoen for større variasjoner i avkastningen vil øke.

Etter en samlet vurdering ser ikke departementet sterke grunner for en økt aksjeandel nå. En legger derfor opp til at dagens andel på 30-50 pst. videreføres. Innenfor dette intervallet kan Norges Bank endre aksjeandelen dersom de finner det hensiktsmessig ut fra en vurdering av markedsutviklingen og samtidig holder seg innenfor sin samlede risikoramme.»

3.2.2 Norges Banks og Strategirådets tilråding

Fondskapitalen er blitt vesentlig større enn det en så for seg da aksjeandelen ble fastsatt i 1997 og i forhold til det en så for seg da aksjeandelen sist ble vurdert i Nasjonalbudsjettet 2004. Utgangspunktet for investeringsvalgene i Statens pensjonsfond ligger likevel fast. Det er bred politisk enighet om at risikoen skal være moderat, men også at en skal søke å oppnå en høyest mulig avkastning. I likhet med tidligere vurderinger er det en lang horisont på investeringene. Mens man i 1997 så for seg at det ville bli nødvendig å tære på realverdien av fondet, tilsier retningslinjene for budsjettpolitikken etablert i 2001, at bruken over tid svarer til fondets realavkastning, jf. boks 1.1. Det støtter opp om at en i vurderingen av hva som er en akseptabel risiko bør legge vekt på svingningene i fondets avkastning over perioder på mange år, og at utviklingen fra ett år til et annet er av mindre betydning. I likhet med i tidligere vurderinger er det også nå relevant å vurdere investeringsvalgene i Statens pensjonsfond – Utland opp mot de valgene som er tatt i andre store fond.

Det har hele tiden vært bred politisk enighet om fondets investeringsstrategi. Da aksjeandelen i fondet ble satt til 40 pst. i 1997, var det likevel enkelte partier på Stortinget som argumenterte mot å investere i aksjer. Motargumentene den gang var særlig knyttet til fraværet av etiske retningslinjer og betenkeligheter rundt at risikoen i fondet ville øke. Etter departementets syn er det flere grunner til at vurderingen av hva som er en

akseptabel risiko i fondet nå kan være en annen. Erfaringer og lærdom med investeringer i aksjer kan ha endret synet på hva som er akseptabel risiko for fondets investeringer. Retningslinjene for finanspolitikken er utformet slik at større endringer i fondskapitalen ikke slår direkte inn i finanspolitikken på kort sikt, og erfaringene med aksjeinvesteringer siden 1998 har bl.a. vist at en har klart å håndtere store svingninger i avkastningen. Det er også fastsatt etiske retningslinjer for investeringene i fondet. Det etiske grunnlaget for fondet fremmes gjennom utelukkelse av enkelt-selskaper og eierskapsutøvelse i de selskapene fondet er investert i. I en ny vurdering av aksjeandelen er det også relevant at man siden fondssparingen tok til har opparbeidet en betydelig kompetanse knyttet til forvaltning av aksjer og fått erfaring med svingende resultater i porteføljen fra år til år.

Andelen av fondet som investeres i aksjer er den viktigste enkeltbeslutningen for å bestemme risikotakingen i fondet. Arbeidet med å vurdere fondets aksjeandel står derfor sentralt i departementets arbeid med fondets investeringsstrategi. I Revidert nasjonalbudsjett 2006 varslet departementet at en ville komme tilbake med en ny vurdering av fondets aksjeandel, og at gjennomgangen bl.a. ville bygge på innspill fra Norges Bank og Strategirådet.

I Nasjonalbudsjettet for 2007 omtalte Finansdepartementet de to tilrådingene en da hadde mottatt fra Norges Bank og Strategirådet om å øke aksjeandelen i fondet. Tilrådingene ble offentliggjort på samme tid og er tilgjengelige på departementets internettsider (www.finansdepartementet.no).

Norges Bank skrev i brev til Finansdepartementet av 10. februar 2006:

«En samlet vurdering av de historiske erfaringer og den markedsforståelse vi nå har tilsier etter Norges Banks mening at aksjeandelen i Statens pensjonsfond – Utland bør økes. Finansdepartementet bør vurdere den forventede gevinsten ved 50 eller 60 prosent aksjeandel i forhold til økningen i risiko».

Strategirådet skrev i brev til Finansdepartementet av 2. juni 2006:

«På grunnlag av Norges Banks egne analyser og modellberegninger, samt våre egne undersøkelser og gjennomgang av relevant faglitteratur, vil rådet anbefale at aksjeandelen i referanseporteføljen til SPU settes opp til 60 prosent».

For en nærmere redegjørelse av de to rådene fra Norges Bank og Strategirådet vises det til omtalen i Nasjonalbudsjettet 2007. I tilknytning til dette skrev departementet bl.a.:

«Tilrådingene bygger på et stort utredningsmateriale, og departementet ønsker å vurdere dette viktige spørsmålet nærmere for å sikre at alle sider av saken er tilstrekkelig belyst.»

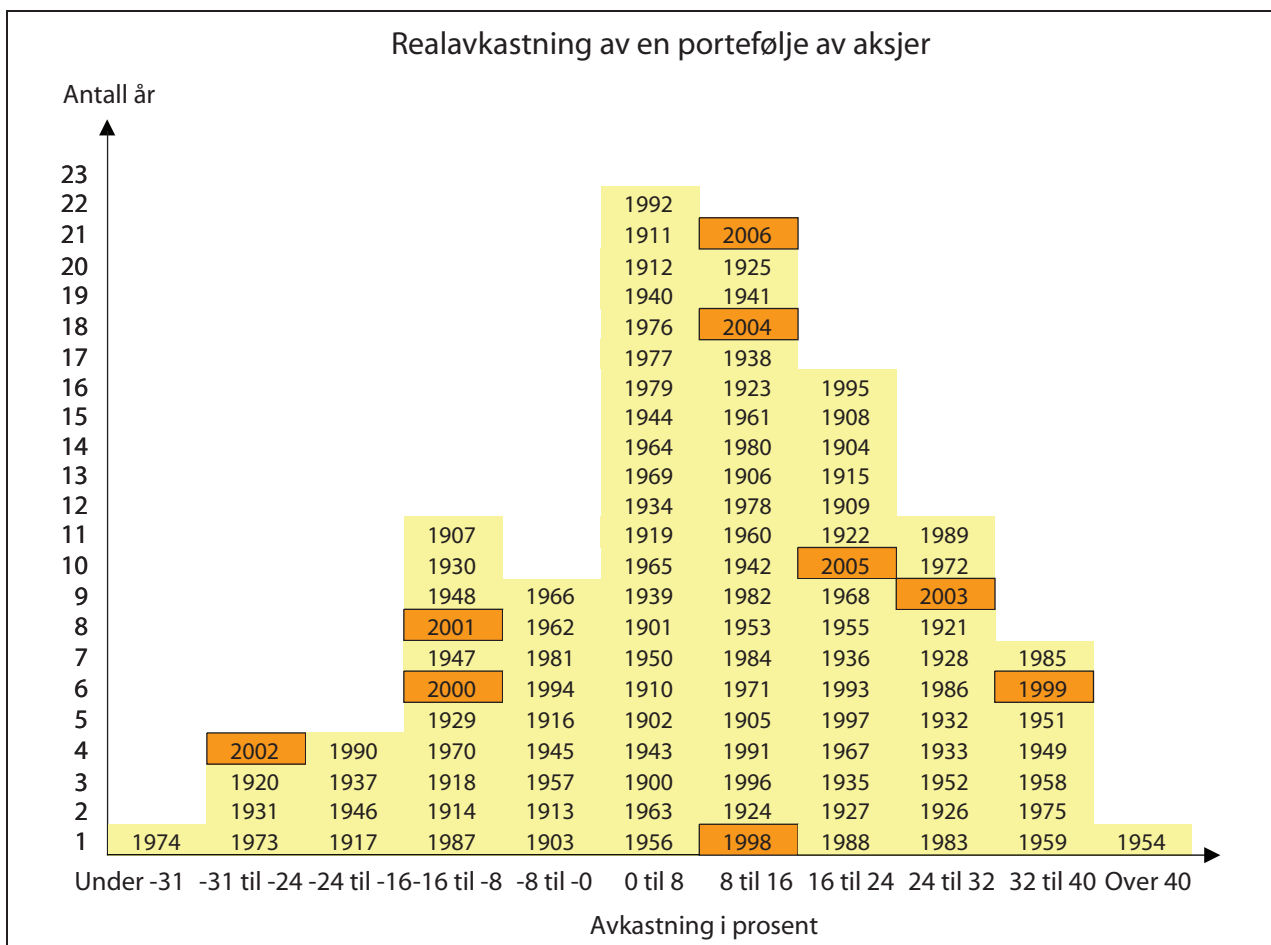
Med bakgrunn i rådgivningsavtalen med Finansdepartementet har Norges Bank gjennomført en ny gjennomgang av investeringsstrategien i Statens pensjonsfond – Utland i 2006. Analysen er dokumentert i Norges Banks Strategirapport for Statens pensjonsfond – Utland og i brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 20. oktober 2006. I brevet gjentar Norges Bank bl.a. anbefalingen om å øke aksjeandelen i fondet:

«Norges Bank har i brev av 10. februar i 2006 anbefalt at departementet øker aksjeandelen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland. I den oppdaterte analysen vi nå har gjennomført bekreftes de resultater som lå til grunn for anbefalingen: En høyere aksjeandel vil øke både forventet avkastning og volatiliteten i avkastningen. Bytteforholdet mellom forventet avkastning og volatilitet framtrer som attraktivt på lang sikt. Risikoen for negativ akkumulert realavkastning øker noe, men det er høy sannsynlighet for at økt aksjeandel vil være lønnsom. Dersom vi ser på en betinget sannsynlighetsfordeling finner vi at det forventede tapet, gitt at økt aksjeandel ikke viser seg å bli lønnsom, er forholdsvis beskjedent.»

Brevet fra Norges Bank følger som vedlegg til denne meldingen og er tilgjengelig på www.finansdepartementet.no.

3.2.3 Departementets vurdering

Det finnes ikke noen fasit på hva som er en riktig aksjeandel. I stedet må valget av aksjeandel bygge på en avveining mellom forventet avkastning og risiko knyttet til ulike investeringsvalg. Denne avveiningen er for pensjonsfondets vedkommende i siste instans en politisk beslutning. Finansdepartementet har innhentet råd der forventet avkastning og risiko ved ulike investeringsvalg er begrunnet og beregnet. Det er gjort beregninger av konsekvensene for pensjonsfondets avkastning og risiko basert på historisk avkastning tilbake til år 1900. I tillegg er det gjort modellberegninger av hva konsekvensen kan forventes å bli i neste 15-årsperiode basert på andre



Figur 3.4 Realavkastning for hvert år fra 1900 til 2006 av en portefølje av aksjer i USA, Japan, Storbritannia, Frankrike og Tyskland vektet med vektene i Statens pensjonsfond – Utland. Lokal valuta

Kilde: Finansdepartementet/Dimson, Marsh og Staunton

forutsetninger enn de som følger av historisk avkastning, jf. boks 3.3 og 3.4. I avveiningen mellom forventet avkastning og risiko er også erfaringene med fondet siden 1998, da fondet første gang investerte i aksjer, relevante. I deler av denne perioden har svingningene i aksjemarkedet historisk sett vært store. Dette er illustrert i figur 3.4. I figuren er årene siden 1998 rammet inn. Det fram-

går at 1999 var et av de beste årene i aksjemarkedet de siste 107 årene, og 2002 var det nest dårligste året siden 1900. Erfaringene var likevel at disse svingningene var håndterbare. Bred politisk forankring av beslutningen om aksjeandel og en utforming av retningslinjene for finanspolitikken som ga nødvendig fleksibilitet til å håndtere slike situasjoner, var viktig i den sammenheng.

Boks 3.3 Historisk avkastning

Virkningen for fondets forventede avkastning og risiko av å øke aksjeandelen kan analyseres ved hjelp av historisk avkastning. Analysen av historisk avkastning i dette kapitlet er basert på data publisert av Dimson, Marsh og Staunton ved London Business School.

Historiske avkastningsserier tenderer til å overvurdere hva den faktiske avkastningen faktisk har vært. Det skyldes overlevelsesskjevheter. Med det menes at det f.eks er en tendens til å analysere de markedene og tidsperiodene hvor data er lettest tilgjengelig, og som ikke har opplevd nedskrivning av aksjeverdiene til null (som bl.a. Russland, Kina og Polen). Dataene fra Dimson, Marsh og Staunton unngår flere slike effekter ved at det er innhentet data for mange land og hvor observasjonene starter på samme tid (1900). Det er likevel grunn til å tro at dataene inneholder noe overlevelsesskjevhet, slik at den målte historiske avkastningen til en viss grad kan overvurdere hva avkastningen faktisk har vært. Datasettet fra Dimson, Marsh og Staunton anses likevel som den best tilgjengelige kilden for å analysere den historiske virkningen på fondets avkastning av å øke aksjeandelen.

På bakgrunn av historisk avkastning i USA, Tyskland, Frankrike, Storbritannia og Japan er beregnet årlig realavkastning i hvert lands valuta vektet sammen med vekter som gjenspeiler sammensetningen av Statens pensjonsfond – Utland.¹ På den måten kan en illustrere hva avkastningen i en aksje- og obligasjonsportefølje svarende til pensjonsfondets, ville vært de siste 107 årene siden 1900.

De historiske avkastningstallene for obligasjoner er basert på obligasjoner med lang løpetid, mens obligasjonene i fondet har en gjennomsnittlig effektiv løpetid (durasjon) på 5-6 år. Det betyr at risikoen i beregningene av historisk avkastning for obligasjoner er noe høyere enn hva vi kan forvente for fondets obligasjonsportefølje. På den annen side er de historiske avkastningstallene basert på statsobligasjoner, mens obligasjonsporteføljen i Statens pensjonsfond –

Utland også inneholder selskapsobligasjoner med noe høyere risiko.

Datagrunnlaget i Strategirådets analyse av historisk avkastning er stort sett sammenfallende med det som er presentert ovenfor. Rådet har imidlertid tilpasset de tilgjengelige avkastningsseriene for obligasjoner til løpetiden på obligasjonene i fondets referanseportefølje. For perioden 1900–2005 viser Strategirådet at gjennomsnittlig årlig realavkastning for en aksjeportefølje som pensjonsfondets har vært 5,7 prosentpoeng høyere enn for obligasjoner. Gjennomsnittlig meravkastning i aksjer var særlig høy i perioden fra 1900 og fram til begynnelsen av 1960-årene.

Konsensusoppfatninger blant store investorer er at den realiserede meravkastningen på aksjer i forhold til obligasjoner i det 20. århundre var betydelig høyere enn det investorene på forhånd ventet. En av forklaringene på det er at aksjeprisene nå er tilpasset et lavere nivå på kravet til risikopremien i aksjer. Det har resultert i en høy realisert meravkastning, men en lavere forventet risikopremie i tiden framover. Lavere transaksjons- og informasjonskostnader og større muligheter for å spre investeringer og risiko i kapitalmarkedene, har blitt trukket fram som viktige bidrag til denne utviklingen.

På den annen side har økt globalisering ført til at framvoksende økonomier i større grad deltar i internasjonalt vare- og tjenestebytte. Dette har hatt positive ringvirkninger for verdensøkonomien, og styrken av denne effekten framover vil kunne påvirke den meravkastningen som kan ventes i det globale aksjemarkedet.

¹

Vektene i disse beregningene er (i prosent):

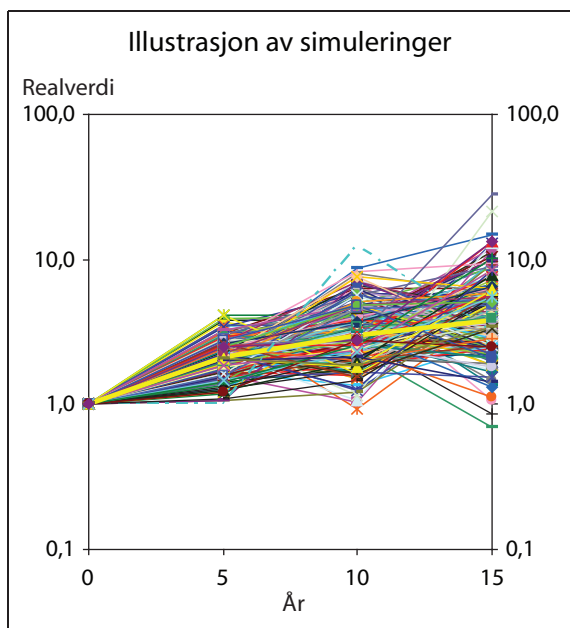
	Obligasjoner	Aksjer
USA:	35	35
Storbritannia:	10	18
Tyskland:	25	16
Frankrike:	25	16
Japan:	5	15

Boks 3.4 Modellberegninger

Virkningen for fondets forventede avkastning og risiko av å øke aksjeandelen kan analyseres ved hjelp av modellberegninger (simuleringer). Slike beregninger bygger bl.a. på antakelser om hvordan avkastning og risiko utvikler seg innenfor ulike aktivklasser over tid, og samvariasjonen mellom dem. På bakgrunn av dette kan en simulere verdiutviklingen av fondskapitalen fram til et valgt framtidig tidspunkt, jf. figur 3.5.¹ Figur 3.5 illustrerer hvordan verdiutviklingen av fondet kan simuleres ved å «trekke» flere tusen forskjellige utfall over 15 år. Den gule linjen representerer det typiske utfallet (medianen). Figuren illustrerer at noen av utfallene vil være vesentlig bedre/dårligere enn det representative utfallet.

Norges Bank viser til slike modellberegninger i brevene av 10. februar og 20. oktober 2006. De viktigste forutsetningene som ligger til grunn for disse analysene er som følger:

- Aksjer forventes å gi en årlig avkastning over tid som er om lag 2 prosentpoeng høyere enn obligasjoner (dvs. at risikopremien for aksjer er 2 pst.).



Figur 3.5 Illustrasjon på simuleringer av realverdi av 1 krone investert i år 0 over en 15-årsperiode for Statens pensjonsfond – Utland. Simulert med tilførsel av ny kapital basert på oljeprisforutsetninger i Nasjonalbudsjettet 2007. Den gule linjen i midten viser det mest typiske utfallet på hvert tidspunkt (logaritmisk skala).

Kilde: Finansdepartementet

- Det er lagt til grunn en svak grad av «mean reversion» i aksjeavkastningen. Antakelsen om at avkastningen over tid tenderer mot lang-siktige «normalnivåer» eller likevektsnivåer bygger på analyser av historisk avkastning i USA. Med en slik forutsetning er risikoen knyttet til aksjeinvesteringer noe lavere enn ellers når investeringshorisonten øker. Denne forutsetningen er imidlertid ikke avgjørende for tilrådingen om å øke aksjeandelen.
- Modellsimuleringene bygger på normalfordelte avkastningsrater. En vet i praksis at fordelingene vil ha noe større tyngde i halene enn normalfordelingen har, slik at sannsynlighetene for ekstreme utfall både i negativ og positiv retning blir undervurdert i simuleringene.

Forutsetningene bak de respektive analysene avviker imidlertid noe mht. anslag på risiko. I Norges Banks brev 10. februar, som også er omtalt i Nasjonalbudsjettet 2007, er beregningene gjort på bakgrunn av antakelser om risiko basert på utviklingen siden 1900. I Strategirapporten av 29. november 2006 er tilsvarende modellberegninger gjort med utgangspunkt i tre alternative scenarier. I det scenariet som Norges Bank anser som mest sannsynlig vurderes anslagene på risiko ut fra utviklingen i siste tyveårsperiode. Det er også laget et deflasjonsscenario og et stagflasjonsscenario, jf. tabell 3.1. Samvariasjonen mellom aksjer og obligasjoner antas å være svært lav i hovedscenariet og deflasjonsscenarioet. I stagflasjonsscenarioet legges det imidlertid til grunn høy samvariasjon basert på erfaringer fra 1970-tallet. Norges Bank har benyttet en valutakurv basert på forventede importvekter.

¹ Simuleringen bygger på en vanlig antakelse om at prisene på de ulike aktivklassene er log-normalfordelt, noe som sikrer at aktivapriser ikke kan bli negative. Det innebærer en forutsetning om at avkastningen følger en normalfordeling. Prisprosessene som styrer verdiutviklingen til aktivklassene over tid er beskrevet av såkalte geometrisk Brownske bevegelser. For hver aktivaklasse og valutakurs trekkes tilfeldige normalfordelte tall som representerer sjokkene (overraskelsene) i prisutviklingen i forhold til trenden. Dette gjentas skrittvis fram til et valgt framtidig tidspunkt (horisont). Slik framkommer mulige «stier» for hver aktivapris, og en dertil tilhørende porteføljeavkastning i en valgt referansevaluta. Denne prosedyren gjentas et stort antall ganger (typisk 6 000 ganger). Dette gir en fordeling av mulige porteføljeavkastninger, som brukes til å studere de statistiske egenskapene til porteføljen.

Boks 3.4 (forts.)

Tabell 3.1 Årlig nominell avkastning (geometrisk) og risiko målt i hvert lands/regions valuta. Prosent

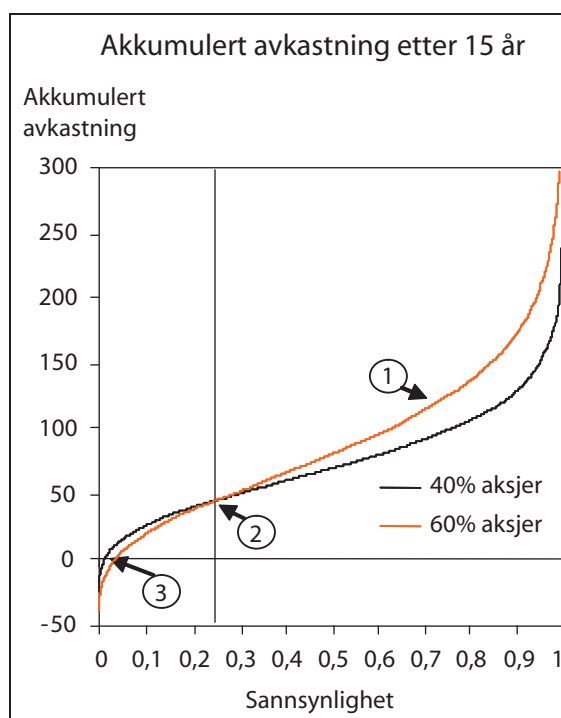
		<i>Hovedscenario</i>		<i>Deflasjon</i>		<i>Stagflasjon</i>	
Gjennomsnittlig global inflasjonsrate 2006 – 21		2,1		0,2		5,5	
		Avkastning	Standardavvik	Avkastning	Standardavvik	Avkastning	Standardavvik
Obligasjoner:	Amerika	5,4	4	3,5	4	7,4	9
	Japan	2,9	4	1,1	4	4,8	9
	Asia /Os. u/ Japan	5,2	5	3,3	5	7,2	10
	Storbritannia	4,7	5	3,2	5	7,1	10
	Europa u/Storbritannia	4,2	3	2,6	3	6,4	8
Aksjer:	Amerika	6,6	15	2,4	17	5,6	17
	Japan	4,7	20	1,4	22	3,8	22
	Asia/Os. u/ Japan	6,6	21	2,4	23	5,6	23
	Storbritannia	7,6	16	3,1	18	6,8	18
	Europa u/Storbritannia	5,7	18	1,6	20	5,0	20

Kilde: Norges Bank

Modellberegningene av hvordan en økning av aksjeandelen fra 40 til 60 pst. vil kunne påvirke fondets forventede avkastning og risiko er illustrert i figur 3.6

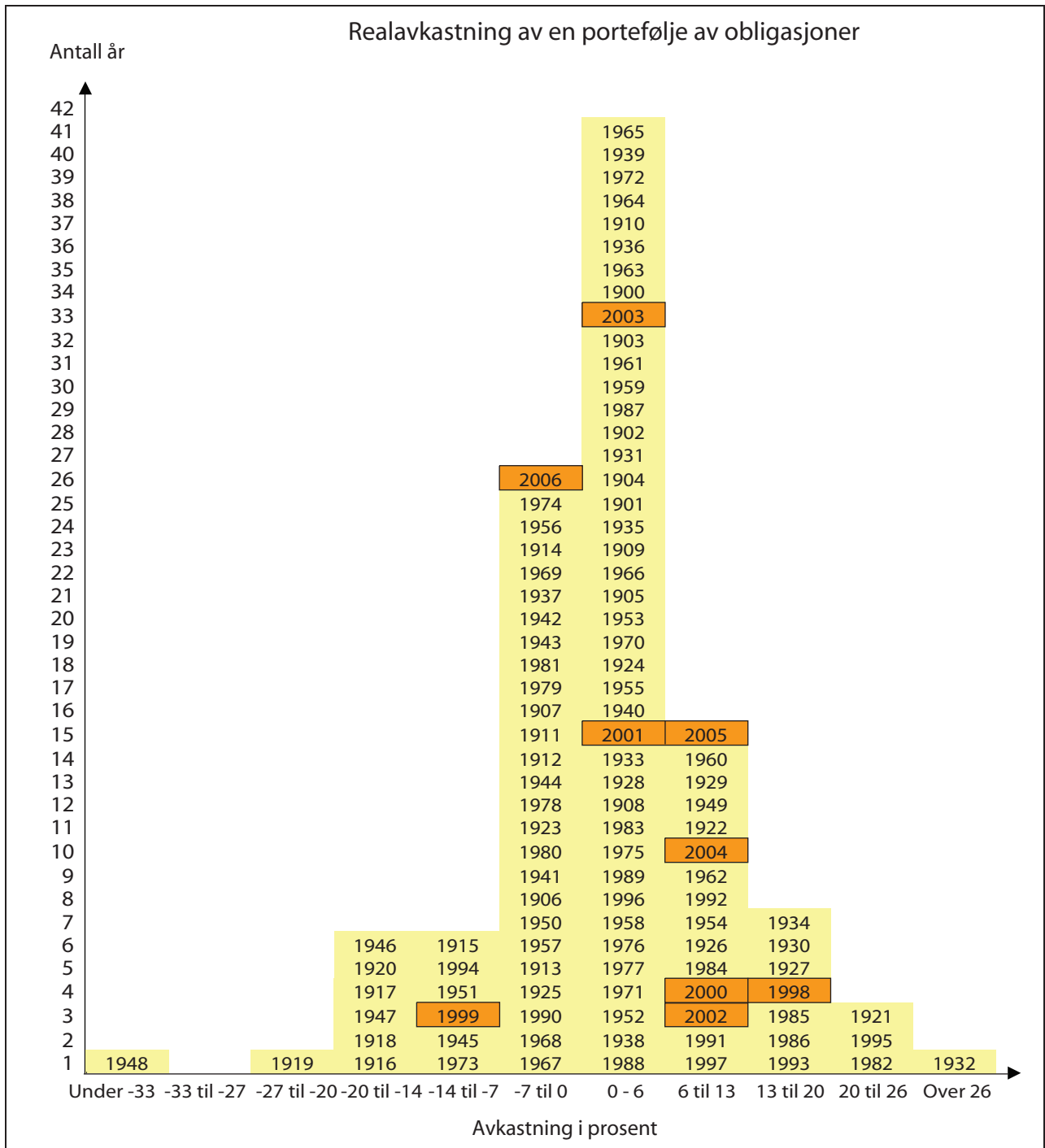
Figuren kan leses som at akkumulert realavkastning i om lag 25 pst. av tilfellene er mindre eller lik 45 pst., både med 40 pst. og 60 pst. aksjeandel. Konklusjonene i modellberegningene kan oppsummeres med henvisning til punkt 1-3 i figur 3.7:

1. Det er høy sannsynlighet for at 60 pst. aksjer gir høyere akkumulert avkastning etter 15 år. Avkastningen er til dels betydelig høyere enn med 40 pst. aksjer.
2. Det er om lag 25 pst. sannsynlighet for at 60 pst. aksjer gir lavere samlet avkastning enn 40 pst. aksjer. Selv for disse utfallene (alle observasjoner til venstre for den vertikale linjen), ligger ikke den sorte linjen vesentlig høyere enn den orange. Det betyr at reduksjonen i avkastning, selv i de om lag 25 pst. dårligste utfallene, er begrenset.
3. Sannsynligheten for at porteføljen skal gi akkumulert negativ realavkastning etter 15 år er liten både med en aksjeandel på 40 pst. og 60 pst.



Figur 3.6 Modellberegninger av akkumulert avkastning i prosent etter 15 år og tilhørende sannsynlighet.

Kilde: Norges Bank og Finansdepartementet



Figur 3.7 Realavkastning for hvert år 1900-2006 av en portefølje av obligasjoner i USA, Japan, Storbritannia, Frankrike og Tyskland vektet med vektene i Statens pensjonsfond – Utland. Lokal valuta

Kilde: Finansdepartementet/Dimson, Marsh og Staunton

Figur 3.7 viser årlig realavkastning i en portefølje av obligasjoner med lang løpetid siden 1900. Figuren viser at det er mindre spredning i avkastningen av obligasjoner sammenlignet med aksjer. Dette framkommer ved at langt flere av årene faller i de midterste søylene med avkastning nær historisk gjennomsnitt. Men det er også langt

flere år med negativ avkastning. Hele 40 av de siste 107 årene har gitt negativ realavkastning for obligasjoner, mot 29 av de siste 107 år for aksjer. Avkastningen i årene 1998–2006 er rammet inn og viser bl.a. at fondet siden 1998 har erfart noen av de beste årene i obligasjonsmarkedet siden 1900. Likevel har fondet siden 1998 tjent om lag 100

mrd. kroner på å investere 40 pst. av kapitalen i aksjer framfor i obligasjoner.

Virkningen på forventet avkastning

Forventninger om en høyere gjennomsnittlig avkastning i aksjer enn i obligasjoner følger både av historiske erfaringer gjennom over 100 år og økonomisk teori. Investorer vil ikke være villig til å ta på seg høyere risiko uten å få en kompensasjon i form av høyere forventet avkastning. Investorer vil derfor ikke kjøpe aksjer før prisen tilsier at forventet avkastning vil være høy nok til å kompensere for risikoforskjellen, jf. boks 2.8. Størrelsen på denne risikopremien er derimot mer usikker. Basert på forutsetningene i hovedalternativet til Norges Bank, som det er gjort nærmere rede for i boks 3.4, kan virkningen på fondets avkastning målt i kroner illustreres med følgende beregning:

- Med et fond på 1 800 mrd. kroner er forventet økt gevinst beregnet til om lag 190 mrd. kroner etter 15 år ved å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. Ved i stedet å øke aksjeandelen til 50 eller 80 pst. er gevinsten anslått til henholdsvis 100 og 340 mrd. kroner.
- Fondet vil bli tilført ny kapital som følge av statens petroleumsinntekter de neste 15 årene. Dersom avkastningen på antatt tilførsel av ny kapital tas med i anslagene, øker forventet gevinst til om lag 240 mrd. kroner med 60 pst. aksjer i stedet for dagens 40 pst. Med 50 eller 80 pst. aksjeandel vil forventet gevinst være henholdsvis 130 og 450 mrd. kroner.

Anslaget over er basert på usikre forutsetninger. Samtidig er det flere grunner til at disse anslagene framstår som moderate. Beregningene bygger bl.a. på at aksjer gir en risikopremie i form av en gjennomsnittlig årlig meravkastning i forhold til obligasjoner på om lag 2 prosentpoeng.² En økning av aksjeandelen fra 40 til 60 pst. vil i tråd med dette øke forventet årlig avkastning av Statens pensjonsfond – Utland med om lag 0,4 prosentpoeng. Den forventede risikopremien i aksjer er under halvparten av hva meravkastningen har vært de siste 100 årene, og om lag ½ prosentpoeng lavere enn hva mange andre fond legger til grunn. Departementet ser imidlertid flere grun-

ner til at en ikke bør legge til grunn at de historiske erfaringene er representative for hva som kan forventes i framtiden. Slik forsiktighet er også i samsvar med konsensusoppfatninger blant store investorer, jf. boks 3.3. Videre er beregningene av virkningen på fondets avkastning uttrykt ved det mest *typiske* utfallet (dvs. det utfallet som ligger midt i mengden av mulige utfall) og ikke det *gjennomsnittlige* utfallet. Dermed er det i beregningene lagt mindre vekt på ekstremt gode utfall som inntreffer med lav sannsynlighet.

Virkningen på risiko

Modellberegninger av hvordan fondets avkastning og risiko endres med endret aksjeandel er gjengitt i tabell 3.2 og 3.3. Kolonne tre viser at svingningene i avkastning fra år til år, målt ved standardavvik for årlig avkastning, øker fra 6,2 pst. til 8,7 pst. Ut fra fondets lange horisont er usikkerheten knyttet til gjennomsnittlig avkastning over 15-årsperioder mer relevant. Risikoen målt på denne måten øker fra 1,6 pst. til 2,2 pst., dersom aksjeandelen øker til 60 pst. En gjennomsnittlig avkastning på 4 pst. og et tilhørende standardavvik for gjennomsnittlig avkastning over 15-årsperioder på 2,2 pst. kan her tolkes som at gjennomsnittlig årlig realavkastning i to av tre tilfeller vil ligge innenfor intervallet 1,8 – 6,2 pst. over en 15-årsperiode.

Også risikoen for samlede tap over en lengre periode øker noe ved økt aksjeandel. Modellberegningene fra Norges Bank viser likevel at sannsynligheten for tap over 15-årsperioder fortsatt vil være relativt lav selv om aksjeandelen øker, jf. kolonne fem i tabell 3.2. Sannsynligheten for negativ akkumulert avkastning etter 15 år anslås til 3,7 pst. med 60 pst. aksjer. I de samme modellberegningene er forventet mindrevkastning, gitt at økt aksjeandel blir ulønnsom, forholdsvis beskjedent.

Beregningene i tabell 3.2 er basert på hovedalternativet i Norges Banks analyser, jf. boks 3.4. Risikoen i disse beregningene er basert på at erfaringene fra de siste 20 år er mer relevant for vurderingen av utsiktene for neste 15-årsperiode enn å bygge vurderingene på hele perioden 1900–2006. Det gir bl.a. en lavere forventet risiko i obligasjoner enn det som ble lagt til grunn i de beregningene som ble omtalt i Nasjonalbudsjettet 2007. Norges Banks vurdering er at disse forutsetningene la til grunn en for høy risiko i obligasjoner. Økningen i fondets risiko ved høyere aksjeandel basert på forutsetningene lagt til grunn i omtalen

² Begrepet meravkastning brukes i denne meldingen i flere sammenhenger. I kapittel 2 beskriver meravkastning forskjellen i realisert avkastning mellom faktisk portefølje og referanseportefølje. I kapittel 3 beskriver meravkastning forskjellen i avkastning mellom aksjer og obligasjoner.

Tabell 3.2 Modellberegninger av realavkastning og risiko med forutsetninger basert på hovedscenariet i Norges Banks analyse der risikoanslagene om lag tilsvarer utviklingen de siste 20 år. Prosent

Aksjeandel	Gjennomsnittlig årlig avkastning (geometrisk) over 15-årsperioder	Standardavvik av årlig avkastning	Standardavvik av gjennomsnittlig avkastning over 15 år	Sannsynlighet for negativ akkumulert avkastning etter 15 år
40	3,5	6,2	1,6	1,2
60	4,0	8,7	2,2	3,7

Kilde: Norges Bank

i Nasjonalbudsjettet 2007 er likevel gjengitt i tabell 3.3.

Sammenligningen mellom tabell 3.2 og 3.3 viser hvordan endrede forutsetninger påvirker modellberegningene av avkastning og risiko. Generelt er samlet risiko for fondet med både 40 og 60 pst. aksjer lavere med de oppdaterte forutsetningene. Risikoen uttrykt ved sannsynligheten for negativ akkumulert totalavkastning etter 15 år er f.eks. 3,7 pst. med oppdaterte forutsetninger mot 6,3 pst. med forutsetningene lagt til grunn i omtalen i Nasjonalbudsjettet 2007. I begge beregningene er likevel sannsynligheten for negativ akkumulert avkastning lav.

I Nasjonalbudsjettet 2007 vises det til at beregnet sannsynlighet for en lavere avkastning med 60 pst. aksjeandel i stedet for 40 pst. etter 15 år var om lag 25 pst. Denne sannsynligheten er med oppdaterte forutsetninger fortsatt beregnet til om lag 25 pst. Risikoen uttrykt ved størrelsen på den forventede mindreakstningen i de 25 pst. dårligste tilfellene, er nå beregnet til om lag 10 pst. akkumulert, eller 0,6 pst. pr. år. Dette er noe høyere enn den akkumulerte mindreakstningen som fulgte av de opprinnelige forutsetningene, som var i størrelsesorden 6 pst. På den annen side er forventet totalavkastning av fondet med 60 pst. aksjer nå svakt positiv selv i de 25 pst. dårligste utfallene.

Modellberegningene undervurderer trolig sannsynligheten for tap noe, jf. boks 3.4. Som Norges Bank peker på er derfor modellanslagene for hvordan sannsynligheten for negativ akkumulert

avkastning endres ved økt aksjeandel, mer pålitelige enn anslagene på hvor store tapene kan bli.

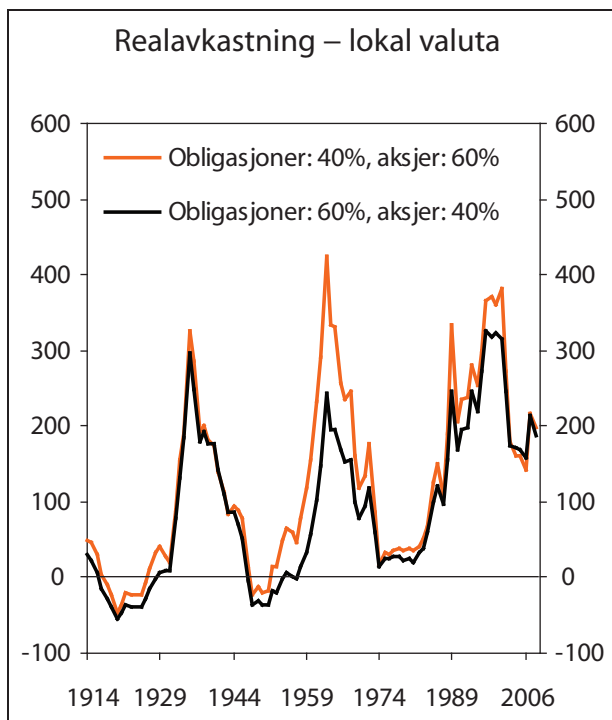
Økningen i risikoen for samlede tap over en lengre periode basert på historisk utvikling er illustrert i figur 3.8. Det er bare syv atskilte 15-årsperioder siden 1900. Det er derfor brukt rullerende 15-årsperioder i figuren, som viser historisk realavkastning for porteføljen med hhv. 60 pst. og 40 pst. aksjeandel. Porteføljen med 60 pst. aksjer framstår her som mer lønnsom enn porteføljen med 40 pst. aksjer i 87 av de 93 rullerende 15-årsperiodene. Mindreakstningen med 60 pst. aksjer i de øvrige seks periodene var begrenset. Den dårligste 15-årsperioden for aksjer i disse beregningene er 15-årsperioden til og med 2004. I denne perioden ville porteføljen med 60 pst. aksjer gitt en akkumulert avkastning som var 15 prosentpoeng lavere enn med 40 pst. aksjer. Den beste 15-årsperioden for porteføljen med høyest aksjeandel var perioden fram til 1963, da porteføljen med 60 pst. aksjer ville gitt en akkumulert avkastning som var 182 prosentpoeng høyere enn porteføljen med 40 pst. aksjer. Den statistiske utsagnskraften av disse beregningene er samtidig dårlig fordi 15-årsperiodene overlapper hverandre slik at ett års avkastning inngår i opptil 15 av de 93 periodene. Slike overlappende observasjoner tenderer derfor til å undervurdere sannsynligheten for tap.

Både historisk avkastning og modellberegningene viser at høyere aksjeandel gir større svingninger i fondets avkastning fra år til år, og noe høyere sannsynlighet for negativ akkumulert

Tabell 3.3 Modellberegninger av realavkastning og risiko med forutsetninger basert på risikoen i aksjer og obligasjoner siden 1900. Prosent

Aksjeandel	Gjennomsnittlig årlig avkastning (geometrisk) over 15-årsperioder	Standardavvik av årlig avkastning	Standardavvik av gjennomsnittlig avkastning over 15 år	Sannsynlighet for negativ akkumulert avkastning etter 15 år
40	4,2	9,7	2,5	4,6
60	4,6	11,9	3,1	6,3

Kilde: Norges Bank



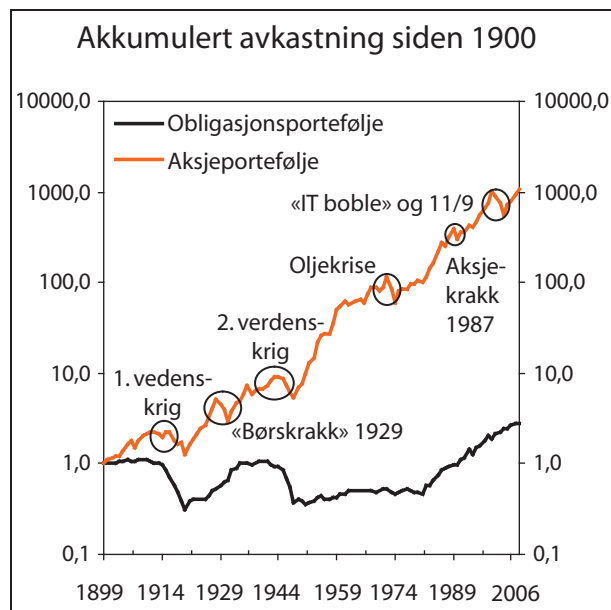
Figur 3.8 Historisk realavkastning for porteføljer med hhv. 60 og 40 prosent aksjer. Samlet avkastning i overlappende 15 års perioder siden 1900. Lokal valuta. Prosent

Kilde: Finansdepartementet/Dimson, Marsh og Staunton

avkastning over 15 år. Etter departementets vurdering er imidlertid denne økte risikoen fortsatt moderat og håndterbar, i hvert fall med en aksjeandel på 60 pst.

Med utgangspunkt i en svært lang investeringshorisont er også muligheten for ekstreme hendelser – f.eks. knyttet til kriger, naturkatastrofer, klimaendringer og større finansielle sammenbrudd – relevante for vurderingen av fondets risiko. Historien viser at aksjeinvesteringer har vært bemerkelsesverdig robuste ved flere store kriser. For eksempel viser figur 3.9 at hendelser som verdenskriger, aksjekrakk osv. i et lengre perspektiv har gitt moderate utslag på aksjeavkastningen i de markedene fondet er investert i. Det har ikke tatt mange år før realverdien av investeringen var like høy som før krisen inntraff.

Det kan tenkes flere alternative «kriser» som kan inntreffe i løpet av neste hundreårs periode. Problemer knyttet til klimautslipp er ett eksempel. Det er åpenbart at klimaproblemer kan ha betydning for avkastningen på finansielle plasseringer. Samtidig må det legges til grunn at markedsprisene allerede reflekterer allment kjent informasjon om muligheten for en slik krise. En



Figur 3.9 Realverdi av en portefølje som starter med én krone i 1899 fram til og med 2006¹. Kroner

¹ Avkastningen er beregnet med utgangspunkt i porteføljevæktene tilnærmet vektene i Statens pensjonsfond – Utland. Det er valgt en logaritmisk skala. Det betyr at prosentvis like store tap og gevinster visuelt vil vises som like store uavhengig av når i tidsperioden de inntreffer.

Kilde: Finansdepartementet/Dimson, Marsh og Staunton

«miljøkrise» vil påvirke ulike selskaper forskjellig. For noen selskaper kan dette innebære en gevinstmulighet. For andre vil det gi tap. Det er vanskelig å si noe om hvordan det vil påvirke aksjemarkedet i sum. Redusert økonomisk vekst kan gi redusert inntjening i selskapene. Samtidig kan risikopremien stige, noe som vil gi redusert avkastning på kort sikt, men økt forventet avkastning sammenlignet med obligasjoner på lengre sikt. Det beste en kan gjøre for å redusere risikoen knyttet til en slik utvikling i Statens pensjonsfond er derfor å spre investeringene best mulig på ulike selskaper, bransjer og land. I tillegg vil en kunne bruke fondets eiermakt til å påvirke selskapenes holdning til miljø.

For avkastningen i obligasjoner er det sentrale hvordan ev. klimaproblemer påvirker den økonomiske veksten. I gjennomsnitt har obligasjonene i Statens pensjonsfond – Utland en durasjon på om lag fem til seks år, jf. boks 3.2. Den kapitalen som i dag er investert i obligasjoner må derfor reinvesteres flere ganger de neste tiårene. Dersom klimaproblemer fører til redusert økonomisk vekst, kan det også medføre lavere realavkastning på de obligasjonene fondet kjøper. Obligasjoner er derfor heller ikke risikofrie i en slik situasjon.

Boks 3.5 Allokeringen i andre fond

I brevet fra Strategirådet til Finansdepartementet av 2. juni 2006 er det gitt en oppsummering av hvordan kapitalen i andre fond er fordelt på aksjer, obligasjoner og andre aktivaklasser.

Andre aktivaklasser består i stor grad av investeringer i eiendom og infrastruktur og såkalte «hedge fond».

Tabell 3.4 Investeringer i andre fond fordelt på ulike typer aktiva. Prosent

Fondstype	Obligasjoner	Aksjer (inkl. unoterte)	Andre aktiva
Store pensjonsfond ¹	32	52,5	15,5
Reservefond ²	30	62,3	7,7
Universitetsfond ³	17,5	45	37,5

¹ ABP, PGGM, CalPERS, New York State, Ontario Teachers' Pension Plan, Caisse des Dépôts.

² AP1-AP4 (Sverige), Fonds de réserve pour les retraites (Frankrike), National Pension Reserve Fund (Irland), Canada Pension Plan, New Zealand Superannuation Fund.

³ Harvard Endowment, Yale Endowment

Kilde: Norges Bank/Strategirådet

Vurdering av aksjeandelen i et utvidet perspektiv

I tillegg til modellberegningene og analysen av historisk risiko har departementet lagt vekt på noen mer overordnede vurderinger av risikoen knyttet til investeringene i fondet som trekker i retning av at risikoen ved en aksjeandel på 60 pst. etter departementets syn framstår som moderat:

- Den samlede verdien av petroleumsformuen består av gjenværende olje- og gassreserver og dagens pensjonsfond. Ved å selge olje og gass og investere i aksjer og obligasjoner har petroleumsformuen blitt spredd på flere aktiva og den samlede risikoen er redusert.
- Avkastningen på langsiktige plasseringer i realrenteobligasjoner er nå vesentlig lavere enn da dagens investeringsstrategi ble fastlagt i 1997. Det betyr at det i denne perioden har blitt mer krevende å oppnå en realavkastning på 4 pst. over tid med dagens aksjeandel på 40 pst.
- I vurderingen av risiko over svært lange horisonter er det også et viktig moment at aksjer og obligasjoner er to grunnleggende forskjellige investeringer. Ved å kjøpe aksjer kjøper vi *eierandeler i verdens produksjonskapasitet*. Ved å kjøpe obligasjoner yter vi et *nominelt lån* til bedrifter og stater, ettersom det ikke er mulig å plassere hele fondet i realrenteobligasjoner pga. fondets størrelse. Ved å investere i nominelle obligasjoner vet vi med høy grad av sikkerhet hva den nominelle avkastningen vil være de nærmeste årene. På lengre sikt har

slike investeringer likevel vært risikable, og Strategirådet peker i sitt brev til Finansdepartementet på at risikoen i obligasjoner har blitt høyere med lengre investeringshorisont. Det har dels sammenheng med at de siste 100 år inneholder perioder med svært høy inflasjon som har gitt negativ realavkastning.

Som en kontroll av departementets vurderinger er det også relevant å se hvilke beslutninger andre store fond har tatt i valget av aksjeandel. En sammenlikning med store pensjons- og reservefond viser at mens Statens pensjonsfond – Utland har en andel obligasjoner på 60 pst., er det mer vanlig med en obligasjonsandel på 30 pst. i andre fond. Aksjeandelene er også gjennomgående høyere i andre fond enn i Statens pensjonsfond – Utland. Blant store pensjonsfond i Europa og USA er det vanlig med en aksjeandel i overkant av 50 pst., mens det blant store statlige reservefond er vanlig med en aksjeandel rundt 60 pst., jf. tabell 3.4. i boks 3.5.

Endringer i retningslinjene

I retningslinjene for forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland framgår det at fondets strategiske referanseportefølje inneholder 40 pst. aksjer og 60 pst. obligasjoner. Tillatt intervall for den faktiske aksjeandelen er 30–50 pst. Det er to grunner for å opprettholde et tilsvarende intervall ved en økning av aksjeandelen.

- Aksje- og obligasjonsmarkedene i de ulike geografiske regionene utvikler seg forskjellig fra måned til måned. I takt med dette vil også porteføljens fordeling på aksjer og obligasjoner bevege seg bort fra en aksjeandel på 40 pst. For å unngå unødvendige transaksjonskostnader benyttes de månedlige tilførslene av ny kapital til å kjøpe aksjer eller obligasjoner i de regionene som har hatt svakest utvikling den siste måneden. For ytterligere å redusere behovet for transaksjoner tillates det at fondets faktiske referanseportefølje etter kapitaltilførsel har en aksjeandel som avviker noe fra den strategiske andelen på 40 pst. i korte perioder.
- En annen grunn til å tillate et intervall rundt 40 pst. aksjeandel er muligheten for at forvalter ut fra et markedssyn ønsker å over- eller undervekte aksjer relativt til obligasjoner i forhold til fordelingen i fondets faktiske referanseportefølje. Slike avvik fra referanseporteføljen må skje innenfor rammen for relativ volatilitet som departementet har fastsatt til 1,5 pst. Så langt har Norges Bank i liten grad valgt å over- eller undervekte aksjer i forhold til obligasjoner, noe som også fremgår av analysen av meravkastningen i kapittel 2.

Etter departementets syn vil det ved en økning av aksjeandelen være naturlig å videreføre dagens intervall for tillatt aksjeandel på +/- 10 prosentpoeng rundt aksjeandelen i den strategiske referanseporteføljen. En høyere aksjeandel i fondet vil, alt annet like, gjøre behovet for et slikt intervall noe større. Samtidig vil dagens retningslinjer for rebalansering, de store forventede tilførslene til fondet, kombinert med Norges Banks strategi for å oppnå meravkastning, alle bidra til å motvirke at aksjeandelen i fondet blir vesentlig høyere enn i den strategiske referanseporteføljen over tid. En indikasjon på dette er fondets faktiske aksjeandel ved kvartalskiftene siden 2002, som aldri har vært høyere enn 42,6 pst. (desember 2003) eller lavere enn 36,3 pst. (september 2002).

Konklusjon

De overordnede investeringsvalgene er av avgjørende betydning for fondets forventede avkastning og risiko. Avveiningen mellom risiko og forventet avkastning er en politisk beslutning. Det er nå etablert et omfattende og grundig beslutningsgrunnlag basert på departementets eget arbeid

og råd fra Norges Bank og Strategirådet. Etter en samlet vurdering av dette beslutningsmaterialet har Regjeringen kommet til at en økning av aksjeandelen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland fra 40 til 60 pst. representerer en god avveining mellom forventet avkastning og risiko for investeringene i fondet. Det legges derfor opp til å endre retningslinjene for forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland slik at aksjeandelen i den strategiske referanseporteføljen for fondet settes til 60 pst. Det tillates samtidig en aksjeandel i intervallet 50–70 pst. Obligasjonsandelen i den strategiske referanseporteføljen vil etter dette være 40 pst. Tillatt intervall for obligasjonsandelen vil være 30–50 pst.

Det er betydelig usikkerhet knyttet til anslag på forventet avkastning, og historiske erfaringer viser at avkastningen kan svinge en god del. Denne usikkerheten er så stor at dagens anslag på 4 pst. må være dekkende for forventninger om gjennomsnittlig realavkastning på både 3, 4 og 5 pst. En økning av aksjeandelen gir ikke holdepunkter for å øke den forventede realavkastningen som ligger til grunn for retningslinjene for den økonomiske politikken. Snarere vil økningen i aksjeandel gjøre det mer sannsynlig at en oppnår 4 pst. realavkastning over tid. Dersom avkastningen skulle vise seg å bli høyere enn forventet, vil beløpet som kan overføres statsbudsjettet likevel være høyere fordi man over tid vil bruke 4 pst. av en større fondskapital enn ellers. Først dersom oppnådd avkastning over mange år blir vesentlig høyere eller vesentlig lavere enn 4 pst., vil det være grunnlag for å vurdere om anslaget på 4 pst. representerer en for høy eller for lav forventning til framtidig avkastning.

Vurderingen av konsekvensene av økt aksjeandel er i hovedsak basert på hvordan det vil kunne påvirke porteføljens avkastning og risiko på lang sikt. Forutsetningen for forventet avkastningen på lang sikt er bl.a. basert på analyser av markedets prising av aksjer og obligasjoner. Samtidig knytter det seg betydelig usikkerhet til markedets utvikling på kort sikt. En må derfor være forberedt på at tidspunktet for å øke aksjeandelen i ettertid kan framstå som mer eller mindre gunstig. Denne risikoen dempes noe ved at fondets investeringer spres over tid, i takt med fondets forventede vekst. Departementet vil dessuten legge stor vekt på at tilpasningen til en høyere aksjeandel gjennomføres med lave transaksjonskostnader. Det innebærer at tilpasningen kan ta flere år.

3.3 Utvidelse av referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland med aksjer i små selskaper

3.3.1 Innledning

Små børsnoterte aksjeselskaper inngår i dag i investeringsuniverset til Statens pensjonsfond – Utland, men ikke i pensjonsfondets referanseportefølje. Aksjer i små noterte selskaper utgjør det største enkeltsegmentet innenfor de noterte markedene som ligger utenfor referanseporteføljen.

Spørsmålet om investeringer i små aksjeselskaper har vært vurdert tidligere. I brev av 1. april 2003 tilrår Norges Bank å inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Norges Bank peker på at en slik utvidelse gir en bedre representasjon av investeringsuniverset, og at fondets størrelse og vekst tilsier en bred eksponering også mot denne delen av markedet. Finansdepartementet vurderte problemstillingen i forbindelse med Nasjonalbudsjettet 2004, og konkluderte med at en på det tidspunkt ikke ville inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Departementet pekte bl.a. på at Graver-utvalget (NOU 2003: 22) nylig hadde levert sitt forslag til etiske retningslinjer for fondet, og at en anså det som en fordel å avvente behandlingen av disse før en foretok en vesentlig utvidelse av antallet selskaper i referanseporteføljen for aksjer.

Norges Bank har i tråd med rådgivningsavtalen med Finansdepartementet på ny vurdert spørsmålet om små, børsnoterte selskaper skal tas inn i referanseporteføljen. Norges Bank skriver i brev av 20. oktober bl.a.:

«Små selskaper utgjør et betydelig markedssegment. Det er vanskelig å se hvorfor SPU [Statens pensjonsfond – Utland] som en stor og langsiktig investor skal ha en eksponering mot dette segmentet som er vesentlig lavere enn hva markedet har i gjennomsnitt. Det er også moderate diversifikasjonsgevinster forbundet med en slik inkludering. Ved å ta med små selskaper i referanseporteføljen kan en forvente høyere avkastning uten at volatiliteten i porteføljen øker vesentlig.»

I brev av 20. februar 2007 har også Strategirådet anbefalt at referanseporteføljen utvides med segmentet for små selskaper. Strategirådet skriver bl.a.:

«Ut fra hensynet til den samlede avkastningen og risikoen i Statens pensjonsfond – Utland anbefaler Strategirådet at fondets referanse-

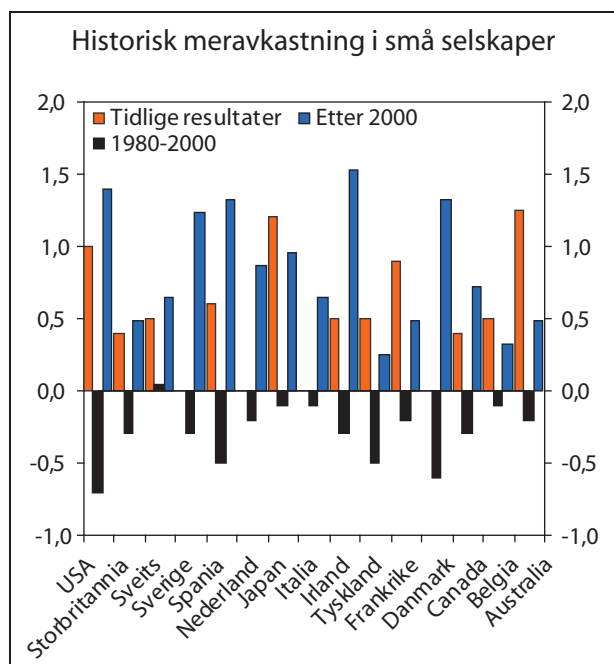
portefølje for aksjer utvides med segmentet for små selskaper. Selv om kostnadene isolert sett øker noe etter en slik utvidelse, vil dette kunne antas dekket av en bedre risikjustert forventet avkastning for porteføljen. En slik utvidelse vil gjøre fondets referanseportefølje mer representativ for utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene. En utvidet referanseportefølje vil dessuten gi et riktigere sammenligningsgrunnlag i vurderingen av den aktive forvaltningen av fondet. Rådet anser den foreslåtte utvidelsen å være en naturlig konsekvens av fondets generelle investeringsstrategi, som er å kjøpe en representativ portefølje av verdens aksjemarked.»

3.3.2 Norges Banks og Strategirådets tilråding

Norges Bank viser i brevet av 20. oktober til at små aksjer vil kunne tas inn i referanseporteføljen ved at dagens referanseindeks for aksjer, FTSE All-World, som ved utgangen av 2006 inneholdt i overkant av 2 400 store og mellomstore selskaper, byttes ut med FTSE All-Cap, som i tillegg inneholder de om lag 12 pst. minste selskapene i hver region målt ut fra markedsverdi. Det betyr at antallet selskaper i referanseporteføljen øker til om lag 7 000 selskaper. De nye selskapene har en gjennomsnittlig størrelse på rundt 7 mrd. norske kroner i Amerika og Europa, og om lag 2 mrd. kroner i Asia. Til sammenligning er gjennomsnittlig størrelse på store og mellomstore selskaper i New Zealand, som er et av de minste markedene i dagens referanseportefølje, om lag 7 mrd. kroner. Norges Bank peker på at pensjonsfondets referanseportefølje etter en slik utvidelse vil representere rundt 96 pst. av aksjemarkedene inkludert i FTSE indeksen, mot dagens 85 pst.

Norges Bank skriver at hovedbegrunnelsen for forslaget er at aksjer i små selskaper er et stort markedssegment som er utelatt fra dagens referanseportefølje, og at en utvidelse av referanse vil gi en eksponering mot dette segmentet som er mer i samsvar med hva markedet har i gjennomsnitt. Banken legger også vekt på følgende argumenter for at referanseindeksen for aksjer skal utvides til også å omfatte små børsnoterte aksjer:

- Historisk avkastning fra mange land viser at aksjer i små selskaper i gjennomsnitt har gitt høyere avkastning enn store selskaper. De første studiene som presenterte dette funnet ble publisert på 1980-tallet og tidlig på 1990-tallet. Figur 3.10 illustrerer at den observerte meravkastningen, også kalt «small-cap premien»,



Figur 3.10 Gjennomsnittlig forskjell i månedlig avkastning mellom store og små selskaper. Prosent.

Kilde: Norges Bank

varierer ut fra hvilken periode man ser på. De røde søylene i figuren viser gjennomsnittlig historisk meravkastning pr. måned i små aksjer slik de ble beregnet i de første studiene for hvert land. De sorte søylene viser gjennomsnittlig premie i perioden etter at de første funnene ble publisert, mens de blå søylene viser gjennomsnittlig månedlig meravkastning i små selskaper i perioden etter 2000. På grunn av forskjeller i tidsperiode og definisjoner av hvilke selskaper som er «små» er ikke tallene sammenlignbare mellom land. Figuren illustrerer likevel at avkastningen i små aksjer har vært høyere og lavere enn i store selskaper over perioder på mange år. For markedene med de lengste tidsseriene, USA og Storbritannia, har avkastningen for hele perioden vært høyere i små aksjeselskaper enn i store.³

- Avkastningen i små selskaper har også variert mer enn i store. Risikoen i brede aksjeporteføljer som inneholder både store og små selskaper har likevel ikke vært vesentlig høyere enn porteføljer med bare store selskaper. Det skyldes at avkastningen i små selskaper ikke har beveget seg helt i takt med avkastningen i store selskaper.

- Da de første studiene av avkastningen i små selskaper ble offentliggjort, var den gjeldende teoretiske forståelsen av markedenes virkemåte slik at det bare var én risikofaktor investorer kunne regne med å få betalt for å bære i aksjemarkedet, og det var risikoen forbundet med å eie en veldiversifisert portefølje av aksjer. Observasjonene av høyere historisk avkastning i små selskaper har derfor vært omtalt som det best dokumenterte avviket fra antakelsen om effektivt prisede aksjemarkeder. Senere har forskjellen i avkastning i små og store selskaper vært forsøkt forklart ved hjelp av flerfaktormodeller, hvor selskapenes størrelse benyttes som en egen risikofaktor for å forklare avkastningen på enkeltaksjer. I disse modellene er aksjer i små selskaper mer risikable enn aksjer i større selskaper, noe som motsvares av høyere forventet avkastning. En vanlig forklaring på at aksjer fra små selskaper skal være mer risikable enn andre aksjer, er at små selskaper i gjennomsnitt lettere kommer i finansielle vanskeligheter i tider med svak økonomisk utvikling i samfunnet generelt. Investorer vil derfor kunne tape kapitalen i perioder hvor de har mest behov for avkastning, dvs. når markedene generelt er svake. For at investorene skal være villige til å bære denne risikoen, må de kompenseres gjennom en ekstra risikopremie. Norges Bank peker på at denne forklaringen er omstridt i den akademiske litteraturen. Slik banken ser det gir de store, men varierende, avkastningsforskjellene over lengre tid mellom små og store selskaper støtte til å se på risikoen i små selskaper som en selvstendig og priset risikofaktor i markedet. En investor som Statens pensjonsfond, med trolig lavere behov for likviditet enn andre investorer i perioder med svak økonomisk utvikling, bør derfor etter Norges Banks oppfatning være godt posisjonert for å høste en slik risikopremie.

De argumentene Norges Bank mener kan tale mot å inkludere små selskaper, er av mer operativ karakter:

- Kostnadene ved å kjøpe aksjeporteføljen vil øke. Norges Bank anslår kostnadene ved første gangs kjøp til rundt 0,06 pst. av den samlede aksjeporteføljen til fondet dersom kjøpet fordeles over ti måneder, slik at markedspåvirkningen reduseres. Ytterligere kostnadsreduksjon kan oppnås ved å benytte løpende tilflyt av kapital som investeres i aksjer eller å

³ Norges Bank viser her til data for det amerikanske markedet siden 1926 og siden 1955 i Storbritannia.

koordinere innfasingen av ny referanseportefølge med en økning av aksjeandelen. En gradvis endring av referanseporteføljen for de mange delporteføljene i fondet gjør det samtidig krevende å strekke perioden for innfasing over svært lang tid.

- Kostnadene knyttet til vedlikehold av porteføljen vil også øke. Det skyldes dels at kostnadene ved hver transaksjon er høyere for aksjer i små selskaper, men særlig at det oftere skjer endringer i sammensetningen av indeksen. Oppdaterte anslag på denne kostnadsøkningen tyder på at kostnadene for vedlikehold av referanseporteføljen for aksjer vil øke med 0,03–0,04 prosentpoeng. Norges Bank skriver samtidig at investorer normalt vil kreve at høye transaksjonskostnader kompenseres ved høyere brutto avkastning. Hvor realistisk dette er i markedet for små selskaper avhenger, som Norges Bank påpeker, av hvor effektivt markedet faktisk fungerer.
- Mer enn 4 500 nye selskaper i referanseporteføljen vil også kreve økte ressurser i Norges Banks eierskapsutøvelse og i Etikkrådets arbeid med å vurdere uttrekk fra enkeltelskaper basert på de etiske retningslinjene for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.
- Begrensningen på fem pst. eierandel kan i følge Norges Bank gjøre det vanskeligere å øke dagens beholdning av aksjer i små selskaper for å opprettholde de ønskede avvikene fra referanseporteføljen.

Strategirådet har vurdert spørsmålet om små selskaper i brev til Finansdepartementet av 20. februar 2007. Strategirådet anser den foreslåtte utvidelsen av referanseporteføljen som en naturlig videreutvikling av dagens investeringsstrategi. Ifølge rådet taler også hensynet til fondets avkastning og risiko for å utvide referanseporteføljen for aksjer med segmentet for små selskaper, selv om en slik strategi vil innebære høyere kostnader. Rådet peker også på at en utvidet referanseportefølge vil gi et riktigere sammenlikningsgrunnlag for evalueringen av resultatene i Norges Banks aktive forvaltning av fondet.

3.3.3 Departementets vurdering

Siktemålet med investeringene i Statens pensjonsfond – Utland er å oppnå en høyest mulig avkastning gitt en moderat risiko. For å moderere risikoen spres investeringene på flere aktivaklasser, og hver aktivaklasse inneholder flere segmenter

og sektorer fordelt på mange land. Referanseporteføljen for aksjer består i dag av i overkant av 2 400 aksjer notert på markedsplasser i 27 land. Verdien av selskapene i referanseporteføljen dekker om lag 85 pst. av den samlede verdien av aksjemarkedene i FTSE indeksen. Ved å inkludere små selskaper i referanseporteføljen, slik Norges Bank og Strategirådet anbefaler, vil enda et segment inngå i aksjereferansen, slik at verdiene av selskapene i referanseporteføljen dekker om lag 96 pst. av verdien av aksjemarkedene i FTSE indeksen.

En praktisk tilnærming i vurderingen av denne utvidelsen kan være å dele en bedrifts livssyklus inn i fasene vekst og modning. Vekstselskapene finner man ofte i segmentet for små selskaper, mens de største bedriftene er inne i en modningsfase. For et stort og globalt fond som Statens pensjonsfond – Utland kan det argumenteres for å være investert i en bredt sammensatt portefølge som dekker begge disse fasene i selskapenes livssyklus.

Et mer teoretisk utgangspunkt er at verdensmarkedsporteføljen, porteføljen av alle verdens aksjer, har det beste bytteforholdet mellom avkastning og risiko. Samvariasjonen mellom avkastningen i små selskaper og store og mellomstore selskaper vil være høy, men de vil ikke bevege seg helt i takt. Det betyr at en utvidelse av referanseporteføljen vil gi noe bedre forhold mellom gjennomsnittlig avkastning og risiko over tid. Denne diversifiseringsgevinsten forventes å være moderat, men positiv.

I tillegg til den rene diversifiseringsgevinsten viser tilrådingene fra Strategirådet og Norges Bank til at det er det en mulighet for at selskapers størrelse er en selvstendig og priset risikofaktor i markedet. I så fall vil utvidelsen føre til en ytterligere forbedring av fondets risikojusterede avkastning fordi investorer kan forvente en kompensasjon i form av økt forventet avkastning i små selskaper. Hvorvidt det eksisterer en slik risikofaktor er imidlertid usikkert.

Forvaltningen av aksjer i små selskaper er dyrere enn for større selskaper. Strategirådet skriver i sitt brev at dette kan være en forklaring på at flere andre store fond bare har inkludert små selskaper blant tillatte investeringer, men unnlatt å inkludere disse i referanseporteføljen. Kostnadene forbundet med første gangs tilpasning er estimert til om lag 0,06 pst. av aksjeporteføljens verdi dersom tilpasningen gjøres over ti måneder. Aksjene kjøpes med lang horisont og denne kostnadene bør etter departementets vurdering ikke

være til hinder for utvidelsen av referanseporteføljen.

De årlige forvaltningskostnadene vil imidlertid også øke. Dette kan illustreres med hva de årlige kostnadene ville være ved å vedlikeholde en portefølje lik referanseporteføljen, med og uten segmentet for små selskaper. Reviderte anslag fra Norges Bank indikerer at slike vedlikeholdskostnader vil øke med 0,03–0,04 prosentpoeng dersom små selskaper inkluderes. Med en aksjeandel på 60 pst. betyr det at samlede kostnader kan øke med om lag 0,02 prosentpoeng. Departementet har i vurderingen av denne kostnadsøkningen lagt vekt på at det selv uten en prisert risikofaktor knyttet til selskapenes størrelse er grunn til å forvente at fondets risikjusterte avkastning opprettholdes selv etter økte kostnader.

Strategirådet peker for øvrig i sitt brev av 20. februar 2007 på at en utvidet referanseportefølje vil gi et riktigere sammenligningsgrunnlag i evalueringen av resultatene i den aktive forvaltningen av fondet. Strategirådet skriver:

«Strategirådet mener at også hensynet til evalueringen av resultatene i den aktive forvaltningen taler for å inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Ettersom små selskaper utgjør et stort segment i aksjemarkedet, og ettersom SPU allerede har tilgang til slike investeringer, vil en referanseportefølje som inkluderer små selskaper gi et riktigere sammenligningsgrunnlag enn dagens referanseportefølje.»

I arbeidet med å vurdere konsekvensene for arbeidet med de etiske retningslinjene i fondet har departementet bedt Etikkrådet redegjøre for hvilke konsekvenser det vil ha for deres arbeid dersom referanseporteføljen for aksjer utvides med omlag 4 500 små selskaper. Etikkrådet har i brev til Finansdepartementet av 21. mars 2007 framhevet tre forhold:

- Etikkrådet skriver at det vil være mulig å engasjere konsultentselskaper til å overvåke porteføljen med daglige nyhetssøk og filtrere porteføljen for selskaper som produserer visse typer våpen, også når porteføljen utvides til å omfatte små selskaper.
- Rådet anslår at deres årlige kostnader vil øke med anslagsvis tre mill. kroner som følge av at:
 - Prisen for overvåking av porteføljen antas å øke proporsjonalt med antallet selskaper i referanseporteføljen.

- Vanskeligere tilgjengelig informasjon øker behovet for å engasjere konsulenter med større regional forankring.
- Antallet saker som krever ytterligere utredning forventes å øke. Det vil derfor være nødvendig å styrke utredningskapasiteten i sekretariatet, bl.a. gjennom økt bruk av eksterne utredere til å bistå i undersøkelse av konkrete saker.
- Rådet skriver videre: «Når antallet selskaper øker, øker også risikoen for at det vil være selskaper i porteføljen med virksomhet i strid i retningslinjene. Det kan heller ikke utelukkes at tilgangen på informasjon er dårligere for små selskaper enn for store. Rådet har likevel ikke informasjon som tilsier at investeringer i små selskaper i seg selv verken er mer eller mindre risikable fra et etisk perspektiv enn andre investeringer.»

På bakgrunn av Etikkrådets vurdering av konsekvensene for deres arbeid med å vurdere uttrekk av selskaper, og Norges Banks vurdering av at kostnaden knyttet til å drive eierskapsutøvelse i et vesentlig større antall selskaper vil være begrenset i forhold til de samlede forvaltningskostnadene, mener departementet at hensynet til arbeidet med etikk ikke bør være til hinder for utvidelsen av referanseporteføljen.

I forskriften for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland er det i dag satt en øvre grense for eierandeler i enkeltsekskap på 5 pst. Denne grensen er bl.a. fastsatt etter en vurdering av hensynet til at en lav eierandelsbegrensning klart signaliserer at pensjonsfondet er en «finansiell», i motsetning til en «strategisk», investor. På den annen side skriver Norges Bank at en viktig strategi for meravkastning er å identifisere bedrifter med stort potensiale for lønnsomhet på et tidlig stadium i bedriftens utvikling, som typisk vil være små og mellomstore foretak. Dersom små selskaper kommer med i referanseporteføljen, vil forvalterne trolig ønske å øke sine beholdninger for å beholde størrelsen på de aktive posisjonene. Begrensningen på 5 pst. eierandel kan gjøre dette vanskeligere.

Den samlede virkningen av fondets sterke vekst og økningen av aksjeandelen vil uansett medføre behov for en ny vurdering av eierandelsbegrensningen om ikke altfor lang tid. Etter departementets vurdering bør hensynet til eierandelsbegrensningen ikke være til hinder for at referanseporteføljen utvides med aksjer i små selskaper. Departementet vil senere komme tilbake med en ny vurdering av eierandelsbegrensningen.

Et siste mulig argument mot å inkludere små selskaper i referanseporteføljen nå er markedets prising av slike aksjer. Tradisjonelle indikatorer for prising av selskaper, som forholdstallet mellom pris og utbytte, indikerer at små selskaper har blitt dyrere de siste årene relativt til store selskaper. Norges Bank peker i sin analyse på muligheten for at prisen en må betale for små selskaper kan være ugunstig høy. Samtidig skriver banken at disse signalene er for svake til å gjøre dem relevante for spørsmålet om å inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Departementet slutter seg til denne vurderingen. I tillegg vil risikoen for å kjøpe aksjene på et tidspunkt som i ettertid viser seg å være ugunstig dempes ved at referanseporteføljen endres over tid og at fondets investeringer i både store og små selskaper spres over tid i takt med ny tilførsel til fondet.

Departementet legger på denne bakgrunn opp til å utvide referanseporteføljen i Statens pensjonsfond – Utland med segmentet for små selskaper i FTSE-indeksen. Tilpasningen til ny referanseportefølje vil bli gjennomført over lengre tid.

3.4 Reguleringen av godkjente markedsplasser og valutaer i Statens pensjonsfond – Utland

3.4.1 Innledning

I § 4 i forskrift for forvaltning Statens pensjonsfond – Utland er det definert en liste over 42 tillatte markedsplasser for aksjer (hvor aksjene er notert) og 31 tillatte lands valutaer for obligasjoner (hvilken valuta obligasjonen er utstedt i). Innenfor listene av tillatte investeringer består referanseporteføljen av indekser for 27 aksjemarkeder og obligasjonsindekser for 21 lands valutaer.

Listen over godkjente markeder og valutaer for Statens pensjonsfond – Utland har blitt vurdert med jevne mellomrom i budsjettdokumentene, og ble sist utvidet i 2003 i forbindelse med Nasjonalbudsjettet 2004. Vurderingen ble basert på innspill fra Norges Bank.

I Nasjonalbudsjettet 2006 omtales flere endringer i rammeverket for Norges Banks forvaltning av fondet. I de nye retningslinjene, som trådte i kraft 1. januar 2006, er det lagt mindre vekt på å detaljregulere hvilke markeder og instrumenter fondet kan investeres i. Som en del av denne omleggingen skrev Norges Bank i brev av 11. mars 2005 at det ut fra hensynet til fondets samlede risiko heller ikke var behov for at departe-

mentet regulerer i detalj hvilke land fondet kan investeres i. Samtidig skrev Norges Bank at andre forhold likevel kunne tale for at departementet utarbeidet en liste over tillatte markedsplasser og valutaer. I Nasjonalbudsjettet 2006 heter det om Norges Banks forslag:

«Finansdepartementet har forståelse for Norges Banks argument om at hensynet til styring av total risiko ikke krever en detaljert regulering av hvilke land og valutaer det skal tillates å investere i. Samtidig taler andre hensyn for å opprettholde en slik liste. (...) Etter en samlet vurdering mener departementet at landlisten for Petroleumsfondet fortsatt skal være en del av retningslinjene. En legger opp til å vurdere landlisten på nytt med sikte på en eventuell utvidelse. En vil i dette arbeidet bl.a. trekke på faglige råd fra Norges Bank. Departementet vil komme tilbake til dette».

Departementet ba Norges Bank i brev av 13. juli 2006 om innspill til en ny vurdering av listen over tillatte markedsplasser og valutaer. En ba også om Norges Banks syn på om det ville være mer hensiktsmessig å definere investeringsuniverset for obligasjoner med en liste over godkjente utstederland framfor en liste over valutaer.

I brev til departementet av 1. september 2006 tilrår Norges Bank primært å gå over til en ordning uten en eksplisitt liste over tillatte markeder og valutaer i forskriften, men at det heller blir opp til Norges Bank å utarbeide interne retningslinjer for hvilke markeder og valutaer fondet kan plasseres i. Subsidiært tilrår Norges Bank en ny liste i forskriften som er utvidet med 38 markedsplasser for aksjer og 49 valutaer for obligasjoner. Norges Bank anbefaler således at listen i så fall fortsatt definerer tillatte land for notering av aksjer og tillatte lands valutaer som obligasjonsporteføljen kan investeres i. Norges Banks brev er tilgjengelig på departementets nettsider (www.finansdepartementet.no).

3.4.2 Departementets vurdering

Etter departementets oppfatning vil en utvidelse av listen over tillatte markeder og valutaer for Statens pensjonsfond – Utland kunne utvide mulighetene Norges Bank har til å oppnå en meravkastning i forhold til fondets referanseportefølje. De erfaringene Norges Bank får gjennom investeringer i flere mindre utviklede markeder vil dessuten kunne gi nyttige innspill til en senere vurdering av om referanseporteføljen bør utvides med nye markeder. Samtidig bør en utvidelse av antall land

kombineres med en klarere ansvarsdeling mellom Norges Bank og Finansdepartementet når det gjelder vurderinger av hvor fondet bør kunne investeres.

Norges Bank foreslår i brevet av 1. september 2006 at banken selv skal godkjenne hvilke markeder fondet skal være tillatt investert i. Tilrådingen bygger på at den økonomiske vurderingen av markeder og valutaer kan delegeres til den operative forvalteren, innenfor overordnede krav til verddivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko i retningslinjene fastsatt av departementet. En betydelig utvidelse av tillatte markeder og valutaer reiser flere spørsmål:

- Både tilsyn med finansiell virksomhet og lovgivning på området vil kunne være svakere enn i utviklede markeder. Oppgjørs- og avregningssystemene i mange av landene vil kunne være av lavere kvalitet, og både politisk og makroøkonomisk risiko er av en annen karakter enn i utviklede markeder.
- Måling av fondets avkastning forutsetter at verdipapirene i porteføljen kan prises. I nye markeder kan prisingen ha betydelig lavere kvalitet enn i de markedene fondet allerede er investert i.
- Fordi risikomålinger i prinsippet dreier seg om gjentatt prising, vil en stå overfor de samme utfordringer når det gjelder måling og styring av markeds- og kredittrisiko som en står overfor når en skal prise eller verdsette en portefølje. I tillegg må det finnes informasjon som muliggjør beregning av pris og risiko knyttet til verdipapiret. For en obligasjon vil det f.eks. være oversikt over kupongbetalinger, nedbetalingsprofilen til lånet samt ev. opsjoner knyttet til obligasjonen. For nye markeder vil det i mange tilfeller ikke finnes en prishistorikk. I så fall vil det være vanskelig å både måle risiko og prise instrumentene. For nye markeder vil det i tillegg kunne være vanskeligere å få tak i tilleggsinformasjon som nedbetalingsprofil og opsjoner mv.

Finansdepartementet forutsetter derfor at Norges Bank før gjennomføring av investeringer i nye land har gjennomgått en grundig prosess, som i hvert enkelt tilfelle gir banken oversikt over aktuelle problemstillinger knyttet til verddivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko for investeringer i det enkelte marked og valuta. Det forutsettes at dette arbeidet inneholder en vurdering opp mot de krav som følger av forskrift og utfyllende retningslinjer, og at disse vurderin-

gene dokumenteres. Gitt at disse kravene er oppfylt, er det etter departementets vurdering ikke behov for en detaljert regulering av tillatte markeder fra departementets side ut fra hensynet til å styre fondets samlede risiko.

Departementet la i Nasjonalbudsjettet 2006 vekt på at andre forhold talte for å opprettholde ordningen med en liste over godkjente markeder og valutaer i retningslinjene for Staten pensjonsfond – Utland. I lys av Norges Banks brev av 1. september 2006 har departementet gjort en ny vurdering av om andre hensyn, som mulige signaleffekter, etiske hensyn eller spørsmål av mer politisk karakter, taler for at departementet bør ha ansvaret for å tillate investeringer i nye markeder og valutaer. Denne gjennomgangen trekker, etter departementets syn, i retning av å gå inn for Norges Banks primære anbefaling om at Norges Bank utarbeider interne retningslinjer for hvilke markeder og valutaer fondet kan plasseres i.

Etter at listen sist ble endret i 2003, er det innført etiske retningslinjer for fondet. Retningslinjene gjelder på selskapsnivå, og omfatter virksomheten i alle land der et selskap driver virksomhet, uavhengig av hvor selskapet er notert. Graverutvalget, som i NOU 2003: 22 la grunnlaget for dagens etiske retningslinjer, var klar på at det var vanskelig på bakgrunn av etiske hensyn å begrunne forbud mot investeringer i enkelte lands statsobligasjoner, og at ordinære utenrikspolitiske kanaler var et langt viktigere virkemiddel for å påvirke andre lands myndigheter i ønsket retning enn uttrekk fra fondets investeringsmuligheter.

Listen over tillatte markeds plasser for aksjer og valutaer for obligasjoner er ikke egnet til å utelukke deltakelse i virksomhet i enkeltland. Et selskap notert på en godkjent markeds plass i et bestemt land, kan f.eks. ha store deler av sin virksomhet i et land som ikke inngår i fondets investeringsunivers. Videre vil obligasjoner utstedt av selskaper eller stater utenfor listen i forskriften være tillatt så lenge obligasjonene er utstedt i en valuta som inngår i listen over tillatte valutaer.

Etter en samlet vurdering legger departementet opp til at dagens liste over godkjente markeder og valutaer tas ut av § 4 i forskrift for forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland. Samtidig endres retningslinjenes pkt. 3.2 om rentebærende papirer utstedt av offentlig sektor i et annet lands valuta, og i pkt. 4 stilles det et eksplisitt krav om dokumentasjon. Norges Bank vil etter dette måtte dokumentere tilfredsstillende rutiner for å vurdere tillatte markeder og valutaer. Ordningen

med at Etikkrådet vurderer investeringene i aksjer og selskapsobligasjoner videreføres. Investeringer i aksjer og selskapsobligasjoner er underlagt de etiske retningslinjene departementet har fastsatt, og Etikkrådet vil ha ansvaret for å gi råd om uttrekk av selskaper i de nye markedene.

Videre legges det opp til å etablere en prosedyre der Finansdepartementet kan avskjære Norges Bank fra å investere i statsobligasjoner utstedt av bestemte land. Dette vil gi en klar ansvarsdeling mellom departementet og Norges Bank. Norges Bank vil vurdere de økonomiske sidene ved investeringene, mens departementets liste etablerer en prosess som sikrer utelukkelse av statsobligasjoner fra enkeltland dersom det er et bredt politisk ønske om det. For å unngå at det skapes usikkerhet om formålet med investeringene i fondet, legges det vekt på at slike vedtak må reflektere bred politisk enighet i tråd med prinsippet om «overlappende konsensus» fra Graver-utvalget. Vedtak om å ikke investere i enkelte lands statsobligasjoner bør derfor i første rekke gjelde land der det er vedtatt FN-sanksjoner, eller land som er omfattet av andre særlige internasjonale tiltak som Norge har sluttet opp om. Med bakgrunn i EUs og andre lands tiltak mot Burma legger Regjeringen opp til at å endre retningslinjene slik at Norges Bank eksplisitt avskjæres fra å investere pensjonsfondets kapital i obligasjoner utstedt av staten Burma. Det vil formelt skje i forbindelse med at forskriften endres, jf. omtalen over.

3.5 Eiendom og infrastruktur i Statens pensjonsfond – Utland

3.5.1 Innledning

I Nasjonalbudsjettet 2007 ble det pekt på at den største aktivaklassen som i dag ligger utenfor referanseporteføljen i Statens pensjonsfond – Utland er fast eiendom, og at departementet i tiden framover vil vurdere å inkludere denne aktivaklassen i referanseporteføljen. De fleste store institusjonelle investorer har investert deler av porteføljen i eiendomsmarkedet. En rapport laget for departementet av CEM Benchmarking viser at verdens største pensjonsfond har en gjennomsnittlig investering i fast eiendom på 6 pst.⁴ Inves-

teringene gir en avkastning som avhenger av prisutvikling i og leieinntekter fra kontorbygg, kjøpesentre, industribygninger og til en viss grad også andre eiendomstyper. Lav grad av samvariasjon mellom avkastningen i eiendom og avkastningen i aksjer og obligasjoner, høy direkteavkastning i form av leieinntekter og et ønske om å sikre porteføljen mot inflasjon trekkes ofte fram som bakgrunn for andre fonds investeringer i fast eiendom.

Selv om Pensjonsfondet – Utland i dag ikke har en separat allokering til eiendom, er fondet eksponert mot eiendomsmarkedet gjennom investeringene i børsnoterte eiendomsaksjer, som inngår i fondets referanseportefølje. I underkant av 2 pst. av markedsverdien på fondets referanseportefølje for aksjer består av eiendomsaksjer. I tillegg vil mange av selskapene i fondets aksjeportefølje eie egne produksjons – og kontorlokaler. Betydningen av dette for aksjeporteføljens risiko-profil er vanskelig å fastslå.

Størrelsen på markedet for børsnoterte eiendomsaksjer er økende, ikke minst siden stadig flere land åpner for skattetransparente investeringsselskaper i eiendomsmarkedet, såkalte REIT⁵, rettet mot institusjonelle og private investorer. Det unoterte markedet er imidlertid mye større enn det noterte og vil trolig fortsette å være det i lang tid framover. En betydelig andel av eiendomsporteføljene i andre store fond består derfor av unoterte investeringer.⁶ Slike investeringer er ofte illikvide. Det er f.eks. ikke uvanlig at investeringer i unoterte eiendomsfond i praksis innebærer at man binder kapitalen i over ti år. Man kan selge sin andel i fondet i annenhåndsmarkedet, men vil da måtte regne med å selge andelen til en ikke ubetydelig rabatt i forhold til reell verdi. Det er vanlig å legge til grunn at investorer får kompensasjon, i form av høyere forventet avkastning, ved å investere i vanskeligere omsettelige aktiva. Denne meravkastningen kalles gjerne en illikviditetspremie. Statens pensjonsfond har en langsiktig vurderingshorisont, og sannsynligheten for å måtte selge beholdningene på kort varsel er liten. Fondet er i utgangspunktet godt posisjonert til å høste slike illikviditetspremier.

⁴ Analyseselskapet CEM Benchmarking Inc. sammenlikner bl.a. kostnadene i Statens pensjonsfond – Utland med andre fond. De har valgt en sammenligningsgruppe av store pensjonsfond, som i gjennomsnitt hadde en eiendomsandel på 6 pst. inkl. REITS ved utgangen av 2005.

⁵ Real Estate Investment Trusts. Disse selskapene vil betale ut utbytte til sine andelseiere som er skattefritt på selskapets hånd, men må samtidig forplikte seg til at en dominerende andel av samlede investeringer skal være i eiendom, og at en dominerende andel av netto leieinntekter til selskapet skal deles ut som utbytte til andelseierne.

⁶ Investeringene gjøres gjennom ulike selskapskonstruksjoner, eiendomsfond, diskresjonære forvaltningsmandater, "joint ventures" eller andre former for strategisk samarbeid og sameierskap med lokale aktører i de enkelte markedene.

Investeringer i infrastrukturprosjekter, som elektrisitet og vannforsyning, bompengefinansierte veier, flyplasser og telekommunikasjon, har tradisjonelt utgjort et begrenset marked. Økende deltakelse og finansiering fra privat sektor de senere år har imidlertid gjort slike investeringer interessante for langsiktige finansielle investorer. Selv om markedet er i vekst og forventes å vokse mye i årene framover, er det fortsatt lite sammenlignet med eiendomsmarkedet. Det er likevel naturlig å vurdere slike investeringer samtidig som en utreder investeringer i eiendom ettersom avkastning og risiko ved infrastrukturinvesteringer ligner tradisjonell fast eiendom.

3.5.2 Norges Banks tilråding

I brev til Finansdepartementet av 20. oktober 2006 har Norges Bank bl.a. anbefalt at Statens pensjonsfond – Utland investeres i fast eiendom og infrastruktur.

Etter Norges Banks syn er et særlig to argumenter som taler for å inkludere eiendom og infrastruktur i fondets referanseportefølje. For det første er pensjonsfondet godt posisjonert til å høste illikviditetspremier. For det andre vil investeringer i eiendom og infrastruktur innebære at risikoen i fondet spres på flere aktivaklasser. På den måten vil slike investeringer kunne redusere risikoen i fondet uten å redusere forventet avkastning.

Det er vanlig å anta at investeringer i fast eiendom gir en gjennomsnittlig avkastning og en risiko som over lang tid ligger mellom aksjer og obligasjoner. Årsaken til at slike investeringer likevel kan redusere fondets samlede risiko uten å redusere forventet avkastning ligger i at avkastningen på eiendom påvirkes av særskilte faktorer for dette markedet, eller at faktorer som påvirker avkastningen i andre aktivaklasser slår annerledes ut i eiendomsmarkedet. Dette gjør at avkastningen av investeringer i eiendomsmarkedene og i de øvrige kapitalmarkedene ikke vil samvariere fullt ut.

En annen viktig årsak til at fond som oftest har investeringer i eiendom, er at slike investeringer forventes å gi en stabil realavkastning over tid, dvs. gi en god beskyttelse mot overraskende endringer i inflasjon. For fond som har eksplisitte forpliktelser som øker i takt med inflasjonen, vil kombinasjonen av inflasjonssikring og høyere avkastning enn inflasjonssikrede obligasjoner være verdifull. For Statens pensjonsfond er dette ifølge Norges Bank ikke like viktig. Graden av

inflasjonssikring vil dessuten variere mellom markeder og prosjekter, og særegne tilbuds- og etterspørselsforhold i eiendomsmarkedene vil også kunne begrense en slik effekt. Norges Bank mener derfor at hensynet til inflasjonssikring ikke bør tillegges stor vekt ved vurderingen av en separat allokering til eiendom.

Forvaltningskostnadene vil være vesentlig høyere ved investeringer i eiendomsmarkedet enn ved forvaltning i noterte markeder. CEMs kostnadsrapport for 2005 viser at fondene som inngår i gruppen av sammenlignbare fond i gjennomsnitt hadde en årlig forvaltningskostnad for unotert, eksternt forvaltet eiendom på i underkant av ett prosentpoeng.

Norges Bank skriver at det i overskuelig framtid neppe vil være praktisk mulig å oppnå en høyere eksponering mot eiendom og infrastruktur enn det som svarer til om lag 10 pst. av totalporteføljen. Bankens modellberegninger bekrefter at en slik allokering vil kunne gi en bedre spredning av fondets risiko. Dersom investeringen motsvares av tilsvarende lavere investeringer i obligasjoner, vil samlet risiko i Statens pensjonsfond – Utland være om lag uendret mens den forventede avkastningen på porteføljen øker. Norges Bank skriver videre:

«Norges Bank vil anbefale at det på bakgrunn av den sannsynlige likviditetspremier og de sannsynlige diversifikasjonsgevinstene ved investeringer i fast eiendom og infrastruktur settes et langsiktig strategisk mål om at Statens pensjonsfond – Utland skal ha en andel på inntil 10 prosent investert i denne aktivaklassen. Oppbyggingen av en portefølje må forutsettes å skje gradvis over en periode på flere år.»

Avslutningsvis påpekes det i brevet at det er nødvendig å definere et investeringsmandat som spesifiserer avkastningskrav, risikorammer og rapporteringskrav før en kan starte med investeringer i eiendom og infrastruktur.

3.5.3 Departementets vurdering

Siktemålet med investeringene i Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig avkastning gitt en moderat risiko, jf. over. Muligheten for å spre risikoen knyttet til investeringene ytterligere ved å inkludere investeringer i eiendom og infrastruktur og muligheten for å høste en gevinst over tid ved å investere i mindre omsettelige investeringer bør derfor utredes nærmere.

Departementet har bedt Strategirådet vurdere om avkastnings- og risikoegenskapene knyttet til investeringer i fast eiendom tilsier at slike investeringer bør inngå i referanseporteføljen for fondet. Strategirådet har engasjert ekstern ekspertise innen eiendomsforvaltning for å utarbeide en rapport om investeringer i eiendom. Denne rapporten vil sammen med Norges Banks analyse gi viktige innspill til Strategirådets vurdering.

Før en kan ta stilling til om eiendom og infrastruktur bør inkluderes i fondet er det i tillegg til de investeringsfaglige vurderingene også nødvendig å belyse de styringsmessige utfordringene bedre. Uavhengig av hvordan forvaltningen organiseres, vil ikke den måten aksje- og obligasjonsporteføljen i Statens pensjonsfond – Utland forvaltes på i dag, med en referanseportefølje og en øvre grense for relativ volatilitet, være direkte overførbar til en portefølje av eiendoms- og infrastrukturinvesteringer. Pensjonsfondets rente- og aksjeindekser oppdateres på daglig basis. De indekser som er tilgjengelige i eiendomsmarkedet oppdateres månedlig, kvartalsvis eller årlig. Verdiene vil i hovedsak være basert på takseringer og i mindre grad på gjennomførte transaksjoner. Indeksverdiene vil derfor være usikre og vanskelige å benytte som sammenlikningsgrunnlag for oppnådde resultater i denne delen av porteføljen. Indeksene vil heller ikke være gode styrings-

verktøy for faktiske investeringer, bl.a. fordi de i mange land bare gjenspeiler utviklingen i en begrenset andel av eiendomsmarkedet.

Internasjonale investeringer i eiendom vil innebære at forvalter får videre fullmakter enn det som er tilfellet for Norges Banks forvaltning av dagens aksje- og obligasjonsinvesteringer. Et slikt oppdrag gjør at departementet i mindre grad vil styre innholdet i eiendomsporteføljen, men isteden må legge mer vekt på rapporteringskrav kombinert med evalueringer av forvaltningen i samarbeid med ekstern ekspertise.

Ettersom en stor andel av avkastningen består av direkteavkastning fra leieinntekter, er vurderinger av skattemessige forhold en viktig del av eiendomsforvaltningen i andre fond, og kan ha betydning for sammensetningen av porteføljen. Departementet vil derfor måtte vurdere skattemessige forhold ved eiendomsinvesteringer i Statens pensjonsfond – Utland nærmere.

For å sikre at alle sider av denne saken er belyst vil departementet igangsette flere utredninger knyttet både til forventet avkastning og risiko, organiseringen av forvaltningen og forvaltningsmodell. Departementet vil på bakgrunn av dette arbeidet komme tilbake med en vurdering av om eiendom og infrastruktur bør inngå i fondets investeringer.

4 Etikk og eierskapsutøvelse

4.1 Ethiske hensyn i forvaltningen av Statens pensjonsfond

4.1.1 Integreringen av etiske hensyn i forvaltningen av Statens pensjonsfond

Statens pensjonsfond eies av det norske folk og kommende generasjoner av nordmenn. Det er et etisk ansvar for en investor å sørge for at fondets eiere får god avkastning over tid. God avkastning for fondet over tid er et viktig bidrag til å sikre velferdsstaten. I tillegg bør investorer også ta et medansvar for hvordan selskapene de er investert i opptrer, hva de produserer og hvordan de behandler omgivelsene sine. Regjeringen legger vekt på å integrere denne typen ansvar i forvaltningen av Statens pensjonsfond fordi det fremmer verdier som er viktige for det norske folk, og fordi det er et viktig bidrag til en bevisstgjøring blant investorer og selskaper i inn- og utland.

Finansdepartementet fastsatte etiske retningslinjer for utenlandsdelen av Statens pensjonsfond 19. november 2004, basert på utredning og forslag fra det regjeringsoppnevnte Graver-utvalget (NOU 2003: 22). Samme år etablerte Folketrygd-fondets styre etiske retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Retningslinjene for de to delene av Statens pensjonsfond kan i stor grad sies å bygge på en felles etisk plattform. Samtidig er virkemidlene for integreringen av etiske hensyn noe forskjellig i lys av at fondene har ulik størrelse, ulik investeringsstrategi og ulike investeringsunivers.

Ansvar for utøvelse av eierrettigheter knyttet til fondets aksjeinvesteringer ligger hos Norges Bank og Folketrygdfondet. Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre pensjonsfondets finansielle interesser. Det vil si at kapitalen skal forvaltes på en slik måte at den over tid gir god avkastning og skaper varige verdier for nålevende og framtidige generasjoner. Departementet legger til grunn at det er en sammenheng mellom en bærekraftig økonomisk utvikling og en bærekraftig sosial og miljømessig utvikling. Dette betyr at Statens pensjonsfond på lang sikt vil være tjent med at selskaper respekterer grunnleggende etiske nor-

mer. Denne grunntanken er nedfelt i FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og flernasjonale selskaper, jf. boks 4.1. Eierskapsutøvelsen for Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge er i hovedsak basert på disse internasjonale prinsippene. I tråd med dette vil Norges Bank og Folketrygdfondet bl.a. søke å påvirke selskaper de er investert i til å respektere grunnleggende etiske normer.

Nærings- og handelsdepartementet la 8. desember 2006 fram St.meld. nr. 13 (2006–2007) «Et aktivt og langsiktig eierskap». Meldingen omhandler selskaper som helt eller delvis eies direkte av departementene og redegjør bl.a. for eiernes ansvar for å bidra til langsiktig vekst og utvikling av selskapene. Det er viktige forskjeller i mulig innflytelse for staten som stor, langsiktig eier av norske selskaper og staten som finansiell investor gjennom Statens pensjonsfond, som i hovedsak er investert i utlandet. Samtidig har en til felles at staten både som eier og investor må vektlegge god eierstyring og selskapsledelse, så vel som miljømessige og sosiale hensyn. Dette er nødvendig for at selskapene skal drives godt og at det skapes varige verdier for eierne.

4.1.2 Virkemidler for å integrere etiske hensyn

Statens pensjonsfond – Utland er i sin helhet plassert i verdipapirer i utlandet. Fondets investeringsstrategi er nedfelt i en referanseportefølje satt sammen av brede aksje- og obligasjonsindekser. Fondet hadde ved utgangen av 2006 aksjeinvesteringer i om lag 3 400 selskaper. Norges Banks gjennomsnittlige eierandel i selskapene er om lag 0,4 pst.

Virkemidlene i integreringen av etiske hensyn er tilpasset fondets investeringsstrategi, herunder at midlene er bredt plassert i mange selskaper med lave eierandeler i hvert selskap. De etiske retningslinjene for fondet angir eierskapsutøvelse og utelukkelse av selskaper ved filtrering og ad hoc uttrekk som virkemidler for å fremme fondets etiske forpliktelser, se nærmere omtale under punkt 4.2.

Boks 4.1 Utøvelse av eierskap

Prinsippene for utøvelse av eierrettigheter i Statens pensjonsfond er basert på FNs Global Compact, OECDs prinsipper for eierstyring (Corporate Governance Guidelines) og OECDs prinsipper for flernasjonale selskaper (Guidelines for Multinational Enterprises). Med utgangspunkt i disse prinsippene har Norges Bank og Folketrygdfondet utarbeidet egne retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter i henholdsvis Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Banken og Folketrygdfondet omtaler retningslinjene i sine respektive årsrapporter.

FNs Global Compact

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

2 900 selskaper og organisasjoner i over 100 land har sluttet seg til Global Compact. Medlemmene er oppfordret til å rapportere årlig om hvordan de oppfyller prinsippene.

OECD Principles of Corporate Governance

Dette er svært omfattende prinsipper som i hovedsak omhandler grunnlaget for effektiv eierstyring og selskapsledelse (corporate governance), aksjonærenes rettigheter og nøkkel-funksjoner i eierskap, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer, åpenhet og innsyn, og styrets ansvar og forpliktelser.

OECD Guidelines for Multinational Enterprises

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

Statens pensjonsfond – Norge er i hovedsak investert innenlands. Referanseindeksen for Statens pensjonsfond – Norges aksjeinvesteringer består av Oslo Børs hovedindeks og den nordiske aksjeindeksen VINXB¹. Fondet hadde ved utgangen av året eierandeler i totalt 41 selskaper notert på Oslo Børs og 32 selskaper i Danmark, Finland og Sverige. Folketrygdfondets gjennomsnittlige eierandel i norske selskaper er om lag 5 pst. I fjor var gjennomsnittlig eierandel i øvrige nordiske selskaper rundt 0,3 pst. Fra og med 2007 er gjennomsnittlig eierandel i Norden vesentlig lavere

ettersom investeringene framover vil spres på flere selskaper.

I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge legger Folketrygdfondet vekt på positiv utvelgelse av de selskapene midlene skal investeres i, og deretter utøvelse av eierrettigheter i de samme selskapene. Dette må ses i sammenheng med at investeringsuniverset er oversiktlig og består av et relativt begrenset antall selskaper.

Eierskapsutøvelse

Grunnprinsippene for utøvelse av eierskap er de samme for Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge, jf. boks 4.1. Norges Bank og Folketrygdfondet har nedfelt egne prinsipper for utøvelsen av eierrettigheter basert på

¹ I 2006 ble FTSE NOREX 30 benyttet som referanseportefølje for de nordiske aksjeplasseringene til Statens pensjonsfond – Norge. Fra januar 2007 er dette endret til den bredere aksjeindeksen VINXB, som består av om lag 150 selskaper.

disse grunnprinsippene. Eierskapsarbeidet i Norges Bank og Folketrygdfondet er nærmere omtalt under punkt 4.2.

Utelukkelse av selskaper

Etter de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland skal selskaper utelukkes fra fondets investeringsunivers dersom de har en produksjon eller en virksomhet som innebærer en uakseptabelt høy risiko for at fondet medvirker til grovt uetisk aktivitet. Finansdepartementet har utelukket 21 selskaper fra Statens pensjonsfond – Utland etter kriteriene i de etiske retningslinjene, på bakgrunn av tilrådinger fra Etikkrådet for fondet. Se nærmere omtale av mekanismen for utelukkelse av selskaper i boks 4.4.

Folketrygdfondet kan også utelukke selskaper som ledd i sin forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge, men har ikke gjort det per i dag.

4.2 Arbeidet med etiske retningslinjer

4.2.1 Innledning

Figur 4.1 viser ansvarsdelingen mellom Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet i arbeidet med de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland. Etikkrådet har ikke en formell rolle overfor Folketrygdfondet. Finansdepartementet legger likevel til grunn at et nordisk selskap som eies av både Statens pensjonsfond – Norge og Statens pensjonsfond – Utland vil bli tatt ut av begge fondenes investeringsunivers dersom departementet fatter en beslutning om å utelukke selskapet.

4.2.2 Arbeidet i Norges Bank med utøvelse av eierrettigheter

De etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland angir at eierskapsutøvelsen i hovedsak skal baseres på FNs Global Compact og OECDs prinsipper for eierstyring og flernasjonale selskaper, jf. boks 4.1. Dette utgjør grunnprinsippene for utøvelsen av eierrettighetene for fondet. Norges Bank har vedtatt interne retningslinjer for eierskapsutøvelsen i tråd med disse grunnprinsippene. Det stilles en rekke krav til selskapene knyttet til deres formål, strategi og åpenhet. Videre stilles det krav til selskapenes styringsform og struktur, samt til langsiktig bærekraft ved at selskapene må ta hensyn til virkningen av egne aktiviteter på miljøet og samfunnet for øvrig. Prinsip-

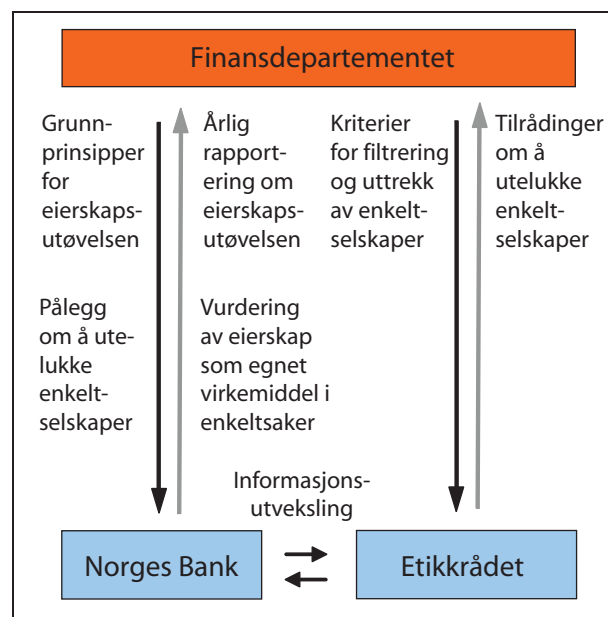
pene inkluderer også en omtale av virkemidler i eierskapsutøvelsen, samt Norges Banks rapportering om sin eierskapsutøvelse.

Norges Bank har lagt ned betydelige ressurser for å etablere en solid og målrettet eierskapsaktivitet. I en første fase har man lagt særlig vekt på å bygge kompetanse, lederkapasitet og internasjonalt nettverk. Målsettingen for den kommende fireårsperioden er å bli anerkjent som en av verdens mest framtrepende og seriøse utøvere av eierskap. Dette er i tråd med Regjeringens mål om at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond, også på eierskapsutøvelse og etikk. For å lykkes i dette har Norges Bank sett det nødvendig å prioritere noen utvalgte satsingsområder.

Norges Bank har søkt å identifisere satsingsområder der etikk går hånd i hånd med langsiktig finansiell avkastning. Man har derfor lagt vekt på at temaene skal være relevante for investorer generelt og fondets portefølje spesielt; at temaene skal være egnet for dialog med selskaper og/eller regulerende myndigheter og gi mulighet for reelt gjennomslag; og at temaene skal kunne forsvares finansielt.

Satsingsområder for perioden 2007-2010

Norges Banks sentrale satsingsområder i utøvelsen av eierrettigheter er:



Figur 4.1 Ansvarsdelingen mellom Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet i arbeidet med de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland.

Kilde: Finansdepartementet

- god selskapsstyring med hovedvekt på retten til å nominere og velge styremedlemmer, retten til å bruke sin stemmerett, retten til å handle med sine aksjer og retten til åpen og rettidig informasjon,
- barns rettigheter og helse, herunder kampen mot barnarbeid, med hovedvekt på verdikjeden til multinasjonale selskaper,
- selskapers myndighetskontakt («lobbying») relatert til langsiktige miljøproblemer, herunder klimaforandringer.

God selskapsstyring er en bærebjelke for all eierskapsaktivitet. I tilknytning til dette arbeidet vil Norges Bank ha særlig fokus på (1) Retten til å stemme ved selskapenes generalforsamlinger, og sikring av forutsigbare stemmerettsregler i alle markeder slik at også minoritetsaksjonærers rettigheter beskyttes; (2) Retten til å nominere og velge styremedlemmer, og slik holde styret ansvarlig; (3) Retten til å handle fritt med aksjene og til å ha medbestemmelse på alle eventuelle anti-oppkjøpsmekanismer; (4) Retten til å motta åpen og rettidig rapportering fra selskapene. Norges Bank ser det som viktig å sikre at eierrettighetene kan brukes effektivt. Det vil være en forutsetning for å trygge fondets finansielle interesser, men også for å kunne nå fram på ønskede områder som miljø og menneskerettigheter.

Norges Bank anser at kampen for å sikre barns rettigheter og helse har finansiell betydning for en investor med langsiktig horisont, fordi utnytting av barn og ødeleggelse av muligheter for utdanning og skolegang ikke er bærekraftig på sikt. Videre vil en slik atferd hos et selskap kunne skade selskapets omdømme og hele markeders legitimitet. Norges Banks hovedmål med dette satsingsområdet er å forbedre situasjonen for barn ansatt i, eller direkte berørt av, verdikjeden til selskaper i fondets portefølje. Banken vil søke å påvirke selskapene til å følge kravene i FNs Global Compact, ILOs konvensjon om barnarbeid og andre relevante internasjonale standarder. Man skal også, der det er realistisk, søke å påvirke selskapene til å gå utover slike minstandarder for på den måten å sikre barns rettigheter innenfor selskapenes aktivitets- og innflytelsesfære.

Norges Bank vil framover ha fokus på miljømessige faktorer som vil kunne påvirke markedenes langsiktige bærekraft. Risikoen for klimaforandringer er et eksempel på en slik miljømessig faktor. Politiske initiativer og markedsregulerin-

ger vil være avgjørende i kampen mot alvorlige klimaforandringer. Banken anser at investorer kan supplere dette arbeidet gjennom sin innflytelse. Norges Bank kommer i denne sammenheng til å arbeide med enkeltselskaper og bransjeorganisasjoner for å skape økt åpenhet rundt selskapenes lobbyvirksomhet på miljøområdet. Banken ønsker videre å løfte fram ansvarlig og transparent lobbying som et felt der investorer kan bidra til ansvarlige miljøtiltak. Samme innfallsvinkel vil også kunne ha betydning for andre miljøtemaer, herunder reduksjon i biodiversitet med langsiktig betydning for hele økosystemer, usikker håndtering av atomavfall og langsiktig ødeleggelse av drikkevannskilder.

Departementet ser positivt på Norges Banks vektlegging i eierskapsarbeidet, og anser at barns rettigheter og beskyttelse av miljøet er blant viktige, grunnleggende etiske normer som eierskapsutøvelsen bør bidra til å sikre.

Virkemidler for utøvelsen av eierrettigheter

Norges Bank benytter ulike virkemidler for å utøve aktivt eierskap. Stemmeretten er sentral i så måte. Banken bruker stemmeretten i de fleste selskapene i aksjeporteføljen i Statens pensjonsfond – Utland for å fremme sentrale temaer innen selskapsstyring, menneskerettigheter og miljø. Norges Bank tar jevnlig kontakt med selskaper før og etter generalforsamlingene for å sikre seg at selskapene har forstått bankens syn, og for å påvirke selskapet. Stemmegivning er et viktig fundament for ulike deler av Norges Banks eierskapsutøvelse, fordi selskapskontakten utenom generalforsamlingene blir mer troverdig dersom den bygger på gjennomtenkt stemmegivning.

I 2006 stemte banken i 26 826 saker fordelt på 2 928 generalforsamlinger. I samsvar med prinsippene for eierskapsutøvelsen har Norges Bank støttet saker som fremmer at:

- selskapet har en klart definert forretningsstrategi som er forankret i styret,
- selskapet legger fram tilstrekkelig informasjon om sin økonomiske og finansielle stilling og andre relevante forhold,
- det er etablert interne styrings- og kontrollsystemer som er tilpasset virksomheten og at selskapets styre ivaretar interessene til samtlige aksjonærer,
- styret består av et tilstrekkelig antall styremedlemmer med relevante og tilstrekkelige kvalifikasjoner, hvor mer enn flertallet er uavhengige,

Boks 4.2 Aksjonærforslag Norges Bank har gitt støtte til

Norges Bank stemte på rundt 700 aksjonærforslag i 2006, og ga støtte til forslagene i over halvparten av tilfellene. Aksjonærforslag som kommer helt fram til generalforsamlingen har som oftest ikke ledelsens støtte. Forslagene handler i hovedsak om ivaretagelse av aksjonærrettigheter, styrets arbeid og struktur og ledelseskompensasjon, og forslag av sosial og miljømessig art. Banken har bl.a. støttet saker som fremmer:

- lik stemmerett for alle aksjer,
- at opsjoner må kostnadsføres,
- at tildeling av opsjoner og annen avlønning i form av egenkapitalinstrumenter skal være resultatavhengige,
- at det må være majoritet av uavhengige styremedlemmer,
- at avlønning til toppledelsen skal offentliggjøres i årsrapporten,
- at selskap utarbeider etiske retningslinjer knyttet til menneskerettigheter og rapporter om etterlevelsen av disse, særlig for virksomhet i land der menneskerettigheter tradisjonelt ikke er respektert,
- at det rapporteres om selskapers retningslinjer for like rettigheter for arbeidstakerne og hvilke tiltak selskapet har iverksatt for å sikre likebehandling,
- at selskap innen petroleumssektoren rapporterer om virksomhetens følger for økosystemet i konkrete geografiske områder,
- at selskap innen petroleumssektoren rapporterer om hvordan de vil forberede seg på og tilpasse seg ev. endringer i reguleringer knyttet til klimaendringer, og hvilken effekt dette vil kunne ha på deres konkurransesituasjon,
- at selskap offentliggjør eller innfører retningslinjer basert på internasjonalt anerkjente standarder for arbeidsforhold ved utenlandske underleverandører, og at det blir gjennomført kontroller og rapportering av forholdene.

- styret skal kunne stilles til ansvar for sine beslutninger.

Aksjonærforslag utgjorde nærmere 3 pst. av sakene Norges Bank stemte over i 2006. Boks 4.2

omhandler saker hvor Norges Bank har gitt støtte til aksjonærforslag.

Norges Bank kontakter også selskaper direkte utenom generalforsamlingene, knyttet til de sentrale satsingsområdene. Banken har tatt og tar kontakt med styrene i enkeltelskaper, eksempelvis for å diskutere temaer som arbeidsforhold hos underleverandører og utfordringene ved å ha virksomhet i områder der det er risiko for at menneskerettigheter ikke blir overholdt.

Norges Bank deltar i formelle og uformelle nettverk med andre investorer for å sikre større gjennomslag for sine interesser, og for å spre forståelse for Norges Banks interesser blant medinvestorer. Etter invitasjon fra daværende generalsekretær i FN, Kofi Annan, deltok Norges Bank i 2005 i en prosess hvor en gruppe av institusjonelle investorer sammen utformet prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet – «The Principles for Responsible Investment». Prosessen har munnet ut i seks prinsipper som bygger på at miljø og sosiale faktorer, samt selskapenes styringssystem, kan influere på porteføljens avkastning. Prinsippene ble lansert 27. april 2006 og har fått bred oppslutning blant investorer globalt. Det er ofte nødvendig å samarbeide med andre aksjonærer for å få gehør hos et selskap. Norges Bank inngår derfor samarbeid fra sak til sak med andre investorer. Behovet for investorsamarbeid vil til en viss grad styre hvilke saker banken har mulighet til å prioritere.

Som et ledd i eierskapsutøvelsen tar Norges Bank også kontakt med regulerende myndigheter. Banken har gitt innspill til høringer bl.a. til US Securities and Exchange Commission (SEC), vedrørende informasjon om lederlønninger i årsrapporteringen for amerikanske selskaper. I samarbeid med tre andre investorer har Norges Bank gjennom brev og møter henstilt SEC om å legge til rette for at aksjonærer får reell og effektiv innflytelse over valg av styremedlemmer i amerikanske selskaper.

Banken deltar for øvrig i den offentlige og akademiske debatten om eierskapsutøvelse, med hovedvekt på god selskapsstyring og sentrale sosiale og miljømessige standarder.

4.2.3 Folketrygdfondets arbeid med utøvelsen av eierrettigheter

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt retningslinjer for utøvelsen av eierrettigheter i Statens pensjonsfond – Norge. Retningslinjene bygger på Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, samt FNs Global Compact og OECDs prin-

sipper for eierstyring og flernasjonale selskaper, jf. boks 4.1.²

Det overordnede målet med eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser. For å sikre at porteføljen i størst mulig grad bidrar til å fremme en langsiktig verdiskaping, har Folketrygdfondet definert etiske prinsipper for investeringsvirksomheten som en integrert del av retningslinjene for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse.

Sentrale temaer i eierskapsutøvelsen

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

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

I oppfølgingen av de etiske prinsippene skal det særlig vurderes om selskapet selv, eller gjennom enheter det kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper. Det skal videre vurderes om selskapet baserer sin virksomhet på handlinger eller unnlatelser som innebærer krenkelse av menneskerettigheter, barnarbeid, miljøskade, korrupsjon og brudd på grunnleggende etiske normer. I disse vurderingene ser man bl.a. hen til hvilke produkter som framstilles, hvilke produksjonsmetoder som benyttes, hvor produksjonen foregår, selskapets kundeforbindelser, selskapets bedriftskultur/ledelseskultur, selskapets eierstruktur og selskapets eierinteresser.

De vurderingene som gjøres baseres på offentlig tilgjengelig informasjon og informasjon gitt av selskapet selv. Gjennom sin eierskapsutøvelse tar Folketrygdfondet sikte på å øke selskapenes bevissthet omkring disse temaene.

For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det som viktig å følge opp selskapenes lederlønnspolitik. Dette innebærer bl.a. en vurdering av hvorvidt lederlønnsordningene er utformet slik at de faktisk bidrar til en mer effektiv og resultatorientert ledelse. Incentivbaserte lønnsordninger skal ta utgangspunkt i oppnådde resultater utover det som normalt må forventes, og ikke være basert på utviklingen i aksjekursen alene. I boks 4.3 omtales lederlønnsprinsipper for virksomheter Folketrygdfondet har investert i gjennom forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge.

Virkemidler i utøvelsen av eierrettigheter

Folketrygdfondet kan være representert i selskapers representantskap, bedriftsforsamlinger og valgkomiteer, men skal ikke være representert i selskapenes styre. Folketrygdfondet søker å benytte stemmeretten på selskapenes generalforsamlinger. I de tilfeller Folketrygdfondet ikke selv kan delta på generalforsamlinger, kan det gis fullmakt til representanter for selskapet eller andre om å avgi stemme.

Dersom det skulle oppstå situasjoner som gir grunnlag for å stille spørsmål ved selskaper Folketrygdfondet er investert i, skal problemstillingen tas opp med selskapet. Dersom det er hensiktsmessig, vil Folketrygdfondet også samarbeide med andre investorer for å ivareta sine interesser og sikre gjennomslag for sitt syn slik at selskapet påvirkes til å rette opp uakseptable forhold. Folketrygdfondet kan ev. selge seg ut av virksomheten dersom nødvendige endringer ikke gjennomføres.³

Selskapene i Folketrygdfondets portefølje vil bli vurdert opp mot de etablerte prinsippene minst én gang pr. år, og nye selskaper vil bli gjenstand for tilsvarende vurderingsprosess før en ev. investering foretas. Folketrygdfondet vil ellers foreta løpende vurderinger av enkeltelskaper på bakgrunn av aktuelle problemstillinger som fanges opp.

Folketrygdfondet vil årlig rapportere om sin utøvelse av eierrettigheter. Rapporten vil redegjøre for hvilke aktiviteter Folketrygdfondet har utført for å ivareta sine eierinteresser og vil bl.a. omfatte:

- særskilte saker behandlet i generalforsamlinger,

² Formålet med Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse er at børsnoterte selskaper skal ha eierstyring og selskapsledelse som klargjør rolledelingen mellom aksjeeiere, styre og daglig ledelse.

³ Folketrygdfondet har vedtatt at de etiske prinsippene skal gjelde både for fondets aksjeplasseringer og for fondets renteplasseringer, selv om sistnevnte ikke gir eierrettigheter.

**Boks 4.3 Lederlønsprinsipper
for virksomheter Folketrygdfondet
har investert i gjennom forvaltningen
av Statens pensjonsfond – Norge**

Folketrygdfondets grunnleggende prinsipper for vurdering av kompensasjonsmodeller for ledende ansatte:

1. Retningslinjer for godtgjørelse til ledende ansatte skal framgå av årsrapporten. Det samme gjelder alle elementer av godtgjørelse til daglig leder og de enkelte ledende ansatte.
2. Insentivbaserte lønnsordninger skal ta utgangspunkt i oppnådde resultater utover det som normalt må forventes, og ikke være basert på utviklingen i aksjekursen alene.
3. Det skal fastsettes en maksimal ramme for årlig avlønning av ledelsen som ikke oppfattes som urimelig sett i forhold til de oppnådde resultater. Det samme gjelder pensjoner, andre tilleggssytelser og sluttvederlag.
4. Insentivordningene skal utformes slik at de i størst mulig grad motiverer ledelsen til langsiktig verdiskaping og oppbygging av robuste organisasjoner med et godt arbeidsmiljø.
5. Det bør legges til rette for at en andel av utbetalt resultatbonus kan plasseres i selskapets aksjer for å sikre langsiktighet og riktige strategivalg.
6. Forslag om opsjonsrammer skal omfatte tildelingskriterier, virkelig verdi av opsjonsordningene, regnskapsmessige konsekvenser for selskapet og potensielle utvanningseffekter.
7. Ved bruk av opsjonsordninger skal innløsningskurs justeres årlig. Ved aksjebaserte ordninger og opsjoner skal en vesentlig andel av aksjene beholdes i minimum tre år.
8. Styrets medlemmer skal ikke omfattes av insentivordninger.

- aktuelle saker Folketrygdfondet har tatt opp med selskaper,
- antall og form av verv ansatte i Folketrygdfondet innehar.

4.2.4 Etikkrådets arbeid med anbefalinger om å utelukke selskaper fra Statens pensjonsfond – Utland

Etter de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland kan selskaper utelukkes fra fondet ved:

- negativ filtrering for å fange opp selskaper som produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper,
- ad hoc uttrekk av enkeltelskaper hvis en investering utgjør en uakseptabel risiko for medvirkning til handlinger eller unnlatelser som anses som grovt uetiske.

Etikkrådet for Statens pensjonsfond – Utland gir tilråding om filtrering og uttrekk, mens det er Finansdepartementet som beslutter om et selskap skal utelukkes. Finansdepartementet baserer sin beslutning på rådets vurdering, men tar også hensyn til Norges Banks vurdering av om banken gjennom eierskapsutøvelse kan redusere risikoen for medvirkning til grovt uetiske forhold.

Etikkrådet tar opp saker på eget initiativ eller etter anmodning fra Finansdepartementet. Når Finansdepartementet ber om en vurdering av en sak, vil rådet alltid avgi en tilråding for eller imot å utelukke det aktuelle selskapet. Saker som rådet selv tar opp til vurdering, vil som hovedregel bare bli avsluttende behandlet hvis det er grunnlag for å anbefale at selskapet utelukkes fra fondet.

Etikkrådet har et eget sekretariat som ved årsskiftet besto av fem personer. Sekretariatet utreder og forbereder saker for rådet.

Filtrering

I Revidert nasjonalbudsjett 2004 er det en liste over hvilke typer våpen fondet ikke skal medvirke til produksjon av. Dette omfatter våpen som er forbudt i henhold til folkeretten, samt klasevåpen og kjernevåpen. Etikkrådet har gitt det britiske konsulentselskapet Ethical Investment Research Services Ltd (EIRiS) i oppgave fortløpende å overvåke om selskaper i porteføljen produserer slike våpen. I tillegg gjennomfører rådet egne søk i åpne kilder og i databaser i Jane's Information Group, som er en av verdens største informasjonskilder om forsvarsmateriell. Når rådet finner det sannsynlig at et selskap produserer våpen som gir grunnlag for filtrering, blir selskapet kontaktet og bedt om å kommentere rådets vurdering. Hvis selskapet bekrefter rådets

opplysninger, avgir rådet en tilråding om at selskapet utelukkes. Selskaper som ikke besvarer henvendelsen, blir anbefalt for utelukkelse hvis rådets dokumentasjon viser at selskapet med stor sannsynlighet produserer våpen som er i strid med filtreringskriteriet.

Denne arbeidsmetoden gir en rimelig sikkerhet for at selskaper som produserer våpen i strid med filtreringskriteriene blir utelukket fra fondet. En kan likevel ikke garantere at alle selskaper til enhver tid fanges opp av rådets overvåking. Filtreringskriteriet og selskaper som er utelukket etter dette kriteriet, er nærmere omtalt i boks 4.4.

Ad hoc uttrekk

Mens filtreringen gjelder selskapers produkter, gjelder uttrekk selskapers produksjonsmetoder og atferd. Det finnes ingen samlet oversikt over selskapers medvirkning til brudd på menneskeretter, miljøskade, korrupsjon eller andre brudd på etiske normer, og selskaper opplyser normalt ikke om dette selv. Rådet gjennomfører derfor egne undersøkelser for å identifisere selskaper hvor det kan foreligge normbrudd.

Rådet har etter en internasjonal anbudskonkurranse i 2005 også gitt EIRiS i oppdrag å overvåke alle selskapene i fondets portefølje for å avdekke mulige normbrudd. EIRiS gjør daglige søk på en rekke internett-kilder og gir rådet et månedlig sammendrag over saker som kan være relevante i forhold til fondets etiske retningslinjer. Rådet blir også gjort oppmerksom på saker gjennom henvendelser fra nasjonale og internasjonale frivillige organisasjoner eller gjennom forskningsrapporter, presseoppslag eller egne internettsøk. Det er likevel neppe mulig til enhver tid å fange opp alle selskaper som medvirker til grove normbrudd verden over.

I utvelgelsen av saker vil Etikkrådet bl.a. legge vekt på hvor grovt normbruddet er, om et selskap beskyldes for flere uetiske forhold, om det er sannsynlig at atferden vil fortsette, samt muligheten for å kunne dokumentere de forholdene som selskapet er anklaget for. Hensikten er å identifisere selskaper der det er en uakseptabel risiko for at brudd på de etiske retningslinjene pågår og vil fortsette å skje i framtiden.

Mange saker blir avsluttet allerede etter foreløpige undersøkelser. Opplysninger som i første runde ikke er nok til at et selskap tas opp til en fullstendig vurdering, kan likevel bli trukket fram igjen hvis en blir kjent med nye forhold senere.

Etikkrådet prioriterer saker der en anbefaling om uttrekk virker mest sannsynlig.

Ofte er det behov for utfyllende informasjon for å belyse saker utover det man finner i offentlig tilgjengelige kilder. I dette arbeidet benytter rådet konsulentselskaper, forskningsmiljøer eller frivillige organisasjoner, ofte i det landet der det aktuelle selskapet er anklaget for normbruddene. Dette kan omfatte feltarbeid, vurderinger av selskapers miljørapportering og annen dokumentasjon. Rådet legger stor vekt på å sikre kvalitet og konfidensialitet i dette arbeidet.

I samsvar med retningslinjene blir et selskap som Etikkrådet vurderer for uttrekk kontaktet og bedt om å kommentere grunnlaget som anbefalingen om uttrekk bygger på. Selskapene kan også bli bedt om å besvare konkrete spørsmål. Etikkrådet legger vekt på å beskrive grunnlaget i detalj og å dokumentere det så grundig som mulig. Framsatte påstander underbygges med konkrete kildehenvisninger, som regel fra flere ulike kilder. I henvendelsen til selskapet informeres det også om de etiske retningslinjene og at vedkommende selskap vurderes for uttrekk på bakgrunn av disse. Selskapene bes om å svare innen en viss tid. Rådets sekretariat har flere ganger hatt møter med selskaper som har ønsket å gi ytterligere informasjon. Uttrekkskriteriet og selskaper som er utelukket etter dette kriteriet, er nærmere omtalt i boks 4.4.

Prosess og tidsbruk

Proessen for å anbefale at et selskap utelukkes er både ressurs- og tidkrevende. I 2006 anslår Etikkrådet at de tok opp rundt 80 selskaper til innledende vurdering. Kun et fåtall av disse vil lede til en tilråding om å utelukke et selskap. Det vil normalt ta mange måneder fra en sak tas opp til vurdering første gang til rådet avleverer en endelig tilråding til Finansdepartementet. Departementet vil foreta en selvstendig vurdering av spørsmålet om utelukkelse, jf. omtale under punkt 4.2.5. Dersom departementet beslutter å utelukke et selskap, vil beslutningen og den tilhørende tilrådingen fra Etikkrådet bli offentliggjort først når fondet har solgt sine verdipapirer selskapet. Vurderingen i departementet samt nedsalgsperioden innebærer at det normalt vil ta flere måneder fra en tilråding er avgitt til det blir offentliggjort at et selskap er utelukket. Dette er nærmere omtalt under punkt 4.2.6.

Boks 4.4 Utelukkelse av selskaper ved filtrering og ad hoc uttrekk

Filtrering

Selskaper skal utelukkes fra investeringsuniverset for Statens pensjonsfond – Utland dersom de i henhold til de etiske retningslinjene for fondet produserer «våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper».

I Revidert nasjonalbudsjett 2004 er det gitt en liste over våpen som per i dag vil inngå i

denne kategorien våpen: kjemiske våpen, biologiske våpen, antipersonellminer, udetekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, klasebomber og kjernevåpen. Fondet skal ikke investere i selskaper som utvikler og produserer sentrale komponenter til denne typen våpen. Finansdepartementet har utelukket 17 selskaper fra fondet etter dette kriteriet.

Tabell 4.1 Selskaper som er utelukket basert på negativ filtrering

Produkt	Dato	Selskap
Antipersonell landminer	26. april 2002	Singapore Technologies Engineering
Klasevåpen	31. august 2005	Alliant Techsystems Inc, General Dynamics corporation, L3 Communications Holdings Inc., Lockheed Martin Corp., Raytheon Co., Thales SA
	30. november 2006	Poongsan Corp.
Kjernevåpen	31. desember 2005	BAE Systems Plc, Boeing Co., EADS Co ¹ , EADS Finance BV, Finmeccanica Sp. A., Honeywell International Corp., Northrop Grumman Corp., Safran SA., United Technologies Corp

¹ Selskapet EADS ble først utelukket 31. august 2005 fordi selskapet var involvert i produksjon av klasevåpen. EADS produserer ikke lenger klasevåpen. Imidlertid er selskapet involvert i produksjon av kjernevåpen, og på dette grunnlaget opprettholdt Finansdepartementet utelukkelsen 10. mai 2006.

Kilde: Finansdepartementet.

Ad hoc uttrekk

Et selskap skal videre utelukkes fra fondet dersom selskapets handlinger eller unnlateringer innebærer en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til:

Grove eller systematiske krenkelsers av menneskerettighetene, som f.eks. drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid og annen utbytting av barn;

alvorlige krenkelsers av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner; alvorlig miljøskade; grov korrupsjon; andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

Tabell 4.2 Selskaper som er utelukket basert på ad hoc uttrekk¹

Aktivitet som innebærer risiko for medvirkning til:	Dato	Selskap
«grove eller systematiske krenkelsers av menneskerettighetene...»	31. mai 2006	Wal-Mart Stores Inc. og Wal-Mart de Mexico SA de CV
«alvorlig miljøskade»	31. mai 2006	Freeport McMoRan Copper & Gold Inc.
	31. mars 2007	DRDGOLD Ltd

¹ Selskapet KerrMcGee ble utelukket fra fondet sommeren 2005 fordi selskapets letevirsomhet i det okkuperte Vest-Sahara ble ansett å utgjøre et særlig grovt brudd på grunnleggende etiske normer. Selskapet avsluttet denne aktiviteten våren 2006, og på bakgrunn av en ny vurdering fra Etikkrådet besluttet Finansdepartementet 30. juni 2006 å ta KerrMcGee (nå fusjonert med Anadarko Petroleum) inn igjen i fondets investeringsunivers.

Kilde: Finansdepartementet.

Etikkrådet vurderer rutinemessig om grunnlaget for å utelukke et selskap fortsatt er til stede og kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale Finansdepartementet at en beslutning om utelukkelse oppheves.

4.2.5 Departementets vurdering

Samspill og måloppnåelse i virkemiddelbruken

Finansdepartementet ser det som viktig at virkemidlene brukes slik at de utfyller hverandre best mulig og slik at intensjonen bak de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond oppfylles.

Intensjonen er todelt. For det første skal fondet oppnå god avkastning over tid. For det andre skal selskapene fondet er investert i respektere grunnleggende etiske normer. De to delmålene henger sammen fordi man antar at god avkastning over tid vil avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Eierskapsutøvelsens hovedmål er å sikre fondets finansielle interesser. For å nå det målet vil det være naturlig at eierskapsutøvelsen anvendes for å søke å påvirke selskaper i fondet til å respektere grunnleggende etiske normer. Utelukkelse av selskaper handler også om respekt for grunnleggende etiske normer, ikke for å påvirke til positive endringer, men for å unngå medvirkning til grovt uetisk aktivitet. Utgangspunktet her er at det er visse aktiviteter man ikke kan medvirke til, uavhengig av konsekvens.

Utøvelsen av eierrettigheter har et bredt nedslagsfelt og skal i prinsippet kunne brukes overfor ethvert selskap i fondets portefølje. Eierskapsutøvelsen er slik sett retningslinjenes sentrale virkemiddel. Utelukkelse av selskaper skal kun skje for å unngå egen medvirkning til grovt uetiske forhold. Det går fram av rapporten fra Graver-utvalget at vurderingen av om fondet løper en uakseptabel risiko for å medvirke til grovt uetiske forhold bl.a. vil avhenge av hvorvidt en bruker sitt eierskap for å få en slutt på de samme forholdene. Dersom fondet utelukker et selskap, vil muligheten for påvirkning gjennom eierskap gå tapt. En mulig konsekvens er at de som rammes av selskaps virksomhet fortsetter under dårlige forhold, eller i verste fall får det enda verre. På denne bakgrunn bør utelukkelse av selskaper skje unntaksvis.

Det er en utfordring å synliggjøre eierskapsarbeidet, bl.a. fordi det kan være vanskelig å vise til en klar årsakssammenheng mellom påvirkning fra en eier og positive endringer i et selskap. Det kan også være hensiktsmessig å rapportere om

arbeidet med eierrettigheter i ettertid og ikke underveis mens en eierskapsprosess pågår overfor et selskap. Slike prosesser vil ta tid, ofte flere år.

Det vil være tilfeller hvor utøvelse av eierskap av ulike grunner ikke er egnet, eller hvor man må konkludere med at selskapet ikke ønsker noen form for dialog med, eller påvirkning fra investor. I slike tilfeller vil det etter retningslinjene kunne være riktig at fondet utelukker selskapet dersom selskapet er involvert i en aktivitet som omfattes av retningslinjenes kriterier for utelukkelse.

Graver-utvalget pekte i sin utredning på at virkemidlene til en viss grad vil kunne overlappe hverandre. Eksempelvis kan Etikkrådets vurderinger være til nytte i Norges Banks eierskapsutøvelse. Det vil på samme måte være naturlig at Etikkrådet benytter Norges Banks rapportering fra eierskapsutøvelsen som en informasjonskilde for sin virksomhet. Systemet åpner også for en vekselvirkning mellom virkemidlene i den forstand at selskaper selv kan ønske å endre atferd hvis de vet at det finnes en risiko for å bli utelukket fra fondet. Finansdepartementet vil legge vekt på sammenhengen mellom eierskapsutøvelse og vurdering av å utelukke selskaper. Eierskapspåvirkning for å sikre respekt for grunnleggende etiske normer inngår i en virkemiddelkjede der utelukkelse av et selskap er siste utvei.

Finansdepartementet foretar en selvstendig vurdering av spørsmålet om å utelukke enkelt-selskaper. I vurderingen bygger departementet på Etikkrådets tilråding, men må også ta i betraktning muligheten for at eierskapsutøvelse i det aktuelle tilfellet kan redusere risikoen for medvirkning til grovt uetisk aktivitet. Departementet vil derfor normalt be Norges Bank om en redegjørelse for hvilke planer banken har for eierskapsutøvelse i det aktuelle tilfellet. Hvis mulighetene til å nå fram med eierskapsutøvelse regnes så gode at risikoen for medvirkning kan ventes å bli vesentlig redusert, vil det være et alternativ å avvente en endelig beslutning om å utelukke selskapet til en ser hvilke resultater som kan oppnås gjennom eierskapsutøvelsen.

Folketrygdfondet har positivt valgt ut de norske selskapene i porteføljen til Statens pensjonsfond – Norge. Det betyr at Folketrygdfondet allerede i forkant av investeringen har undersøkt hvorvidt selskapet har strategier og systemer på plass som sikrer god selskapsstyring, i tillegg til systemer for ivaretagelse av miljø og sosiale hensyn. Dette gjør det lite sannsynlig at man skulle ha behov for å gå til det skritt å utelukke selskaper.

Men også her vil virkemidlene kunne spille sammen, ved at risikoen for å kunne bli utelukket kan påvirke selskaper til å endre atferd.

Kvaliteten på beslutningsgrunnlaget

De etiske retningslinjene og forvaltningen av disse blir lagt merke til både av andre forvaltere og av selskaper. Dette betyr at effekten av dem går lenger enn det arbeidet som gjøres gjennom Statens pensjonsfond. Departementet legger også av denne grunn stor vekt på at arbeidet med eierskapsutøvelse og utelukkelse av selskaper har høy kvalitet. Alle beslutninger må bygge på et grundig og solid forarbeid. Departementet legger i denne sammenheng vekt på at tilrådingene fra Etikkrådet er grundig belyst med kildehenvisninger i tråd med den praksis rådet har fulgt. Forvaltningsloven er ikke direkte anvendelig for dette arbeidet, men departementet legger til grunn regler for god forvaltningsskikk i de ulike arbeidsprosessene.

Evaluering av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland

Statens pensjonsfond – Utland er fellesskapets midler, og de etiske retningslinjene bør ha en solid forankring. I Graver-utvalgets utredning, som ble lagt fram i juni 2003, la man stor vekt på at den standarden retningslinjene setter i etiske spørsmål skal ha allmenn oppslutning i det norske folk. Alle partiene på Stortinget har sluttet seg til dagens retningslinjer som ble innført 19. november 2004.

Regjeringen har besluttet at de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland skal evalueres innenfor denne stortingsperioden for å sikre at de virker etter intensjonen. Departementet tar sikte på å starte evalueringsprosessen ved årsskiftet 2007/2008. Det legges opp til en bred prosess, hvor flest mulig instanser blir hørt. Evalueringen vil bli lagt fram for Stortinget i løpet av vårsesjonen 2009.

Det er viktig for Regjeringen å bevare den brede politiske oppslutningen om de etiske retningslinjene ved den forestående evalueringen. Samtidig er dette et område under stadig utvikling, og Regjeringen ønsker å fange opp innspill som kan være med på å styrke den etiske profilen ved Statens pensjonsfond – Utland.

Regjeringen er positiv til at Folketrygdfondet legger vekt på eierskapsarbeidet i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Det er naturlig

at man i evalueringen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland også vurderer behovet for ytterligere harmonisering av de etiske retningslinjene for de to delene av Statens pensjonsfond.

4.2.6 Offentlighet i arbeidet med de etiske retningslinjene

Finansdepartementet legger vekt på åpenhet og offentlig innsyn i arbeidet med Statens pensjonsfond. Dette understøtter troverdigheten til fondet og fondets allmenne tilslutning. Ved utformingen av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland har departementet lagt til rette for offentlig innsyn i Finansdepartementets beslutninger. Det er bl.a. besluttet at tilrådingene fra Etikkrådet skal offentliggjøres og at Norges Bank skal gjøre rede for eierskapsutøvelsen i sin årsmelding. Departementet viser til at Folketrygdfondet også legger opp til en årlig rapportering om eierskapsarbeidet i Statens pensjonsfond – Norge.

Rapportering om Etikkrådets arbeid

Etter de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland skal departementet offentliggjøre alle beslutninger om å utelukke selskaper fra Pensjonsfondet, samt begrunnelsen for disse. Den grundige omtalen av grunnlaget for å utelukke et selskap gir offentligheten godt innblikk i hvordan filtrerings- og uttrekksmekanismen praktiseres.

I et tilfelle hvor Finansdepartementet måtte beslutte ikke å følge en tilråding fra Etikkrådet, legger departementet til grunn at også denne beslutningen samt den aktuelle tilrådingen skal gjøres offentlig kjent. En slik beslutning vil normalt basere seg på at eierskap anses egnet for å kunne redusere risikoen for at fondet medvirker til grovt uetisk aktivitet. Departementet vil i slike saker offentliggjøre at det foregår et eierskapsarbeid på et bestemt område og at departementet har mottatt en tilråding om å utelukke et selskap innenfor dette området. Man må imidlertid foreta en konkret vurdering av når selve tilrådingen skal offentliggjøres, sett i lys av behovet for å sikre en god og ryddig eierskapsprosess.

Som hovedregel blir offentliggjøring av en beslutning om å utelukke et selskap utsatt inntil Norges Bank har gjennomført salget av verdipapirer i selskapet. Et nedsalg vil normalt gjennomføres

res over en periode på to måneder. Departementet har innført denne rutinen i tråd med de etiske retningslinjene, bl.a. for å sikre et finansielt ansvarlig nedsalg.

Etter offentlighetsloven kan departementet unnta dokumenter som er utarbeidet for intern saksforberedelse fra offentlig innsyn. Prosessen fram mot en ev. utelukkelse av et selskap fra Statens pensjonsfond – Utland vil være en intern utredning. Etikkrådet utreder og vurderer selskapers aktivitet. Deretter gjør Finansdepartementet en selvstendig vurdering og fatter en endelig beslutning i saken.

Det er flere hensyn som tilsier at departementet ikke bør informere offentligheten om de prosesser og vurderinger som gjøres i forkant av en beslutning om hvorvidt et selskap skal utelukkes. Generelt sett har departementet behov for å sikre solide vurderinger og grunnlag for alle beslutninger. I tillegg er det viktig at Statens pensjonsfond – Utland framstår som en seriøs og ryddig aktør både hos andre investorer og hos selskaper. Dersom informasjon om vurderingene som foretas internt hos Etikkrådet tilflyter offentligheten i forkant av en endelig beslutning, ville det kunne skape uklarheter i rolledelingen mellom departementet som endelig beslutnings-taker og Etikkrådet som rådgiver. Foreløpige vurderinger enten fra Etikkrådet eller fra departementet i forkant av en endelig beslutning kan også bli misforstått dersom de kommer ut. Dette vil generelt kunne svekke markedets tillit til fondet, og samtidig kunne skade selskapers renommé.

Etter omstendighetene vil det kunne oppstå en lovpålagt taushetsplikt om enkelte dokumenter eller opplysninger som Etikkrådet eller departementet får tilgang til eller selv genererer. Det kan eksempelvis tenkes at rådet mottar opplysninger om et selskap som vil bli regnet som en forretningshemmelighet som offentlige myndigheter plikter å unnta offentlighet. Videre må det tas høyde for at Etikkrådets vurderinger og tilråding-er vil kunne utgjøre innsideopplysninger etter regelverk i utlandet om verdipapirhandel, og må taushetsbelegges.

Etikkrådet vil ofte arbeide med saker som ikke leder til en tilråding om å utelukke et selskap. Etter departementets syn taler hensynene nevnt over for at dokumenter og informasjon i slike saker ikke gjøres offentlig kjent. Departementet legger til grunn at Etikkrådet ikke gjør rede for innledende saksbehandling som ikke fører til en tilråding om utelukkelse. Departementet kan likevel be om en vurdering av konkrete selskaper, og Etikkrådets

svar til departementet vil i så fall bli offentliggjort selv om svaret ikke nødvendigvis har form av en endelig tilråding om å utelukke et selskap.

Rapportering om Norges Banks eierskapsarbeid

I henhold til de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland skal Norges Bank gjøre rede for utøvelsen av eierrettigheter i forbindelse med sin regulære årsrapportering. I bankes egne prinsipper for eierskapsutøvelsen er kravet til årlig rapportering nedfelt. Prinsippene sier videre at det som hovedregel ikke vil bli gitt informasjon fra uformell kontakt med enkelt-selskaper eller andre investorer.

I sin årlige rapportering vil banken bl.a. informere om innspill til høringer mv. og annen kommunikasjon for å bidra til at myndighetsorganer, børser og andre regulerende myndigheter utvikler og overvåker regelverk som best mulig sikrer ivaretagelse av eierrettigheter i samsvar med Norges Banks prinsipper. Videre vil banken rapportere om sin stemmegivning. Hittil har rapporten om stemmegivning vært av generell karakter og angitt type saker banken har prioritert, men ikke gått ned på selskapsnivå. Norges Bank arbeider med å utvide sin rapportering av stemmegivningen på enkelt-selskaper i etterkant av avstemning.

Norges Banks direkte kontakt og dialog med selskaper har som mål å påvirke til endringer. I noen tilfeller, særlig ved uformell kontakt med selskaper og andre investorer i enkeltsaker, kan man oppnå størst påvirkning når de involverte har tillit til at det ikke offentliggjøres detaljer fra dialogen. Dette viser også erfaringene fra andre investorer som Norges Bank sammenligner seg med. Der en prosess overfor et enkelt-selskap er avsluttet, legger departementet til grunn at Norges Bank vil gjøre både arbeidet og resultatene offentlig kjent på egnet måte.

Departementet anser at hensynet til å oppnå positive resultater i eierskapsarbeidet normalt må veie tyngre enn hensynet til offentlighet mens en prosess pågår. Det kan tenkes unntak fra denne hovedregelen. I saker der departementet har bedt Norges Bank om å vurdere muligheten for å oppnå resultater gjennom aktivt eierskap i et bestemt selskap, vil departementet foreta en konkret avveining i det enkelte tilfellet mellom hensynet til større grad av offentlighet og hensynet til muligheten for å gjennomføre en god og ryddig eierskapsprosess.

Rapportering om Folketrygdfondets eierskapsarbeid

Folketrygdfondet vil rapportere om sin eierskapsutøvelse fra og med 2007 i forbindelse med halvårsrapporteringen av forvaltningsresultatene. Rapportene vil redegjøre for hvilke aktiviteter Folketrygdfondet har utført for å ivareta sine eierin-

teresser. I rapporteringen om kontakt og dialog i enkeltsaker skal det utvises aktsomhet og skjønn ut fra hensynet til å oppnå positive resultater. På samme måte som for Statens pensjonsfond – Utland, legger departementet til grunn at hensynet til å oppnå resultater i eierskapsarbeidet normalt må veie tyngre enn hensynet til offentlighet mens en prosess pågår.

5 Arbeidet med utvikling og oppfølging av rammeverket for forvaltningen

5.1 Innledning

Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland er regulert i lov av 21. desember 2005 nr. 123, forskrift av 22. desember 2005 nr. 1725, retningslinjer med utfyllende bestemmelser og en forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank. I tråd med forskriftens § 7 skal Norges Bank påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumenter som brukes i forvaltningen av fondet. Det er i retningslinjene angitt særskilte krav til at styring, måling og kontroll av risiko skal være i henhold til beste praksis og internasjonalt anerkjente metoder. I 2006/2007 benytter departementet eksternt bistand i kartleggingen av «beste markedspraksis» og «anerkjente internasjonale standarder» for håndtering av ulike former for risiko m.v. i kapitalforvaltningen. Kartleggingen er et ledd i å operasjonalisere endringene i rammeverket for forvaltningen som ble omtalt i Nasjonalbudsjettet 2006, jf. avsnitt 5.2.

Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge er regulert i forskrift av 15. desember 2006 nr. 1419. Forskriften regulerer både administrative forhold i Folketrygdfondet og retningslinjene for plassering av Statens pensjonsfond – Norge. Da forskriften trådte i kraft 1. januar 2007, erstattet den et reglement fastsatt av Stortinget. Dette ga et mer ensartet system for fastsetting av retningslinjene for de to delene av Statens pensjonsfond.

Ved etableringen av Folketrygdfondet i 1967, skilte en ikke klart mellom Folketrygdfondet som navnet på fondskapitalen og Folketrygdfondet som navnet på organisasjonen som forvaltet disse midlene. Samtidig med denne meldingen fremmer Regjeringen forslag til en lov om Folketrygdfondet, jf. Ot.prp. nr. 49 (2006–2007). I proposisjonen bringes det formelle rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge i samsvar med den praksis som har utviklet seg, slik at Folketrygdfondet gjennom egen lov får status som et selvstendig rettssubjekt, jf. nærmere omtale i avsnitt 5.3.

5.2 Risikobasert oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland

Kapitalen i Statens pensjonsfond vokser raskt. Samtidig er investeringsstrategien for fondet i stadig utvikling. Det skjer i tillegg store omlegginger i tilsynet med risikostyringen i finansforetak som en følge av nye regler både i Europa (EU-direktiv) og globalt (Basel II).¹ Departementet ser det som en viktig oppgave å påse at rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond løpende tilpasses denne utviklingen.

Departementets retningslinjer for hvordan midlene skal investeres bestemmer langt på vei pensjonsfondets forventede avkastning og risiko. Den risikoen som tas i den aktive forvaltningen, har i liten grad økt fondets markedsrisiko utover det som følger av referanseporteføljen, jf. nærmere omtale i kapittel 2. Departementets risikoramme for Norges Banks aktive forvaltning er gitt i form av en øvre grense for forventet relativ volatilitet på fondsnivå. Det er ikke fastsatt nærmere grenser for aktiv risiko i delporteføljer, som f.eks. for hver aktivaklasse. En viktig del av den aktive forvaltningen til Norges Bank består i å vurdere hvordan den overordnede risikorammen best kan fordeles på ulike strategier og mandater innen den aktive forvaltningen.

Finansdepartementet utvidet investeringsuniverset for Statens pensjonsfond – Utland med virkning fra 1. januar 2006, jf. omtale i Nasjonalbudsjettet 2006. På bakgrunn av råd fra Norges Bank i brev av 11. mars 2005 ble særskilte grenser knyttet til kredittrisiko for obligasjoner fjernet sammen med intervallet for renteporteføljens durasjon. Bestemmelsen om at maksimalt 5 pst. av aksjeporteføljen skal investeres i framvoksende markeder ble også tatt bort. Videre ble det gitt generell adgang til å bruke instrumenter som

¹ Denne utviklingen er bl.a. beskrevet i kapittel 12 «Risikobasert tilsyn – utvikling av nytt verktøy» i Kredittilsynets publikasjon «Erfaringer og utfordringer» jubileumsskrift – 20 år som integrert finanstillsyn».

henger naturlig sammen med tillatte aktiva, herunder fondsandeler og råvarederivater. I brev til Norges Bank av 11. januar 2007 har Finansdepartementet klargjort at adgangen til å bruke fondsandeler også omfatter verdipapirfond hvor den underliggende porteføljen er helt eller delvis utenfor investeringsuniverset til Statens pensjonsfond – Utland så lenge fondsandelene er notert på en anerkjent markeds plass innenfor universet.

Utvidelsen av investeringsuniverset gir større frihetsgrader for den aktive forvaltningen. Dette ble supplert med utvidede krav i retningslinjene til risikostyring, verddivurdering, avkastningsmåling og rapportering. For å ta i bruk de nye frihetsgradene i forvaltningen, må Norges Bank være i stand til å dokumentere at de kvalitative kravene i retningslinjene er oppfylt. I utfyllende retningslinjer til forskriftens § 7 heter det:

«Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Fondet kan ikke investeres i markeder, aktivaklasser eller instrumenter dersom disse kravene ikke kan oppfylles.»

Av retningslinjene følger det videre at Norges Bank i styring, måling og kontroll av markeds- og motpartsrisiko skal følge beste markedspraksis.

Departementet varslet i forbindelse med utvidelsen av investeringsuniverset at det ville bli innført en risikobasert oppfølging av Norges Banks kapitalforvaltning. I Nasjonalbudsjettet 2006 heter det bl.a.:

«Norges Bank driver spesialisert forvaltning. Departementet skal gjennom å stille krav til rapportering lettere kunne identifisere områder der en ved hjelp av ekstern ekspertise kan evaluere Norges Banks overholdelse av påleggene i rammeverket. Departementet legger opp til regelmessige, omfattende gjennomganger av forvaltningen og spesielt risikostyringen til Norges Bank i samarbeid med konsulentselskaper med egnede spesialkompetanse. Departementet vil i egnede dokumenter rapportere om dette til Stortinget.»

Høsten 2006 ble det første prosjektet for oppfølging av Norges Banks kapitalforvaltning basert på de nye kravene i rammeverket igangsatt. Etter en forutgående anbudskonkurranse valgte Finansdepartementet en internasjonal gruppe fra Ernst&Young LLP (London/Zürich/New York) til å gjennomgå risikostyringen og kontrollrutinene i

Norges Bank. Prosjektet består av følgende milepæler:

1. Foreslå en konkret referanseramme for «beste markedspraksis» og «internasjonalt anerkjente standarder» innen relevante områder som bl.a. operasjonell risiko og modellering av markeds- og kreditt- og motpartsrisiko.
2. Utarbeide et spørreskjema som skal brukes av Norges Bank til å gjennomføre en egevalue- ring av risikostyringen og kontrollrutinene innen kapitalforvaltningen.
3. Gjennomføre en tredjeparts evaluering av Norges Banks systemer for risikohåndtering i kapitalforvaltningen basert på resultatene og oppfølgingen av Norges Banks egevalue- ring.
4. Utarbeide en sluttrapport med anbefalinger og en liste over områder som departementet bør prioritere i den videre oppfølgingen av kapitalforvaltningen.

Departementet sikter mot å avslutte den eksterne gjennomgangen av risikostyringen i Norges Banks kapitalforvaltning i løpet av våren 2007. Det tas sikte på å omtale sluttrapporten i Nasjonalbudsjettet 2008. Basert på erfaringene fra denne gjennomgangen kan det være aktuelt å vurdere rammeverket på enkelte områder, f.eks. når det gjelder krav til rapportering av ulike typer risiko.

5.3 Nærmere om rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

Folketrygdfondet ble opprettet som et offentlig fond i 1967. Ved etableringen skilte en ikke klart mellom Folketrygdfondet som navnet på fondskapitalen og Folketrygdfondet som navnet på organisasjonen som forvaltet disse midlene. I dag er Folketrygdfondet en statlig kapitalforvalter og virksomheten er regulert i, og i medhold av, lov om Statens pensjonsfond.

Finansdepartementet fremmer samtidig med denne meldingen en proposisjon med forslag til ny lov om Folketrygdfondet, jf. Ot.prp. nr. 49 (2006–2007). I proposisjonen bringes det formelle rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge i samsvar med den praksis som har utviklet seg, slik at Folketrygdfondet gjennom egen lov får status som et selvstendig rettssubjekt. Hovedprinsippene i dagens organisering av Folketrygdfondet videreføres i forslaget til lov om Folketrygdfondet. Det legges ikke opp til endrin-

ger i Folketrygdfondets virksomhet eller i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Det nye rammeverket representerer en opprydning i regelverket som også vil synliggjøre skillet mellom formuesmassen Statens pensjonsfond – Norge og Folketrygdfondet som forvalter av denne formuesmassen.

I arbeidet med proposisjonen har departementet lagt vekt på å skille mellom organisatoriske forhold hos forvalteren og retningslinjene for plassering av Statens pensjonsfond – Norge. Forskriften for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge vil derfor måtte endres for å reddykke investeringsretningslinjene etter at administrative bestemmelser knyttet til forvalteren Folketrygdfondet blir regulert i særlov i tråd med denne proposisjonen. Departementet vil i den sammenheng vurdere enkelte tekniske tilpasninger i forskriften, f.eks. om plasseringsrammene bør utformes i prosent av markedsverdi i stedet for anskaffelseskost. Departementet vurderer også å presisere plasseringsrammene til Statens pensjonsfond – Norge nærmere i en referanseportefølje med ramme for tillate avvik fastsatt av departementet, slik en gjør for Statens pensjonsfond – Utland. Departementet fastsetter i dag

investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Norge i form av overordnede plasseringsrammer, mens den mer detaljerte referanseporteføljen for måling av avkastning og risiko fastsettes av Folketrygdfondets styre. En endring vil medføre at man oppnår et tydeligere skille mellom resultatene av de beslutninger departementet har ansvar for og de resultatene Folketrygdfondet skaper i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. En slik endring kan også være naturlig i lys av at en legger opp til å inngå en forvalteravtale med Folketrygdfondet, som bl.a. vil regulere prinsippene for godtgjøring for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Departementet vil komme tilbake med en vurdering av dette i forbindelse med Nasjonalbudsjettet 2008.

Finansdepartementet

tilrår:

Tilråding fra Finansdepartementet av 13. april 2007 om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006 blir sendt Stortinget.

Vedlegg 1

Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet av 20. oktober 2006

1 Innledning

Norges Bank har vurdert den langsiktige investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland (SPU). Analysen er dokumentert i egne rapporter som blir gjort tilgjengelige for Finansdepartementet. Utgangspunktet for gjennomgangen er at fondet er blitt svært stort og med høy sannsynlighet vil fortsette å vokse raskt. Fondet er tenkt som et permanent fond der bare gjennomsnittlig realavkastning skal brukes. Dette gir en uvanlig lang horisont for investeringene. For et slikt fond er det viktig at investeringene samlet er trygge på lang sikt, mens likviditeten til investeringene er mindre viktig. I tilnærmet effisiente markeder vil svak likviditet henge sammen med en forventet avkastning som er høyere enn det en kan oppnå med mer likvide investeringer. Formålet med SPU tilsier at en prøver å dra fordel av dette.

SPU er nå utelukkende investert i markeder med forholdsvis god likviditet. Over tid bør aktivasammensetningen vris med større vekt på illikvide investeringer med likviditetspremie. Markedenes størrelse setter grenser for hvor raskt det er fornuftig å gå fram. Men det er rimelig å begynne på bevegelsen bort fra bare likvide markeder.

Referanseporteføljen består i dag av noterte aksjer i 27 land og av obligasjoner med høy kredittrating i 11 valutaer. I det følgende ser vi først på spørsmålet om investeringsstrategien bør omfatte flere aktivaklasser, som vil bety større vekt på illikvide investeringer:

- investeringer i fast eiendom og infrastruktur
- investeringer i ikke-børsnoterte aksjer

Deretter ser vi på mulige endringer innenfor de to aktivaklassene der fondet allerede er investert. Følgende temaer blir tatt opp:

- aksjeandelen i referanseporteføljen
- regionvektene i aksje- og rentereferansen
- investeringer i aksjer i små og mellomstore bedrifter

- investeringer i obligasjoner med høy kredittrisiko

Spørsmålet om nye land i aksjereferansen eller nye valutaer i rentereferansen vil ikke bli behandlet i dette brevet.

2 Nye aktivaklasser

Aktivaallokeringen i Statens pensjonsfond – Utland avviker betydelig fra allokeringen i store pensjonsfond og andre reservefond, og særlig på to områder¹:

- SPU har en klart høyere andel obligasjoner.
- SPU har ikke investeringer i unoterte markeder som fast eiendom, infrastruktur og ikke-børsnoterte aksjer, eller i andre alternative aktivaklasser.

Fordelingen mellom aksjer og obligasjoner er for tiden til vurdering i departementet. Investeringer i unoterte markeder ble senest drøftet i St. meld. nr. 1 (2003-04) Nasjonalbudsjettet 2004, hvor departementet konkluderte med at fondets investeringsunivers inntil videre skulle begrenses til børsnoterte aksjer og obligasjoner.

Markedene for unoterte investeringer har vært i klar vekst de senere årene. SPU står som en langsiktig investor i en bedre posisjon enn mange andre institusjonelle investorer til å kunne akseptere høy grad av illikviditet på deler av investeringene, dersom dette motsvares av høyere forventet avkastning eller bedre diversifisering av totalporteføljen.

Eiendom og infrastruktur

Eiendom inngår som regel som separat aktivaklasse i porteføljen til store pensjonsfond og

¹ Det ses her bort fra forbudet mot investeringer i fondets hjemland, hvor det ikke vil være relevant å foreta sammenligninger med fond med helt andre formål enn SPU.

reservefond. Selskapet CEM Benchmarking Inc. gjennomfører årlig en analyse av forvaltningskostnadene til SPU. I den siste analysen framkommer det at gjennomsnittlig andel plassert i eiendom utenom børsnoterte eiendomsaksjer i 2005 var 4,5 prosent blant de store pensjonsfondene i USA, Canada og Nederland som SPUs forvaltningskostnader best kan sammenlignes med. Legges børsnoterte eiendomsaksjer til, var gjennomsnittlig andel i underkant av 7 prosent i den samme gruppen. Europas største pensjonsfond, nederlandske ABP, hadde ved utgangen av 2005 11 prosent av sin portefølje plassert i eiendom, mens det største amerikanske pensjonsfondet CalPERS hadde 7 prosent.

Eksposering mot eiendom kan i prinsippet oppnås både gjennom egenkapital – og gjeldsinstrumenter. Når en separat allokering til eiendom vurderes, bør imidlertid det begrenses til egenkapitalinstrumenter. Det er slik fondet kan realisere diversifikasjonsgevinster i porteføljen, som er et viktig argument for en eventuell separat allokering.

Selv om SPU i dag ikke har en separat allokering til eiendom, er fondet eksponert mot eiendomsmarkedet gjennom investeringene i børsnoterte eiendomsaksjer, som inngår i fondets referanseportefølje. I underkant av 2 prosent av markedsverdien på fondets referanseportefølje for aksjer utgjøres av aksjer som indeksleverandøren FTSE har kategorisert som eiendomsaksjer. I tillegg vil mange av selskapene i fondets aksjportefølje eie egne produksjons – og kontorlokaler, men betydningen av dette for aksjporteføljens risikoprofil er vanskelig å fastslå. Markedet for børsnoterte eiendomsaksjer er økende, ikke minst siden stadig flere land åpner for skattetransparente investeringsselskaper i eiendomsmarkedet, såkalte REIT², rettet mot institusjonelle og private investorer. Men det unoterte markedet er mye større enn det noterte og vil trolig fortsette å være det i lang tid framover. Det vil være urealistisk for et så stort fond som SPU å bygge opp en rimelig andel i eiendom over tid uten å benytte seg av investeringer i det unoterte markedet. Slike investeringer vil kunne skje gjennom eiendomsfond, gjennom diskresjonære forvaltningsmandater, eller gjennom «joint ventures» eller andre former for strategisk samarbeid og sameierenskap med lokale aktører i de enkelte markedene.

² Real Estate Investment Trusts. Disse selskapene vil betale ut utbytte til sine andelseiere som er skattefritt på selskapets hånd, men må samtidig forplikte seg til at en dominerende andel av samlede investeringer skal være i eiendom, og at en dominerende andel av netto leieinntekter til selskapet skal deles ut som utbytte til andelseierne.

Eiendom kan forventes å gi en avkastning som i gjennomsnitt over lang tid ligger mellom vanlige aksjer og obligasjoner. I de tre markedene hvor man finner lengst avkastningshistorikk for institusjonelle investeringer i fast eiendom – USA, Storbritannia og Nederland – har eiendomsmarkedet generert en meravkastning mot obligasjoner på mellom 0,5 og 1,5 prosentpoeng fra midten av 1970-tallet fram til i dag³. Dette har vært en periode med historisk høy realavkastning på obligasjoner.

Indekser som måler historisk avkastning på unoterte eiendomsinvesteringer viser at risikoen målt ved årlig volatilitet bare ligger svakt høyere enn tilsvarende volatilitet på obligasjonsinvesteringer. Når slike beregninger justeres for kjente forhold som kunstig stabilitet i bakenforliggende verddivurderinger, og for økt risiko som følge av høy gjennomsnittlig gjeldsgrad i fondene, vil det være mer rimelig å anta at også volatiliteten på eiendom ligger omtrent midt mellom aksjer og obligasjoner.

Kilden til diversifikasjonsgevinster for fondet ved investeringer i fast eiendom vil ligge i at avkastningen på eiendom påvirkes av særskilte faktorer for dette markedet, eller at faktorer som påvirker avkastningen i alle kapitalmarkeder slår annerledes ut i eiendomsmarkedet enn i øvrige finansielle markeder. Dette vil gi opphav til lav korrelasjon mellom investeringer gjort i eiendomsmarkedene og i de øvrige kapitalmarkedene. Legges avkastningsserier basert på unoterte eiendomsindekser til grunn vil historisk korrelasjon mellom eiendom og aksjer/obligasjoner være svært lav. Men det kan reises innvendinger mot å sammenligne avkastning på tidsserier som er basert på ulike verddivurderingsprinsipper. Legges kortere tidsserier for noterte eiendomsaksjer til grunn har fortsatt eiendom gitt klare diversifikasjonsgevinster mot ordinære aksjer og obligasjoner, men ikke i så stor grad som indekser for unoterte eiendomsinvesteringer kan tyde på.

En annen viktig årsak til at fond som oftest har investeringer i eiendom er at slike investeringer gjerne forventes å gi en stabil realavkastning over tid, dvs. gi en god beskyttelse mot overraskende endringer i inflasjon. For fond som har eksplisitte forpliktelser som øker i takt med inflasjonen, vil kombinasjonen av inflasjonssikring og høyere avkastning enn inflasjonssikrede obligasjoner

³ Kilder for eiendomsavkastning: NCREIF USA, IPD UK og Nederland, Hordijk (2004) Nederland 1977-94. Avkastningstallene for eiendom viser direkteavkastningen i eiendomsmarkedet, dvs. med en antatt egenkapitalandel på 100 %.

være verdifull. For SPU er dette ikke like viktig. Graden av inflasjonssikring vil uansett variere mellom markeder og prosjekter, og særegne tilbuds/etterspørselsforhold i eiendomsmarkedene vil også kunne begrense en slik effekt. Hensynet til inflasjonssikring bør derfor ikke tillegges stor vekt ved vurderingen av en separat allokering til eiendom.

Forvaltningskostnadene vil være vesentlig høyere ved investeringer i eiendomsmarkedet enn ved forvaltning i noterte markeder. CEMs kostnadsrapport for 2005 viser at fondene som inngår gruppen av sammenlignbare fond i gjennomsnitt hadde en forvaltningskostnad for unotert, eksternt forvaltet eiendom på i underkant av 100 basispunkter.

Investeringer i infrastrukturprosjekter som elektrisitet og vannforsyning, bompengefinansierte veier, flyplasser og telekommunikasjon har tradisjonelt vært et begrenset marked for institusjonelle investorer. Økende deltagelse og finansiering fra privat sektor de senere år har imidlertid gjort slike investeringer interessante også for langsiktige finansielle investorer. Tilsvarende som for investeringer i tradisjonell fast eiendom vil investorer forvente en realavkastning som ligger mellom aksjer og obligasjoner, til en volatilitet som er klart lavere enn aksjer, og med klare diversifikasjonsgevinster mot disse aktivklassene. En klar forskjell fra eiendomsinvesteringer er at offentlig sektor gjerne vil være en deltakende part som bestiller, kontraktmottaker og/eller reguleringsmyndighet i infrastrukturprosjekter.

I overskuelig framtid er det neppe praktisk mulig å oppnå høyere eksponering mot eiendom og infrastruktur enn det som svarer til om lag 10 prosent av totalporteføljen i SPU. Modellanalyser som bygger på de forutsetninger det er gjort rede for ovenfor, og i mer detalj i den fullstendige markedsanalysen, bekrefter at en slik allokering vil gi tydelige diversifiseringsgevinster. Dersom allokeringen motsvares av mindre allokering til renteinvesteringer vil den forventede avkastningen på porteføljen øke, selv når det tas hensyn til høyere forvaltningskostnader. Det vil imidlertid ta tid å bygge opp en slik eksponering. Dette er diskutert i det fullstendige analysenotatet.

Norges Bank vil anbefale at det på bakgrunn av den sannsynlige likviditetspremien og de sannsynlige diversifikasjonsgevinstene ved investeringer i fast eiendom og infrastruktur settes et langsiktig strategisk mål om at Statens pensjonsfond – Utland skal ha en andel på inntil 10 prosent investert i denne aktivklassen. Oppbyggingen av en portefølje

må forutsettes å skje gradvis over en periode på flere år.

Før et slikt aktivitetsområde kan startes opp må det defineres et nærmere investeringsmandat som spesifiserer avkastningskrav, risikorammer og rapporteringskrav.

Ikke-børsnoterte aksjer

Også ikke-børsnoterte aksjer er en vanlig aktivaklasse blant andre store institusjonelle investorer. Ikke-børsnoterte aksjer inkluderer investeringer både i rene aksjeinstrumenter og i hybride aksjeinstrumenter som for eksempel underordnet, konvertibel gjeld. SPUs sammenligningsgruppe i CEM-rapporten for 2005 hadde i gjennomsnitt investert nesten seks prosent av sine aktiva i ikke-børsnoterte aksjer ved utgangen av dette året.

Investeringer i ikke-børsnoterte aksjer motive-res som regel ut fra et mål om å oppnå høyere avkastning enn hva det noterte aksjemarkedet gir, målt over en lengre periode. Gjennom aktiv utvikling av selskaper i oppstartsfasen («venture») eller gjennom oppkjøp og restrukturering av allerede etablerte bedrifter («buy out») søker de ledende partnere i fond som investerer i ikke-børsnoterte aksjer å oppnå en avkastning som er vesentlig høyere enn hva det børsnoterte markedet kan forventes å gi på lengre sikt. Denne meravkastningen vil så deles mellom partnerne og de øvrige investorene i de fondene som reises for investeringsformål. Typisk vil investorer i slike fond kreve eller forvente at investeringene skal gi 3 – 5 prosentpoeng høyere avkastning enn hva det børsnoterte markedet gir (netto til investor, dvs. etter å ha tatt hensyn til honorarer betalt til de ledende partnere i fondene).

Det er imidlertid usikkert om den gjennomsnittlige investor i dette markedet faktisk har oppnådd en meravkastning mot børsnoterte aksjer i det hele tatt. Ulike undersøkelser av historisk avkastning både i USA og Europa har avvikende konklusjoner på dette punktet. Det synes å være enighet om at den gjennomsnittlige investor i hvert fall ikke har oppnådd en avkastning etter kostnader lik avkastningen på børsnoterte aksjer pluss en margin på 3 – 5 prosentpoeng. Samtidig er spredningen i avkastningen svært stor. I USA viser avkastningstall fra analyseselskapet Cambridge Associates at blant alle de fond som har spesialisert seg på såkalte «buy out⁴» strategier i perioden 1986-2000 har forvaltere med avkastning i øvre kvartil oppnådd 6 – 9 prosentpoeng mer

enn hva median forvalteren har oppnådd. Forskjellene er enda større i segmentet for investeringer i bedrifter i oppstartsfasen. Det er også klare tegn til persistens i disse tallene, dvs. at forvaltere med gode resultater har en tendens til å oppnå gode avkastningstall på etterfølgende investeringer eller fond.

Som tilfellet er for unoterte investeringer generelt vil kortsiktige avkastningstall for ikke-børsnoterte aksjer påvirkes sterkt av verdivurderingene av underliggende investeringer. Slike vurderinger er alltid usikre, og de kan være klart forskjellig fra et reelt anslag på markedspris. Det gjør at beregninger av volatilitet og korrelasjoner med andre aktivaklasser også blir svært usikre. Generelt må det forventes at det børsnoterte og det unoterte aksjemarkedet er høyt korrelert. Diversifikasjonsgevinster kan derfor ikke være et sterkt argument for investeringer i ikke-børsnoterte aksjer.

Hovedinstrumentet for investeringer i ikke-børsnoterte aksjer er investeringer i fond, som så investerer direkte i enkeltelskaper, og som er aktivt involvert i hvert enkelt selskap i porteføljen. Et slikt fond vil i gjennomsnitt ha en forventet levetid på rundt 10 år, men mange av fondets investeringer vil være realisert lenge før fondet avsluttes. Primærinvesteringer er det absolutt vanligste, dvs. investeringer som gjøres med midler det enkelte fond reiser i markedet. Det er også et mindre marked for sekundærinvesteringer, dvs. kjøp av andeler fra andre investorer i allerede etablerte fond. Direkte investeringer kan forekomme, men da gjennom ko-investeringer med et fond eller en annen institusjonell investor som har spesialkompetanse på direkte investeringer.

Forvaltningskostnadene må forventes å være klart høyere for ikke-børsnoterte aksjer enn for børsnoterte. CEMs rapport for forvaltningskostnadene i 2005 i fond som er definert som SPUs sammenligningsgruppe viser en gjennomsnittskostnad på vel 120 basispunkter av forpliktet kapital, og i underkant av 240 basispunkter av investert kapital.

Finansdepartementet viste i Nasjonalbudsjettet 2004 til at det var usikkert om investeringer i ikke-børsnoterte aksjer ville gi noen meravkastning mot det noterte segmentet. Avkastningstall fra store investorer og fra brede avkastningsanalyser viser at de investorer som lykkes i å identifisere

sere gode forvaltere i forkant kan oppnå en meravkastning som det vil være svært krevende å realisere i samme størrelse gjennom aktiv forvaltning i det noterte markedet. Samtidig tyder analysene også på at en gjennomsnittlig investor ikke har oppnådd denne meravkastningen.

Norges Bank vil anbefale at det settes et strategisk mål om at inntil 5 % av Statens pensjonsfond – Utland kan investeres i ikke-børsnoterte aksjer, inklusive investeringer i fond som eier hybride aksjeinstrumenter. Oppbyggingen av en portefølje bør skje gradvis over en periode på flere år, og det strategiske målet bør etter noen år vurderes på nytt på bakgrunn av en evaluering av den forvaltningsorganisasjonen som da er bygget opp.

Hovedargumentet for dette forslaget er at investeringer i denne aktivaklassen foretatt av en kompetent investeringsorganisasjon kan gi en signifikant meravkastning. I den videre utvikling av forvaltningsstrategien for SPU bør det legges vekt på å lete etter flere og uavhengige muligheter til meravkastning. Investeringer i ikke-børsnoterte aksjer er en slik mulighet.

Før slike investeringer kan startes opp i noe omfang må det etableres et investeringsmandat som også adresserer spørsmålene om resultatforventninger, risikostyring og rapportering. Det kan imidlertid være ønskelig å tillate noen instrumenter i grenselandet mot noterte markeder forholdsvis raskt, både for å øke inntjeningen i forvaltningen og for å utvikle kompetansen i forvaltningsorganisasjonen. Det er allerede adgang til å beholde posisjoner i aksjer en tid etter at de er tatt av godkjente markedsplasser. En aktuell utvidelse er adgang til å kunne kjøpe eierandeler i selskaper som med rimelighet kan forventes å bli notert i overskuelig framtid.

Som et kortsiktig tiltak vil Norges Bank anbefale at investeringsuniverset for Statens pensjonsfond – Utland utvides slik at det blir tillatt å eie aksjer som er det er grunn til å tro vil bli notert på en godkjent børs i løpet av de neste 12 til 24 månedene.

Videre prosess for investeringer i unoterte markeder

Norges Bank vil peke på at investeringer i unoterte markeder reiser spørsmål både av investeringsfaglig og organisatorisk art. Ovenfor har vi ut fra investeringsfaglige vurderinger anbefalt investeringer i unoterte markeder, og vi har foreslått hvilken langsiktig allokering det kan være rimelig å sikte mot.

Investeringer i unoterte aksjer vil kreve en

⁴ De to hovedgruppene av fond som investerer i ikke-børsnoterte aksjer er henholdsvis investeringer i bedrifter i oppstartsfasen («venture») og investeringer i etablerte bedrifter som kjøpes opp, refinansieres og restruktureres («buy out»)

mindre tilpasning av fondets styringsstruktur. Det vil ikke være mulig eller formålstjenlig å definere et mandat for investeringer i unoterte markeder i form av en referanseportefølje og ramme for relativ volatilitet. Det vil heller ikke være mulig å måle avkastning løpende basert på markedspriser for underliggende aktiva, slik som tilfellet er for obligasjoner og børsnoterte aksjer. Avkastningen vil kunne estimeres jevnlig basert på verddivurderinger av underliggende aktiva, men slike avkastningstall vil være beheftet med usikkerhet. Dette er en usikkerhet som alle investorer i dette markedet må akseptere, og som det finnes praktiske tilpasninger til. Som regel vil man kun først etter flere år ha godt nok grunnlag i faktiske kontantstrømmer fra en konkret investering i unoterte markeder til å kunne sammenligne avkastningen med alternative plasseringer i samme periode.

Dette hindrer ikke at for eksempel store pensjonsfond vanligvis plasserer en andel av porteføljen i unoterte markeder. Det bør heller ikke være noen hindring for at SPU investerer i disse markedene. Men som i andre fond vil det være behov for å etablere separate investeringsmandater som spesifiserer hvordan risikorammer, rapporteringskrav og oppfølging av forvaltningen skal utformes, gitt de begrensninger som er beskrevet overfor.

Norges Banks hovedstyre er i ferd med å vurdere hvordan banken eventuelt kan utvide sin forvaltningsvirksomhet til nye aktivaklasser. Siktemålet er å kunne gi Finansdepartementet en nærmere redegjørelse for hvordan Norges Bank kan forvalte SPUs investeringer i unoterte aktivaklasser.

3 Eksisterende aktivaklasser

Aksjeandelen

Norges Bank har i brev av 10. februar i 2006 anbefalt at departementet øker aksjeandelen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland. I den oppdaterte analysen vi nå har gjennomført bekreftes de resultater som lå til grunn for anbefalingen: En høyere aksjeandel vil øke både forventet avkastning og volatiliteten i avkastningen. Bytforholdet mellom forventet avkastning og volatilitet framtrer som attraktivt på lang sikt. Risikoen for negativ akkumulert realavkastning øker noe, men det er høy sannsynlighet for at økt aksjeandel vil være lønnsom. Dersom vi ser på en betinget sannsynlighetsfordeling finner vi at det for-

ventede tapet, gitt at økt aksjeandel ikke viser seg å bli lønnsom, er forholdsvis beskjedent.

Regionvektene i aksje- og rentereferansene

Norges Bank anbefalte i brev av 22. august 2005 at regionvekten til Asia/Oseania ble redusert i rentereferansen og økt i aksjereferansen. Disse endringene er nå gjennomført.

Med utgangspunkt i de nye regionvektene har vi på nytt sett på virkningene av endringer i regionvektene både for aksje- og rentereferansen. Vi ser ikke vesentlig annerledes på korrelasjonsmønstrene i markedene enn tidligere, og finner ingen potensielle endringer som gir klare forbedringer i porteføljeegenskapene.

Aksjer i små bedrifter

Aksjer fra selskaper med lav markedsverdi («small cap») inngår i investeringsuniverset til SPU, men ikke i fondets referanseportefølje. Norges Bank ga i brev datert 1. april 2003 råd om å inkludere aksjer fra små selskaper i referanseporteføljen. Hovedbegrunnelsen var at en slik utvidelse gav en bredere representasjon av investeringsuniverset, og at fondets størrelse og vekst tilsa at fondet burde være bredt investert. I Nasjonalbudsjettet 2004 konkluderte departementet med å videreføre referanseporteføljen bestående av store og mellomstore selskaper («large/mid cap»). Departementet pekte på at det var usikkert hvorvidt det var en positiv målbar effekt for forventet avkastning og risiko ved å inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Departementet så det videre som en fordel å avvente behandlingen av spørsmålet om etiske retningslinjer før det ble vurdert å utvide antall aksjer i referanseporteføljen.

Aksjer i små selskaper utgjør fra 11 prosent til 15 prosent av markedsverdien til de store og mellomstore selskaper som nå inngår i referanseporteføljen i de tre regionene Amerika, Europa og Asia/Oseania. Dette er det største enkeltsegmentet innenfor de noterte markedene som ikke inngår i dagens referanseportefølje. Tabell 1.1 viser antall selskaper og markedsverdi til henholdsvis large/mid cap og small cap segmentene i de regionale FTSE-indeksene ved utgangen av august 2006, for de land som inngår i dagens referanseportefølje for SPU.

Et gjennomsnittlig small cap selskap i Amerika og Europa har en markedsverdi på USD 1 – 1,1 milliard (om lag NOK 7 mrd), mens gjennom-

Tabell 1.1 Nøkkeltall FTSE Global Equity Index Series, august 2006. Milliarder USD

Region/Indeks	Antall aksjer i indeks	Indeks markedsverdi (MV)	Gjennomsnitt MV pr selskap
Amerika large/mid	866	14293	16,50
Amerika small	1952	2202	1,13
Europa large/mid	484	8247	17,04
Europa small	971	1032	1,06
Asia/Oseania large/mid	1006	4658	4,63
Asia/Oseania small	1561	546	0,35

snittsverdien i Asia/Oseania er klart lavere, på USD 300 – 400 millioner. Til sammenligning kan vi se på de minste selskapene som allerede er med i referanseporteføljen: Gjennomsnittsverdien av large/mid cap selskaper i New Zealand var på USD 1,2 milliarder. Vi kan også sammenligne med de mest likvide aksjene omsatt på Oslo Børs (OBX) som ved utgangen av august 2006 i gjennomsnitt hadde en markedsverdi på omlag NOK 47 mrd (USD 7,1 mrd), og med aksjer med middels likviditet ved samme børs (OB Match) som i gjennomsnitt hadde en markedsverdi på omlag NOK 2,5 mrd (USD 0,4 mrd). Selskapene som inngår i «small cap» segmentet i FTSE-indeksen er altså ikke nødvendigvis små i norsk målestokk.

Tidsserier fra det amerikanske og britiske aksjemarkedet viser at investeringer i small cap aksjer har gitt en noe høyere avkastning enn investeringer i large cap⁵, målt over hele perioden der data er tilgjengelige (siden 1926 i USA og siden 1955 i Storbritannia). Men small cap premien har variert mye, og den har også vært negativ over lengre perioder, som tabell 2 illustrerer.

I de såkalte flerfaktormodellene, slik de er utviklet av Eugene Fama og Kenneth French⁶, er størrelsen på selskapene en av flere risikofaktorer som benyttes for å forklare avkastningen på enkeltaksjer. I følge denne teorien er aksjer fra små selskaper mer risikable enn aksjer fra større

selskaper, noe som motsvares av høyere forventet avkastning. En vanlig forklaring på at aksjer fra små selskaper skal være mer risikable enn andre aksjer, er at små selskaper i gjennomsnitt lettere kommer i finansielle vanskeligheter i tider med svak økonomisk utvikling i samfunnet generelt. Investorer vil derfor kunne tape kapitalen i perioder hvor de har mest behov for avkastning (når markedene generelt er svake). Skal investorene være villige til å eie slike aksjer må de kompenseres gjennom en ekstra risikopremie. Investorer med lavere behov for likviditet i slike situasjoner enn den gjennomsnittlige investor, slik som SPU, bør derfor være naturlige eiere av small cap aksjer. Denne forklaringen er omstridt i den akademiske litteraturen. De store (men varierende) avkastningsforskjellene over lengre tid mellom small cap aksjer og andre aksjer gir imidlertid støtte til å se på small cap premien som en selvstendig og priset risikofaktor i markedet.

Avkastningen på small cap aksjer er positivt korrelert med avkastningen på øvrige segmenter i aksjemarkedet. Korrelasjonen mellom small cap og large cap indeksene som ligger bak tallene i tabell 1.2 er i intervallet 0,75-0,85 ved bruk av kvartalsvise data og er fortsatt høy ved bruk av

⁵ Dimson, March and Staunton (2002), «Triumph of the optimists». Princeton Uni

⁶ Fama/French (1996): «Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies,» Journal of Finance
Fama/French (1996): Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns," Journal of Finance
Fama/French (1993): Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," Journal of Financial Economics

Tabell 1.2 Small cap premien (annualisert) i ulike perioder i USA, UK og Japan . Prosent

Periode	USA	UK	Japan
1974 – 79	10,4		
1980 – 89	-5,7	(fra 4kv 1985) 1,6	2,1
1990 – 99	-9,8	-4,9	-6,9
2000 – 2006 1h	11,4	3,5	11,6

Kilde: S&P (USA), FTSE (UK), Barra/Nikko (Japan)

ikke-overlappende årlige data (i intervallet 0,66-0,78). Det trekkes i retning av at diversifikasjonsgevinsten ved å inkludere small cap aksjer i referanseindeksen er begrenset, men likevel positiv. Gevinsten er trolig større ved lengre vurderingshorisonter.

Norges Bank mener at de samme hensyn som lå bak anbefalingen i 2003 fortsatt taler for å inkludere aksjer fra små selskaper i referanseporteføljen. Små selskaper utgjør et betydelig markedsegment. Det er vanskelig å se hvorfor SPU som en stor og langsiktig investor skal ha en eksponering mot dette segmentet som er vesentlig lavere enn hva markedet har i gjennomsnitt. Det er også moderate diversifikasjonsgevinster forbundet med en slik inkludering. Ved å ta med små selskaper i referanseporteføljen kan en forvente høyere avkastning uten at volatiliteten i porteføljen øker vesentlig.

Det kan likevel reises enkelte motforestillinger mot å ta med small cap aksjer i referanseporteføljen:

For det første vil det være høyere transaksjonskostnader i dette segmentet enn hva som gjelder for øvrige aksjer, både ved etablering av porteføljen og vedlikehold av den. Dersom hele small cap porteføljen skal etableres i løpet av kort tid og finansieres ved salg av aksjer i store selskaper kan etableringskostnaden anslås til USD 153 millioner. Beregningene er gjort i StockFactsPRO kostnadsmodell og følger samme metodikk som Norges Bank benytter ved beregning av kostnadene ved innfasing av nye midler i SPU. Tabell 1.3 splitter dette anslaget på kjøp/salg og kommisjon/skatter og estimert markedspåvirkning.

Dersom innfasingperioden forlenges til ti måneder vil markedspåvirkningen bli betydelig mindre, og de totale transaksjonskostnadene kan da anslås til USD 62 millioner. Ytterligere kostnadsreduksjon kan oppnås ved å benytte løpende tilflyt av kapital som allokeres til aksjer i henhold til rebalanseringsregimet eller å koordinere innfasingen av ny referanseportefølge med en økt aksjeandel. Kostnader forbundet med salg av aksjer i store selskaper vil da bli redusert. Innfa-

singsperioden for en ny referanseportefølge setter imidlertid store krav til koordinering av de mer enn 70 delporteføljene som samlet utgjør aksjeporteføljen i SPU, og det kan derfor være operative grunner til at innfasingen ikke bør strekke seg over for lang tid.

Kostnadene ved løpende indeksering av small cap porteføljen er høyere enn indekseringskostnadene ved dagens aksjereferanse. Det skyldes dels at kostnadene ved hver transaksjon er høyere, men særlig at det oftere skjer endringer i sammensetningen av indeksen. Det vil være et transaksjonsbehov som følge av at nye small cap selskaper kommer inn i FTSE-indeksen, som følge av at selskaper forsvinner fra small cap indeksene uten å gå over i mid/large cap segmentet, og som følge av utstedelse av nye aksjer og utbetaling av utbytte i small cap selskapene.

FTSEs small cap indeks har bare vært beregnet i tre år, og transaksjonsbehovet knyttet til endringer i sammensetningen av indeksen har variert mye over tid. Grunnlaget for å anslå transaksjonsbehovet framover er derfor tynt. Sammensetningen av small cap-indeksen gjennomgås hvert kvartal. De siste fire kvartalene vi har tall for, fra juni 2005 til mars 2006, var det samlede transaksjonsbehovet som følge av indeksendringer i small cap segmentet i FTSE-indeksen på 23 prosent av markedsverdien. I tillegg kommer transaksjonsbehovet som følger av utstedelse av nye aksjer eller utbetaling av utbytte utenom de kvartalsvise gjennomgangene. Dette transaksjonsbehovet kan på usikkert grunnlag anslås til å utgjøre inntil 60 prosent av det totale transaksjonsbehovet.

Ut fra disse forutsetningene vil indekseringskostnadene for aksjeporteføljen øke fra om lag 3-4 basispunkter i året med dagens aksjereferanse til om lag 8-9 basispunkter dersom small cap segmentet tas med. Investorer vil normalt kreve at høye transaksjonskostnader kompenseres ved høyere brutto avkastning. Hvor realistisk dette er i markedet for små selskaper avhenger av hvor effektivt markedet faktisk fungerer.

En annen potensiell utfordring er eierskapsbe-

Tabell 1.3 Kostnadsanslag kortsiktig tilpasning av portefølge til ny referanseindeks. Millioner USD

	Kommisjoner + skatter	Markedspåvirkning	Sum
Salg av store selskaper	7,1	17,3	24,4
Kjøp av små og mellomstore selskaper	17,8	110,4	128,2
Totalt	24,9	127,7	152,6

grensningen i SPU på fem prosent av utestående aksjekapital. I Europa er den gjennomsnittlige eierandelen i hvert selskap om lag 0,6 prosent i tredje kvartal 2006. I dagens porteføljeforvaltning kjøpes i all hovedsak samtlige aksjer i referanseporteføljen i de internt forvaltede indeksporteføljene. I den aktive forvaltningen virker eierskapsgrensen på fem prosent særlig hemmende for posisjoner i små og mellomstore bedrifter. En viktig strategi for meravkastning er å identifisere bedrifter med stort potensiale for lønnsomhet på et tidlig stadium i bedriftens utvikling, som typisk vil være små og mellomstore foretak. Dersom små selskaper kommer med i referanseporteføljen, vil forvalterne trolig ønske å øke sine beholdninger for å beholde størrelsen på de aktive posisjonene. Begrensningen på fem prosent eierandel kan gjøre dette vanskeligere.

En tredje utfordring er knyttet til utøvelse av eierrettighetene. Norges Bank har allerede tilgang til nødvendig informasjon om alle selskaper i FTSE-indeksen. Men antallet selskaper i porteføljen vil øke sterkt, og avhengig av ambisjonsnivået for stemmegivningen i små selskaper vil det være behov for økte ressurser internt i Norges Bank Investment Management (NBIM) til å følge opp den økte aktiviteten. Økningen i antall selskaper vil også kunne gjøre Finansdepartementets arbeid med å gjennomgå og eventuelt trekke ut selskaper fra porteføljen basert på de etiske retningslinjene mer omfattende.

Etter en avveining av argumentene for en utvidelse av referanseporteføljen mot økte operative utfordringer vil Norges Bank anbefale at referanseporteføljen for aksjeinvesteringer utvides med small cap segmentet i FTSE-indeksen.

Dette vil øke antall selskaper i referanseporteføljen fra om lag 2500 i dag til om lag 7000. Særlig i Asia og i de framvoksende markedene er mange av selskapene små. Et alternativ kunne derfor være å bare ta med small cap selskapene i de utviklede markedene i Europa og Nord-Amerika. Da ville antall selskaper bli om lag 5400.

Hovedbegrunnelsen for forslaget er at small cap aksjer er et stort markedssegment som er utelatt fra dagens referanseportefølje, og at en utvidelse av referansen vil gi en eksponering mot dette segmentet som er mer i samsvar med hva markedet har i gjennomsnitt. Dersom anbefalingen følges vil dekningen av aksjeuniverset representert i FTSE-indeksen stige fra om lag 85 til 96 prosent. Avstanden til 100 prosent skyldes at noen store markeder i Asia og Europa ikke er med i referanseporteføljen.

Obligasjoner med høy kredittrisiko

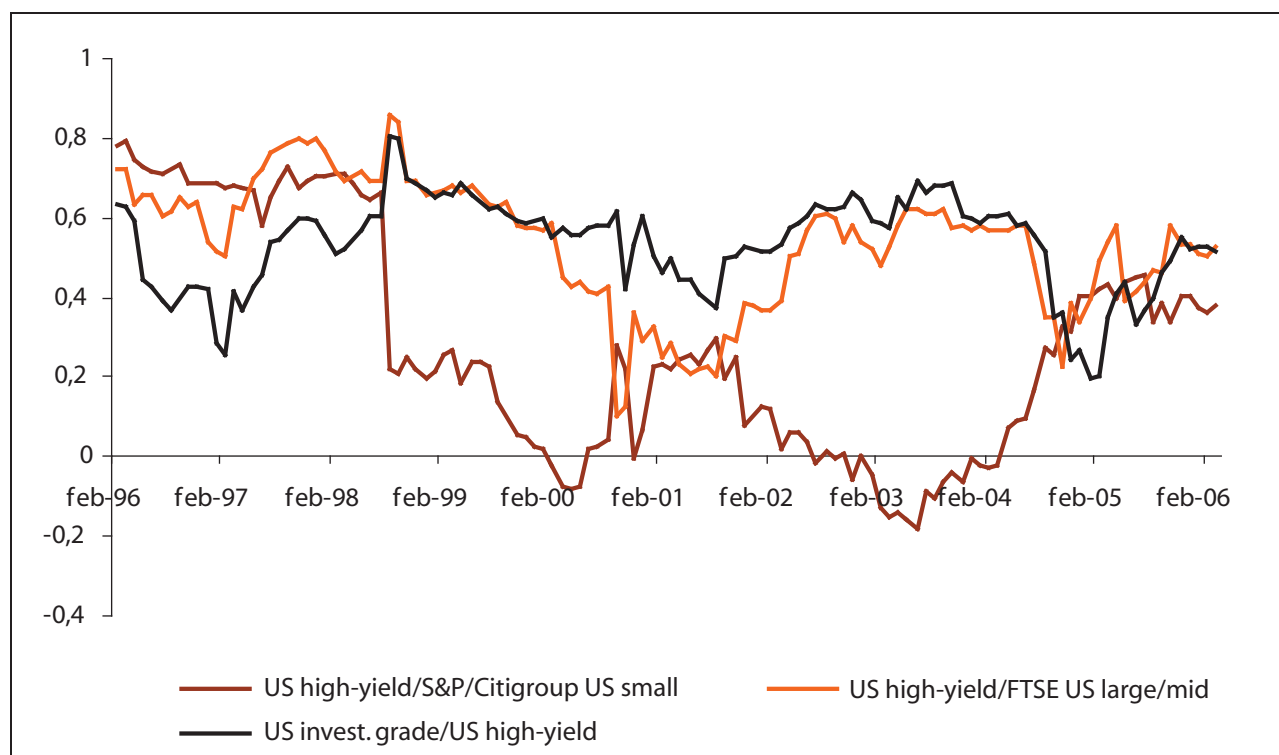
Obligasjoner med høy kredittrisiko som inngår i Lehman Global High Yield Index (LGHY), hadde ved utgangen av august 2006 en verdi tilsvarende om lag fire prosent av alle obligasjoner som inngår i Lehman Global Aggregate (LGA). Vel 60 prosent av obligasjonene i LGHY var utstedt i USD. Mens gjennomsnittsstørrelsen på hver obligasjon i LGA var på vel USD 2 milliarder, var gjennomsnittsstørrelsen på obligasjoner i LGHY vel USD 200 millioner. Dette var også vesentlig lavere enn gjennomsnittsstørrelsen på selskapsobligasjoner i Lehmans globale indeks for dette segmentet, som var om lag USD 600 millioner.

Data for avkastningen på obligasjoner med høy kredittrisiko er i USA tilgjengelig fra midten av 1980-tallet. Fram til i dag har avkastningen på dette segmentet vært om lag 6,5 prosentpoeng (annualisert) over avkastningen på stats- og selskapsobligasjoner. Dette er imidlertid ikke et rimelig anslag på forventet avkastningspremie på lang sikt. I samme periode har aksjemarkedet, målt ved utviklingen i S&P 500 gitt en meravkastning mot stats- og selskapsobligasjoner på over 10 prosentpoeng, som er mye høyere enn det er rimelig å vente framover. Risikopremien på obligasjoner med høy kredittrisiko, dvs. etter at forventede konkurskostnader er trukket fra, bør være litt lavere enn risikopremien for aksjer. Et rimelig anslag kan være i størrelsesorden 1-2 prosentpoeng utover avkastningen på ordinære selskapsobligasjoner.

Avkastningen på obligasjoner med høy kredittrisiko har de siste ti årene vært positivt korrelert med avkastningen på aksjer i det amerikanske markedet, og korrelasjonen har vært særlig høy for small cap aksjer. Korrelasjonen med aksjeavkastningen har vært høyere enn med avkastningen på ordinære selskapsobligasjoner med lav kredittrisiko. Figur 1.1 viser korrelasjoner beregnet på månedsdata i to års vinduer.

Det er vanlig for store fond å ha en spesifikk allokering til obligasjoner med høy kredittrisiko. Både den forventede risikopremien og diversifikasjonsegenskapene til dette segmentet taler for en slik allokering.

På den annen side vil det være nesten umulig å replikere en markedsvektet referanseindeks, slik det gjøres både for aksjeporteføljens og obligasjonsporteføljens vedkommende i SPU. De obligasjonsindekser som benyttes for å måle avkastningen på high yield segmentet vil inneholde mange obligasjoner som ikke omsettes i marke-



Figur: 1.1 Korrelasjoner mellom avkastningen i det amerikanske high yield markedet på den ene siden og aksjer og ordinære selskapsobligasjoner på den andre siden. Månedssdata i to års vinduer.

det, i hvert fall ikke til priser i nærheten av de priser de inngår i obligasjonsindeksene med. Det er også grunner til å tro at prisingen i markedet kan være ineffisient, særlig for obligasjonene med aller høyest kredittrisiko. Et ytterligere problem ved en indekseringsstrategi er at risikoen målt ved historisk relativ volatilitet ikke gir et riktig bilde av reell risiko, som primært er knyttet til sannsynligheten for konkurs. En porteføljeforvalter hvis risiko måles ved relativ volatilitet mot en indeks kan derfor gis gale insentiver i forhold til å kontrollere konkurstrisiko i porteføljestyringen.

Ut fra en helhetsvurdering vil derfor Norges Bank ikke anbefale å inkludere obligasjoner med høy kredittrisiko i referanseporteføljen for renteinvesteringer.

Analysen viser likevel at det kan være ønskelig med en egen allokering til dette segmentet. Det kan i tilfelle gis som et særskilt mandat, på linje med det vi foreslår for de nye aktivaklassene. Men siden obligasjoner med høy kredittrisiko er et forholdsvis lite markedssegment, og det allerede er tillatt å investere i det, vil vi ikke fremme et slikt forslag i denne omgang.

4 Oppsummering

Statens pensjonsfond – Utland er tenkt som et permanent fond der bare realavkastningen skal brukes. Fondet er godt etablert som en del av norsk økonomisk politikk, og ved valg av investeringsstrategi kan det etter Norges Banks vurdering nå legges mer vekt på fondets langsiktige formål. Ut fra dette foreslår Norges Bank at en større del av fondets investeringer framover foretas i markeder der det er mulig å hente en likviditetspremie. Statens pensjonsfond – Utland er i en bedre posisjon enn de fleste andre investorer til å akseptere svak likviditet i deler av porteføljen.

Norges Bank har ovenfor foreslått at:

- Det settes et strategisk mål om at inntil 10 prosent av porteføljen skal investeres i eiendom og infrastruktur. I tillegg til å gi en forventet likviditetspremie på unoterte instrumenter, vil slike investeringer også gi en diversifikasjonsgevinst som bedrer bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko i totalporteføljen.
- Det settes et strategisk mål om at inntil 5 prosent av porteføljen skal investeres i unoterte aksjer. Dette er lite transparente og lite likvide markeder, og ved god forvaltning er det mulig å oppnå forholdsvis høy avkastning.

- Som et kortsiktig tiltak utvides investeringsuniverset for aksjer slik st det blir tillatt å eie unoterte aksjer som kan ventes å bli notert på godkjent børs i løpet av de neste 12 til 24 månedene.
- Small cap segmentet tas med i referanseporteføljen for aksjer. Dette er det største gjenværende segmentet av noterte markeder som ennå ikke er med i fondets referanse.

Risikoprofilen i totalporteføljen bevares best om unoterte aksjer inngår som en del av aksjeporteføljen, mens eiendom/infrastruktur tas inn på bekostning av obligasjonsandelen. Men siden sty-

ringsstrukturen vil være annerledes, kan det være mer hensiktsmessig å definere investeringer i unoterte aksjer og eiendom/infrastruktur som egne mandater og så la resten av porteføljen beholde dagens mandat med en referanseportefølge av aksjer og obligasjoner.

Med hilsen

Svein Gjedrem

Sigbjørn Atle Berg

Vedlegg 2

Utvidelse av referanseporteføljen i Statens pensjonsfond – Utland med aksjer i små selskaper

Brev fra Finansdepartementets råd for investeringsstrategi av 20. februar 2007

1 Bakgrunn

Det vises til spørsmål fra Finansdepartementet om hvorvidt referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland (SPU) bør utvides med segmentet for små aksjeselskaper i FTSE indeksen. Med små selskaper menes selskaper som har lav børsverdi. I praksis vil små aksjer tas inn i referanseporteføljen til SPU ved å endre referanseindeks for aksjer fra dagens referanseindeks, FTSE All-World, som inneholder om lag 2400 store og mellomstore selskaper, til FTSE All-Cap, som i tillegg også inneholder de i overkant av 10 prosent minste selskapene i hver region. Det betyr at antall selskaper i referanseporteføljen øker til om lag 7000 selskaper. De nye selskapene har en gjennomsnittlig størrelse på 7 milliarder norske kroner i Amerika og Europa, og i underkant av 2,5 milliarder kroner i Asia.

Spørsmålet om å inkludere små selskaper i referanseporteføljen er også vurdert av Norges Bank. I bankens brev til Finansdepartementet av 20. oktober 2006¹ anbefales det å inkludere segmentet for små selskaper i fondets referanseportefølje. Banken skriver:

«Små selskaper utgjør et betydelig markedssegment. Det er vanskelig å se hvorfor SPU som en stor og langsiktig investor skal ha en eksponering mot dette segmentet som er vesentlig lavere enn hva markedet har i gjennomsnitt. Det er også moderate diversifikasjonsgevinster forbundet med en slik inkludering. Ved å ta med små selskaper i referanseporteføljen kan en forvente høyere avkastning uten at volatiliteten i porteføljen øker vesentlig.»

¹ Spørsmålet er nærmere drøftet i Norges Banks Strategirapport for Statens pensjonsfond – Utland og i Staff Memo No. 2006/7.

2 Strategirådets oppgave

Finansdepartementets råd for investeringsstrategi (Strategirådet) ble opprettet 29. september 2005 for å bistå departementet i arbeidet med den langsiktige investeringsstrategien til SPU. I Strategirådets mandat vises det til fire overordnede prinsipper som gjelder for fondets investeringer:

- Siktemålet med forvaltningen av fondet er å oppnå en høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko.
- Fondet skal være en finansiell investor og ikke et redskap for strategisk eierskap i enkeltelskaper.
- Fondet skal være veldiversifisert.
- Det skal legges til grunn en langsiktig investeringshorisont.

Strategirådets oppgave er på denne bakgrunn å vurdere utvidelsen med små selskaper opp mot hvilken virkning det kan ha på fondets forventede avkastning og risiko. Vi har ikke vurdert virkningen på arbeidet med gjennomføringen av de etiske retningslinjene eller problemstillinger knyttet til eierandelsbegrensningen siden dette anses å ligge utenfor rådets mandat.

3 Vurdering

Etter en utvidelse med små selskaper vil referanseporteføljen for aksjer representere 96 prosent av aksjemarkedene inkludert i FTSE indeksen, mot dagens 85 prosent. Strategirådet har lagt vekt på at en slik endring er en naturlig konsekvens av formålet med investeringene og fondets samlede investeringsstrategi:

- Fondet er en finansiell investor og ikke et redskap for strategisk eierskap i enkeltelskaper. Gjennomsnittlige eierandeler i fondet er derfor små.

- Med endringen vil kapitalen være spredd på opp mot 7000 aksjer og 8000 obligasjoner i om lag 40 land, og referanseporteføljen er i hovedsak satt sammen slik at avkastningen i porteføljen følger utviklingen i verdens aksje- og obligasjonsmarkeder.
- Rammene for aktiv forvaltning endrer ikke bildet av en bredt sammensatt portefølje. Verken risikorammen på 1,5 prosent, relativ volatilitet eller Norges Banks gjennomføring av den aktive forvaltningen legger opp til at avkastningen i fondet skal skapes gjennom store enkeltposisjoner basert på kortsiktige markedssyn.
- Fondet har en svært lang investeringshorisont. Aksjene som kjøpes nå skal i utgangspunktet ikke selges igjen.

Dagens referanseportefølje i SPU avviker noe fra den samlede porteføljen av verdens aksje- og obligasjonsmarkeder. Aksjeandelen på 40 prosent er vesentlig lavere enn den i markedsporteføljen og for store, sammenlignbare fond internasjonalt. Dessuten er regionvekten for Europa relativt høy fordi Norges importandel fra europeiske land er høy. Likevel er den bærende ideen bak investeringsstrategien å spre risikoen ved å kjøpe en representativ andel av verdens aksje- og obligasjonsmarked, for på den måten å oppnå en høyest mulig avkastning gitt en moderat risiko. Med et slikt utgangspunkt mener Strategirådet at det er naturlig at departementet også velger den referanseporteføljen for aksjer som er mest mulig representativ.

Dagens begrensning til store og mellomstore selskaper innebærer en systematisk utvelgelse av de 85 prosent største selskapene fremfor å kjøpe hele aksjemarkedet. En slik strategi kunne forsvares i en tidlig fase av fondets historie ut fra forsiktighetshensyn og ønsket om å tilegne seg erfaring med nye investeringsklasser. Fondet har nå vært investert i globale aksjer i ni år. Etter Strategirådets vurdering er det på dette stadiet i fondets utvikling ikke hensiktsmessig å ekskludere små selskaper fra referanseporteføljen til SPU.

Strategirådet mener at også hensynet til evalueringen av resultatene i den aktive forvaltningen taler for å inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Ettersom små selskaper utgjør et stort segment i aksjemarkedet, og ettersom SPU allerede har tilgang til slike investeringer, vil en referanseportefølje som inkluderer små selskaper gi et riktigere sammenligningsgrunnlag enn dagens referanseportefølje.

Studier av historisk avkastning (se referanser i vedlegg) har dokumentert interessante forskjeller i markedsutviklingen til små og store selskaper:

- De første studiene som målte forskjellen i avkastning mellom små og store selskaper på 1980 tallet og tidlig på 1990 tallet, fant en høyere risikojustert avkastning av små aksjer enn av store.
- Meravkastningen for små selskaper ble dokumentert for mange land, og det var gjennomgående slik at selskapene gjorde det desto bedre jo mindre de var.
- Etter at denne effekten var godt dokumentert fulgte det en periode på 10-15 år hvor observert aksjeavkastning i mange land var lavere for mindre selskaper enn for store. Etter 2000 virker det så igjen å ha vært mest lønnsomt å være investert i de minste selskapene.
- For de markedene der lange tidsserier er tilgjengelig (USA og Storbritannia), har risikojustert avkastning for små selskaper i gjennomsnitt vært noe høyere enn for store.
- Korrelasjonen mellom årlig avkastning for store og små selskaper har vært om lag 0,8. Selv om denne samvariasjonen er høy, gir den likevel grunnlag for en viss spredning av risiko. Rådets egne analyser av historisk aksjeavkastning i USA viser samtidig at korrelasjonen mellom overlappende fem og ti års gjennomsnittlig avkastning har vært lavere enn korrelasjonen mellom årlig avkastning (om lag 0,5-0,6). Datamaterialet er svært begrenset, men det kan indikere at effekten av risikospredning ved å inkludere små selskaper øker med investeringshorisonten.

Disse studiene dokumenterer at avkastningen av investeringer i små aksjeselskaper gjennomgående har utviklet seg bedre enn for store selskaper. Det er vanlig å omtale dette som en «small-cap effekt». De historiske resultatene gir støtte til teorier som forklarer denne effekten med at selskapers størrelse er en egen risikofaktor, knyttet blant annet til at små selskaper kan forventes å få spesielt lav avkastning og lav likviditet i nedgangstider sammenlignet med store og mellomstore aksjeselskaper. En slik risiko vil være relevant for mer kortsiktige investorer, men lite relevant for SPU, som med sin lange investeringshorisont vil være godt posisjonert for å bære en slik risiko. Den teoretiske forklaringen på den positive historiske meravkastningen av aksjer i små selskaper er imidlertid ennå et uavklart spørsmål i faglitteraturen. Det er mulig at denne observerte merav-

kastningen bare reflekterer en historisk tilfeldighet. Den dypere årsaken til «small-cap effekten» har uansett liten betydning for Strategirådets vurdering. Rådet legger mest vekt på at den foreslåtte utvidelsen av referanseporteføljen vil medføre at fondet ikke lenger ekskluderer et vesentlig segment av verdens aksjemarkeder.

Når det gjelder merkostnadene forbundet med å inkludere små selskaper i referanseporteføljen, har Strategirådet tatt utgangspunkt i Norges Banks anslag på hva det vil koste å etablere og vedlikeholde den nye porteføljen. Norges Bank har anslått kostnaden ved selve omleggingen av referanseporteføljen til i underkant av 400 millioner kroner dersom endringen skjer over en periode på ti måneder. Oppdaterte anslag fra Norges Bank indikerer videre at vedlikeholdskostnadene for en portefølje som er lik referanseporteføljen vil øke til 8-9 basispunkter ved å inkludere segmentet for små selskaper (fra om lag 5 basispunkter med dagens referanseportefølje). De vesentlig høyere forvaltningskostnadene ved små aksjer kan muligens forklare hvorfor flere store internasjonale pensjonsfond har valgt å holde slike aksjer utenfor sine referanseporteføljer, og kun lar de inngå i mulighetsområdet for aktiv forvaltning.

Strategirådet mener at de økte kostnadene som Norges Bank anslår, ikke er et sterkt nok argument til å unnlate å inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Det er flere grunner til det:

- I et effektivt fungerende marked vil ikke investorer kjøpe aksjer i de minste selskapene med mindre de blir kompensert for økte kostnader i form av høyere brutto avkastning. I hvilken grad dette vil gjelde i markedet for små selskaper avhenger av hvor effektivt markedet fungerer.
- Kostnadssammenlikninger utført av CEM Benchmarking har vist at kostnadene i forvaltningen av SPU har vært lavere enn i andre store pensjonsfond. Med den erfaring Norges Bank har fått i å forvalte store porteføljer av aksjer og selskapsobligasjoner, er det grunn til å anta at fondet i hvert fall ikke vil ha noen kostnadsulempe sammenlignet med andre store fond som har valgt å investere i små selskaper.
- Små selskaper er mer risikable enn store selskaper, men aksjeavkastningen er mindre enn perfekt korrelert. En enkel analyse av risikoen i en utvidet referanseportefølje viser at den faktisk er marginalt lavere enn risikoen i dagens referanseportefølje. Selv om vi forutsetter at forventet meravkastning av små aksjer er null,

vil den forventede risikojusterte avkastningen likevel være høyere i den utvidede referanseporteføljen. Etter Strategirådets syn vil dette kunne forsvare høyere forvaltningskostnader.

- Den observerte meravkastningen av små aksjeselskaper kan skyldes at investorer påtar seg en annen risiko ved å kjøpe disse, en risiko som de ellers ikke får mulighet til å bære, jf. diskusjonen ovenfor. Denne risikoen er som tidligere påpekt mindre relevant for SPU. Den risiko- og kostnadsjusterte avkastning vil i så fall øke ved å inkludere små selskaper i referanseporteføljen.

4 Konklusjon

Ut fra hensynet til den samlede avkastningen og risikoen i Statens pensjonsfond – Utland anbefaler Strategirådet at fondets referanseportefølje for aksjer utvides med segmentet for små selskaper. Selv om kostnadene isolert sett øker noe etter en slik utvidelse, vil dette kunne antas dekket av en bedre risikojustert forventet avkastning for porteføljen. En slik utvidelse vil gjøre fondets referanseportefølje mer representativ for utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene. En utvidet referanseportefølje vil dessuten gi et riktigere sammenligningsgrunnlag i vurderingen av den aktive forvaltningen av fondet. Rådet anser den foreslåtte utvidelsen å være en naturlig konsekvens av fondets generelle investeringsstrategi, som er å kjøpe en representativ portefølje av verdens aksjemarked.

Strategirådet anbefalte i brev til Finansdepartementet av 2. juni 2006 at aksjeandelen i fondet økes fra 40 til 60 prosent. Etter rådets vurdering vil en utvidelse av referanseporteføljen med små selskaper ikke påvirke vurderingen av den samlede risikoen i fondet eller anbefalingen om å øke aksjeandelen.

Oslo, 20. februar 2007

Erling Steigum (Leder)
Bodil Nyboe Andersen
Monica Caneman
Ida Helliesen
Morten Jensen
Thore Johnsen
Eva Liljebloom

Referanser

- Banz, R., «The relationship between return and market value of common stocks,» *Journal of Financial Economics*, 1981.
- Dimson, E., Marsh, P. and Staunton, M., *Triumph of the Optimists. 101 Years of Global Investment Returns*. Princeton University Press, 2002.
- Fama, E.F. and French, K.R., «The cross-section of expected stock returns,» *Journal of Finance*, 1992.
- Fama, E.F. and French, K.R., «Value versus growth: the international evidence,» *Journal of Finance*, 1998.
- Hawawini, G. and Keim, D., «The cross section of common stock returns: a review of the evidence and some new findings,» in Keim, D. and Ziemba, W. (eds.) *Security Market Imperfections in World Wide Equity Markets*, Cambridge: Cambridge University Press, 2000.
- MacKinlay, A.C., «Multifactor models do not explain deviations from the CAPM,» *Journal of Financial Economics*, 1995.
- Rouwenhorst, K.G., «Local return factors and turnover in emerging stock markets,» *Journal of Finance*, 1999.
- White, H., «A reality check for data snooping,» *Econometrica*, 2000.
-

Vedlegg 3

Konsekvenser for Etikkrådet av å inkludere nye selskaper i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland

Brev fra Etikkrådet til Finansdepartementet av 21. mars 2007

Vi viser til spørsmål fra Finansdepartementet om konsekvensene for Etikkrådet av å inkludere små selskaper i Pensjonsfondets referanseportefølje. En slik omlegging vil i praksis innebære at dagens referanseindeks for aksjer, FTSE All-World, som inneholder i overkant av 2400 store og mellomstore selskaper, byttes ut med FTSE All-Cap. På den måten utvides referanseporteføljen med små selskaper som til sammen utgjør om lag 10 pst. av børsverdien av selskapene i FTSE All-Cap. Antall selskaper i referanseporteføljen øker da til om lag 7000 selskaper. Rådet legger til grunn at de etiske retningslinjene skal praktiseres på samme måte for disse selskapene som for dagens portefølje.

Etikkrådet har vært i kontakt med EIRiS som har to forskjellige avtaler med rådet om overvåking av Pensjonsfondets portefølje. Gjennom den første avtalen overvåker EIRiS porteføljen med sikte på å identifisere selskaper som produserer våpen som skal filtreres fra fondet. Gjennom den andre avtalen gjør EIRiS daglige nyhetssøk etter informasjon om selskaper i porteføljen som kan ha virksomhet i strid med de etiske retningslinjene. I følge EIRiS vil det være mulig å utføre slike oppdrag også om fondets referanseportefølje inkluderer små selskaper.

Et større antall selskaper i fondet vil øke kostnadene for Etikkrådet. Det synes rimelig å legge til grunn at kostnaden for overvåking av porteføljen vil øke proporsjonalt med antall selskaper. I tillegg kan det være behov for å engasjere konsulenter med større regional forankring fordi det kan

være vanskeligere å finne informasjon om mindre selskaper. Videre må en regne med at antallet saker som krever ytterligere utredning, øker. Det vil derfor være nødvendig å styrke utredningskapasiteten i sekretariatet, blant annet gjennom økt bruk av eksterne utredere til å bistå i undersøkelse av konkrete saker. Det virker rimelig å legge til grunn at budsjettbehovet for Etikkrådet vil øke med anslagsvis 3 mill. kroner i året.

Rådet har vært i kontakt med EIRiS for å kartlegge muligheten for å gjennomføre en foreløpig gjennomgang av de nye selskapene med sikte på å identifisere selskaper som er involvert i produksjon av våpen som kvalifiserer for uttrekk fra fondet. Det synes realistisk å foreta en slik første gjennomgang før de nye aksjene kjøpes inn i porteføljen.

Når antallet selskaper øker, øker også risikoen for at det vil være selskaper i porteføljen med virksomhet i strid i retningslinjene. Det kan heller ikke utelukkes at tilgangen på informasjon er dårligere for små selskaper enn for store. Rådet har likevel ikke informasjon som tilsier at investeringer i små selskaper i seg selv verken er mer eller mindre risikable fra et etisk perspektiv enn andre investeringer.

Med hilsen

Eli Lund
Sekretariatsleder
Etikkrådet

Vedlegg 4**Bestemmelser om forvaltningen av Statens pensjonsfond***Kapittel 1***Lov 20. desember 2005 nr. 123
om Statens pensjonsfond**

§ 1.

Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter.

§ 2.

Statens pensjonsfond forvaltes av Finansdepartementet. Fondet består av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge.

Utenlandsdelen anbringes som innskudd på konto i Norges Bank. Motverdien forvaltes etter nærmere regler fastsatt av departementet, jf. § 7.

Innenlandsdelen anbringes som et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet. Motverdien forvaltes etter nærmere regler fastsatt av departementet, jf. § 7.

§ 3.

Inntekter i Statens pensjonsfond – Utland er kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som blir overført fra statsbudsjettet, avkastningen av fondets formue og netto finanstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten.

Kontantstrømmen framkommer som summen av

- de samlede skatte- og avgiftsinntekter av petroleumsvirksomheten som innkreves ifølge lov 13. juni 1975 nr. 35 om skattlegging av undersjøiske petroleumsforekomster m.v. og lov 29. november 1996 nr. 72 om petroleumsvirksomhet,
- avgiftsinntekter ved utslipp av CO₂ i petroleumsvirksomhet på kontinentalsokkelen,
- inntekter som følge av Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten, definert som driftsinntekter og andre inntekter fratrukket driftsutgifter og andre direkte utgifter,

- statlige inntekter på nettooverskuddsavtaler i enkelte utvinningstillatelser,
- utbytte fra Statoil ASA, – overføringer fra Petroleumsforsikringsfondet,
- statens inntekter i forbindelse med fjerning eller annen disponering av innretninger på kontinentalsokkelen,
- statens eventuelle salg av andeler i Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten,
- og fratrukket
- statens direkte investeringer i petroleumsvirksomheten,
- statens utgifter til Petroleumsforsikringsfondet,
- statens utgifter i forbindelse med fjerning eller annen disponering av innretninger på kontinentalsokkelen,
- statens eventuelle kjøp av andeler som ledd i Statens direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten.

Netto finanstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten framkommer som summen av

- brutto inntekter ved statlig salg av aksjer i Statoil ASA,
- og fratrukket
- statlig kapitalinnskudd i Statoil ASA og selskap som ivaretar statens interesser i petroleumsvirksomheten.

§ 4.

Inntekter i Statens pensjonsfond – Norge er avkastningen av de forvaltede midler.

§ 5.

Midlene i Statens pensjonsfond kan bare anvendes til en beløpsmessig overføring til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget.

§ 6.

Statens pensjonsfond kan ikke selv ha rettigheter eller plikter overfor private eller offentlige myndigheter, og kan ikke saksøke eller saksøkes.

§ 7.

Departementet kan gi utfyllende bestemmelser til gjennomføring av loven. Departementet kan også fastsette nærmere bestemmelser om administrasjon mv. av Folketrygdfondet.

§ 8.

Loven gjelder fra den tid Kongen bestemmer. Kongen kan sette i kraft de enkelte bestemmelsene til forskjellig tid. Departementet kan gi overgangsregler.

Bestemmelser om Folketrygdfondet gitt med hjemmel i folketrygdloven § 23-11 fjerde ledd gjelder inntil annet blir fastsatt etter § 7.

§ 9.

Fra den tid loven trer i kraft gjøres følgende endringer i andre lover:

1. Lov 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond oppheves.
2. Lov 28. februar 1997 nr. 19 om folketrygd (folketrygdloven) § 23-11 skal lyde:

§ 23-11. Folketrygdens midler

Rikstrygdeverket skal holde folketrygdens midler regnskapsmessig skilt fra andre midler som det har.

Kapittel 2

Forskrifter om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge

Forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland

Fastsatt av Finansdepartementet 22. desember 2005 med hjemmel i lov om Statens pensjonsfond av 20. desember 2005 nr. 123 § 7.

§ 1 Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond – Utland (heretter kalt «fondet») på vegne av

Finansdepartementet. Banken kan benytte andre forvaltere.

Norges Bank utarbeider årsrapport og kvartalsrapporter for fondet. Rapportene skal være offentlige.

§ 2 Plassering av fondet

Fondet skal være plassert på særskilt konto i form av kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank skal i bankens eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd denominert i utenlandsk valuta.

Den faktiske porteføljen skal settes sammen gjennom utstrakt bruk av diversifisering.

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

§ 3 Regnskapsmessig avkastning

Verdien på kronekontoen til fondet settes lik verdien av porteføljen av finansielle instrumenter og kontantinnskudd i utenlandsk valuta. Norges Banks bokførte avkastning på porteføljen med fra-drag for godtgjøring til Norges Bank tillegges fondets kronekonto pr. 31. desember hvert år.

§ 4 Investeringsunivers

Fondet skal plasseres i henhold til følgende fordeling på aktivaklasser:

- Rentebærende instrumenter 50-70 pst.
- Egenkapitalinstrumenter 30-50 pst.

Det kan benyttes finansielle instrumenter, herunder derivater, som henger naturlig sammen med aktivaklassene som er nevnt i første ledd. Det kan også investeres i råvarebaserte kontrakter og fondsandeler. Ved beregning av aktivafor-de-ling etter første ledd, skal råvarebaserte instrumenter holdes utenfor.

Porteføljen av rentebærende instrumenter skal plasseres i henhold til følgende valuta- og regionfordeling:

- Europa 50-70 pst.
- Amerika og Afrika 25-45 pst.
- Asia og Oceania 0-15 pst.

Porteføljen kan plasseres i rentebærende instrumenter utstedt i en valuta til et av følgende land:

- Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Island, Italia, Kypros Luxem-

bourg, Nederland, Polen, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tsjekkia, Tyskland, Ungarn, Østerrike.

- Amerika: Canada, Mexico og USA.
- Afrika: Sør-Afrika.
- Asia og Oceania: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore og Sør-Korea.

Porteføljen for egenkapitalinstrumenter skal plasseres i henhold til følgende valuta- og regionfordeling:

- Europa 40-60 pst.
- Amerika og Afrika 25-45 pst.
- Asia og Oceania 5-25 pst.

Porteføljen kan plasseres i egenkapitalinstrumenter notert på regulert og anerkjent markedsplass i følgende land:

- Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Island, Italia, Kypros, Luxembourg, Nederland, Polen, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tsjekkia, Tyrkia, Tyskland, Ungarn og Østerrike.
- Amerika: Brasil, Canada, Chile, Mexico og USA.
- Afrika: Sør-Afrika.
- Asia og Oceania: Australia, Filippinene, Hong Kong, India, Indonesia, Israel, Japan, Kina, Malaysia, New Zealand, Singapore, Sør-Korea, Taiwan og Thailand.

Det er ikke tillatt å investere i verdipapirer utstedt av norske foretak. Med norsk foretak menes ethvert foretak med hovedkontor i Norge.

§ 5 Referanseportefølje og relativ volatilitet

Finansdepartementet fastsetter en referanseportefølje for fondet.

Den forventede forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen målt ved forventet relativ volatilitet på annualisert basis, skal maksimalt være 1,5 prosentpoeng.

§ 6 Eie av aksjer

Investeringene kan ikke plasseres slik at fondet oppnår en eierandel på mer enn fem prosent av de aksjene i ett enkelt selskap som gir stemmerett.

Norges Bank skal utøve eierrettigheter for fondet. Finansdepartementet kan gi utfyllende retningslinjer for Norges Banks eierskapsutøvelse. Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser.

§ 7 Risikosystemer og risikostyring

Norges Bank skal påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumenter som brukes i forvaltningen av fondet. Det samme gjelder for håndtering av motpartsrisiko og operasjonell risiko.

§ 8 Filtrering og uttrekk

Finansdepartementet fastsetter etiske retningslinjer for fondet og beslutter om konkrete utstedere skal utelukkes fra fondets investeringsmuligheter. Det oppnevnes et etisk råd som skal gi en vurdering av om plasseringsmuligheter i finansielle instrumenter utstedt av nærmere angitte utstedere er i strid med de etiske retningslinjene.

Finansdepartementet kan gi nærmere regler for rådet, dets virksomhet og organisasjon.

§ 9 Ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft 1. januar 2006. Forskrift 19. november 2004 nr. 1488 for forvaltning av Statens petroleumsfond oppheves samme dato.

Forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

Forskrift 15. desember 2006 nr. 1419 om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Fastsatt av Finansdepartementet med hjemmel i lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond § 7.

§ 1 Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond – Norge (heretter kalt «fondet») på vegne av Finansdepartementet.

§ 2 Plassering av fondet

Fondet er et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet. Folketrygdfondet skal i eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd.

Styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning over tid i norske kroner under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet. Styret skal påse at det er betryggende risikostyring i forvaltningen av fondet.

Styret skal utpeke Folketrygdfondets internrevisjon. Styret skal godkjenne internrevisjonens ressurser og planer på årlig basis. Internrevisjonen rapporterer til styret.

§ 3 Regnskapsmessig avkastning

Verdien av fondet settes lik verdien av Folketrygdfondets portefølje av finansielle instrumenter og kontantinnskudd. Folketrygdfondets forvaltningsresultat tillegges kapitalen pr. 31. desember hvert år.

§ 4 Plasseringsrammer

Fondets midler kan plasseres i aksjer, grunnfondsbevis, obligasjoner, sertifikater og som innskudd i forretnings- og sparebanker.

Innenfor en ramme på 50 prosent av fondets kapital målt til anskaffelseskost kan midlene plasseres i aksjer og grunnfondsbevis notert på norsk børs eller på børs i Danmark, Finland eller Sverige, børsnoterte konvertible obligasjoner, børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper og, etter godkjenning fra Finansdepartementet, i aksjer i norske selskaper ellers hvor aksjene er gjenstand for regelmessig og organisert omsetning. Plassering i aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige må samlet ikke overstige 20 prosent av fondets ramme for aksjeplasseringer. Innenfor rammen for aksjeplasseringer kan fondets midler plasseres i ikke-børsnoterte aksjer i norske selskaper som har søkt eller har konkrete planer om å søke børsnotering. Plassering i denne type aksjer kan ikke overstige 5 prosent av rammen for aksjeplasseringer.

Inntil 10 prosent av fondets kapital målt til anskaffelseskost kan plasseres i obligasjoner og sertifikater av utstedere hjemmehørende i Danmark, Finland eller Sverige.

Annet ledd er ikke til hinder for at Folketrygdfondet kan beholde aksjer i norsk selskap som i forbindelse med oppkjøp, fusjon el. endrer status til å bli utenlandsk selskap.

Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 5 pst. av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland og Sverige.

Folketrygdfondet skal utøve eierrettigheter for fondet. Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser.

Folketrygdfondet kan, etter nærmere ret-

ningslinjer fastsatt av Finansdepartementet, inngå salgs- og gjenkjøpsavtaler knyttet til egenkapitalinstrumenter og rentebærende instrumenter der erververen av instrumentene etter avtalen har plikt til å tilbakeføre disse til selger.

Folketrygdfondet kan benytte rente- og valuta-derivater i styring av porteføljen av renteinstrumenter.

§ 5 Sammensetning av styret

Styret skal bestå av ni medlemmer, som med personlige varamedlemmer oppnevnes av Kongen for fire år om gangen, inntil regnskapet er avsluttet for det fjerde året som er gått etter at oppnevningen ble foretatt.

Dersom medlemmer eller varamedlemmer entlediges eller dør i løpet av den tid de er oppnevnt for, skal nytt medlem eller varamedlem oppnevnes for den gjenstående tid.

Kongen utpeker lederen for styret. Styret velger nestlederen blant sine medlemmer.

Styret skal ha sete i Oslo.

§ 6 Styremøter

Styremøte holdes når lederen eller et av styrets øvrige medlemmer krever det. Lederen sørger for innkalling til møtene med minst 8 dagers varsel.

Styret er beslutningsdyktig når minst halvparten av medlemmene eller deres varamedlemmer er til stede, herunder lederen eller nestlederen.

Styremedlemmene og varamedlemmene skal ha godtgjøring som fastsettes av Finansdepartementet. Under reise tilkommer skyss- og kostgodtgjøring som bestemt for offentlige tjenestemenn.

§ 7 Folketrygdfondets administrasjon

Folketrygdfondets administrasjon har ansvar for å forberede og forelegge de saker som skal behandles av styret, og skal også forestå den administrative håndtering av plasseringsvirksomheten, dersom styret ikke har bestemt noe annet.

Utgifter til forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge dekkes av fondets midler.

Administrerende direktør i Folketrygdfondets administrasjon beskikkes av Kongen i statsråd. Folketrygdfondets styre kan avgi uttalelse før stillingen besettes, jf. kgl. res. av 11.12.1983.

De øvrige tjenestemenn tilsettes i henhold til reglene i fondets personalreglement, jf. lov av 4. mars 1983 nr. 3 om statens tjenestemenn m.m.

Deres lønns- og arbeidsvilkår fastsettes av styret med orientering til Finansdepartementet.

Styret har ansvaret for å fastsette nærmere instruks for direktøren.

§ 8 Årsregnskap, årsberetning og halvårsrapport

Styret skal sørge for at det for hvert kalenderår blir utarbeidet årsregnskap og årsberetning i samsvar med god regnskapsskikk og at Folketrygd-fondet følger god bokføringsskikk. Årsregnskap og årsberetning skal være fastsatt senest 15. mars. Styret skal også sørge for at det blir utarbeidet halvårsrapport innen 15. august.

Årsregnskapet, årsberetningen og halvårsrapporten er offentlige.

§ 9 Revisjon

Riksrevisjonen har ansvaret for revisjonen av Statens pensjonsfond – Norge.

Styret skal snarest mulig og senest 15. mars sende årsberetning og årsregnskap til Finansdepartementet som sender melding til Stortinget.

§ 10 Taushetsplikt

Alle som deltar i fondsforvaltningen i medhold av disse regler, har taushetsplikt etter forvaltningsloven § 13 til 13e.

§ 11 Utfyllende regler

Finansdepartementet kan gi nærmere bestemmelser til utfylling og gjennomføring av reglene. Finansdepartementet kan i særlige tilfeller dispensere fra § 4.

§ 12. Ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft 1. januar 2007. Fra den tid reglene trer i kraft, oppheves regler om administrasjon av Folketrygd-fondet og om forvaltning av midlene, revisjon, m.v. fastsatt av Stortinget 20. juni 1997, sist endret 15. desember 2004.

Kapittel 3

Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Disse retningslinjene gir utfyllende bestemmelser til lov om Statens pensjonsfond og forskrift om

forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland («forskriften»).

Innhold:

1. Referanseportefølje
2. Rebalansering av referanseporteføljen
3. Relativ volatilitet og tilleggsbegrensninger
4. Krav til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko
5. Etikk

1. Referanseportefølje – forskriften § 5

1.1 Strategisk referanseportefølje

Den strategiske referanseporteføljen er satt sammen av 60 pst. rentebærende instrumenter og 40 pst. egenkapitalinstrumenter.

1.2 Referanseporteføljen for rentebærende instrumenter

Den strategiske referanseporteføljen for rentebærende instrumenter har følgende sammensetning:

- 60 pst. av porteføljen skal bestå av Lehman Global Aggregate (LGA) og Lehman Global Real (LGR) i Europa unntatt norske kroner (NOK) og tillagt innenlandske statsobligasjoner som inngår i Lehman Swiss Franc Aggregate.
- Denne delen av referanseporteføljen består av følgende valutaer: Euro, britiske pund, sveitsiske franc, svenske kroner og danske kroner.
- 35 pst. av porteføljen skal bestå av LGA og LGR i USA og Canada med andelen for pantsikrede lån (MBS¹/ABS²) i USD vektet ned til 25 pst. i forhold til en rent markedsvektet indeks. Innenlandske statsobligasjoner (nominelle og inflasjonsindekserte), andre offentlige obligasjoner («LGA Government related») med unntak av usikrede obligasjoner utstedt av offentlige institusjoner («Agencies») og foretaksobligasjoner («LGA Corporates») i USD er tilsvarende oppjustert i forhold til sin markedsverdi. Denne delen av referanseporteføljen består av følgende valutaer: Kanadiske dollar og amerikanske dollar.
- 5 pst. av porteføljen skal bestå av innenlandske statsobligasjoner fra utviklede markeder i LGA og LGR i Asia/Oceania (Japan, Australia, New Zealand og Singapore). Japans andel beregnes med utgangspunkt i en faktor på 25 pst. av mar-

¹ Mortgage Backed Securities (MBS) – verdipapiriserte boliglån.

² Asset Backed Securities (ABS) – pantelånsikrede instrumenter.

kedskapitaliseringsverdien til japanske obligasjoner.

Denne delen av referanseporteføljen består av følgende valutaer: Australske dollar, japanske yen, New Zealand-dollar og Singapore-dollar.

Ved hvert månedsskifte endres sammensetningen av referanseindeksen i henhold til de endringer i sammensetning som Lehman Brothers gjennomfører.

Dersom nye valutaer som ellers inngår i referanseporteføljen tas inn i LGR, inkluderes disse instrumentene i referanseporteføljen fra det tidspunkt Finansdepartementet bestemmer.

1.3 Referanseporteføljen for egenkapitalinstrumenter

Den strategiske referanseporteføljen for egenkapitalinstrumenter er basert på skattejusterte FTSE All-World indekser (store og mellomstore selskaper) og skal ha følgende sammensetning:

- 50 pst. FTSE All-World Europe der følgende land er inkludert: Belgia, Danmark,
- Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia,
- Sveits, Sverige, Tyskland og Østerrike.
- 35 pst. FTSE All-World Americas /FTSE All-World Africa der følgende land er inkludert: Brasil, Canada, Mexico, USA og Sør-Afrika.
- 15 pst. FTSE All-World Asia Pacific der følgende land er inkludert: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore, Sør-Korea og Taiwan.

Fordelingene innenfor hver region er fastsatt på grunnlag av markedskapitaliseringsvekter med daglig rebalansering av landvektene.

2. Rebalansering av referanseporteføljen – forskriften § 5

Dette punktet er unntatt offentlighet.

3. Relativ volatilitet og tilleggsbegrensninger – forskriften §§ 4-6

3.1 Grense for relativ volatilitet

Det er et generelt krav at beregning av forventet (ex ante) relativ volatilitet skal gjøres i et system som modellerer risikoen knyttet til de viktigste finansielle instrumentene som fondet investerer i. I de tilfellene der systemet ikke modellerer finan-

sielle instrumenter fondet er investert i, skal tilnærmingene baseres på konservative anslag og metoder slik at det er større sannsynlighet for at den forventede relative volatiliteten blir overvurdert enn undervurdert i forhold til realisert relativ volatilitet. Systemet skal aggregere risiko over aktivklasser og finansielle instrumenter på en tilfredsstillende måte.

Et viktig mål for risikosystemet er at risikoen knyttet til de finansielle instrumentene skal beregnes på en slik måte at estimert risiko i fondet over tid skal avvike minst mulig fra faktisk risiko. Det er også hensiktsmessig med en viss stabilitet i valg av system for beregning av risiko.

3.2 Rentebærende papirer utstedt av offentlig sektor i et annet lands valuta

Forskriftens § 4, tredje ledd bestemmer hvilke lands valutaer fondets portefølje av rentebærende instrumenter kan plasseres i. For obligasjoner utstedt av offentlig sektor [LGA Government related, Government index-linked og Treasury] i andre land, men i en valuta som tilhører et av landene eller områdene som er spesifisert i forskriftens § 4, tredje ledd gjelder egne regler. Fondets midler kan plasseres i slike rentebærende papirer dersom verdipapirets kredittvurdering (rating) tilfredsstillende og minimumskrav som tilsvarende «investment grade» fra ett anerkjent kredittvurderingsselskap. Inntil 0,5 pst. av den rentebærende porteføljens markedsverdi kan komme fra slike verdipapirer som har BB/Ba/BB som høyeste langsiktige kredittvurdering fra minimum ett anerkjent kredittvurderingsselskap. Norges Bank fastsetter nærmere regler for likvidering av beholdninger dersom slike verdipapirer blir nedgradert til under godkjent minstekrav. Dersom et rentebærende verdipapir ikke tilfredsstillende disse kravene, men inngår i fondets referanseportefølje, er det likevel tillatt å investere i verdipapiret.

3.3 Nærmere om beregning av eierandeler

Hvis et børsnotert selskap ikke opererer med begrepet «aksjekapital» eller tilsvarende, skal eierandelen beregnes ut fra selskapets samlede børsverdi («market capitalisation») – det vil si samlet antall utstedte aksjer multiplisert med aksjens markedsverdi.

4. Krav til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko – forskriften § 7

Verdivurdering, avkastningsmåling og styring,

måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Fondet kan ikke investeres i markeder, aktivaklasser eller instrumenter dersom disse kravene ikke kan oppfylles. Jf. også punkt 3.1.

4.1 Verdivurdering og avkastningsmåling

Metoden for å fastsette verdien av finansielle instrumenter skal være etterprøvbar og med rimelig sikkerhet representere den virkelige verdien av fondets eiendeler på måletidspunktet. Verdifastsettelsen skal minst skje månedlig og være basert på markedspriser eller anerkjente prismoeller der markedspriser ikke kan observeres.

4.2 Styring, måling og kontroll av risiko

4.2.1 Markedsrisiko

Markedsrisikoen skal måles slik at det kan godtgjøres at grensen for relativ risiko i Pensjonsfondet overholdes. Beste praksis på området skal benyttes med hensyn til målemetoder, detaljeringsgrad (dekomponering) og målefrekvens.

4.2.2 Motpartsrisiko

Norges Bank skal ha betryggende rutiner og systemer for utvelgelse og evaluering av motparter. Oppfølgingssystem og målefrekvens for kontroll av motpartsrisiko, herunder krav til minimum kredittvurdering og eksponeringsrammer, skal følge beste praksis på området.

Motparter for usikrede innskudd og ikke-børsnoterte derivathandler skal ha en langsiktig kredittvurdering på minimum A-/A3/A- fra minst ett av de tre byråene Fitch, Moody's eller Standard & Poor's. I særlige tilfeller kan Norges Bank gjøre unntak fra dette minimumskravet for en sentral motpart. Finansdepartementet orienteres i ettertid dersom slike unntak er gitt.

Norges Bank må fastsette utfyllende krav til kredittvurdering, sikkerhetsstillelse og eksponeringsrammer som er hensiktsmessige i den operative forvaltningen, og måle samlet eksponering overfor motparter i henhold til internasjonalt anerkjente metoder som tilfredsstillende krav til etterprøvbarhet og nøyaktighet.

Norske banker kan benyttes som motpart i valutahandel og ved bankinnskudd, såfremt dette er i en valuta innenfor investeringsuniverset.

4.2.3 Operasjonell risiko

Det skal benyttes identifiserings- og målemetoder som følger internasjonalt anerkjente standarder for de ulike dimensjonene av operasjonell risiko. Den operasjonelle risikoen skal være identifisert og skal kunne måles og kontrolleres før ny virksomhet (som for eksempel plassering i nye land, instrumenter, aktivaklasser, motparter, eksterne tjenesteytere, IT-systemer m.m.) igangsettes.

4.3 Rapportering

Årsrapportene som Norges Bank utarbeider etter forskriftens § 1, skal bl.a. inneholde:

- Norges Banks strategiplan og investeringsstrategi for fondet
- En opplisting av alle vesentlige eksterne tjenesteleverandører, inkl. fullstendig opplisting av eksterne forvaltere
- En redegjørelse for de standarder Norges Bank benytter i verdivurdering (regnskapet), avkastningsmåling, samt styring, måling og kontroll av identifiserte risikofaktorer (markedsrisiko, motpartsrisiko og operasjonell risiko)
- Rapportering av fondets avkastning, inkl. absolutt og relativ avkastning målt i norske kroner og fondets valutakurv, realavkastning, dekomponering av avkastning på aktivaklasse og intern/ekstern forvaltning
- Rapportering av kostnader knyttet til innfasing av nye midler, ekskludering av selskaper og andre endringer som følger av Finansdepartementets beslutninger om endringer i fondets referanseportefølje
- Rapportering av fondets absolutte og relative markedsrisiko (volatilitet), månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser
- Sammensetning av renteporteføljen etter hovedgrupper av kredittvurderingskarakter
- En oversikt over nye land, valutaer og instrumenter som porteføljen har vært investert i
- Oversikt over fondets plasseringer i forhold til forskriftens kvantitative bestemmelser
- Utøvelse av eierrettigheter i samsvar med departementets etiske retningslinjer, jf. punkt 5.3.2.
- En liste over selskaper som er trukket ut av investeringsuniverset
- Regnskapsrapportering iht. Norges Banks regnskapsprinsipper
- Fullstendig opplisting av aksjer og obligasjoner pr. 31.12.

- Organisering og driftskostnader i Norges Bank Kapitalforvaltning

Kvartalsrapportene som Norges Banks utarbeider skal bl.a. inneholde:

- Rapportering av fondets avkastning, inkl. absolutt og relativ avkastning mål i norske kroner og fondets valutakurv, realavkastning, samt beskrive viktige bidrag til relativ avkastning
- Rapportering av fondets absolutte og relative markedsrisiko (volatilitet), månedstall – samlet og fordelt på aktivaklasser
- Sammensetning av renteporteføljen etter hovedgrupper av kredittvurderingskarakter
- Oversikt over fondets plasseringer i forhold til forskriftens kvantitative bestemmelser
- En liste over selskaper som er trukket ut av investeringsuniverset
- Regnskapsrapportering iht. Norges Banks regnskapsprinsipper

Brudd på forskriftens eierandelsbegrensning som blir reversert innen ti handledager, representerer ikke et formelt brudd på forskriften og skal dermed ikke rapporteres til departementet.

5. Etikk – forskriften § 8

5.1 Grunnlag

De etiske retningslinjene for fondet bygger på to grunnlag:

- Fondet er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom. Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling.
- Fondet skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlater som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljødelegger.

5.2 Virkemidler

Det etiske grunnlaget for fondet skal fremmes gjennom følgende tre virkemidler:

- Eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper
- Negativ filtrering fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper
- Uttrekk av selskaper fra investeringsuniverset der det anses å være en uakseptabel risiko for å medvirke til:
 - Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnarbeid og annen utbytting av barn
 - Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
 - Alvorlig miljøskade
 - Grov korrupsjon
 - Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

5.3 Eierskapsutøvelse

5.3.1

Det overordnede målet for Norges Banks utøvelse av eierrettigheter for fondet er å sikre fondets finansielle interesser. Utøvelsen av eierrettighetene skal bygge på at fondet har en lang tidshorisont for sine investeringer, og at investeringene er bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset. Eierskapsutøvelsen skal i hovedsak baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper. Det skal framgå av Norges Banks interne retningslinjer for utøvelse av eierrettighetene hvordan disse prinsippene integreres i eierskapsutøvelsen.

5.3.2

Norges Bank skal i forbindelse med sin regulære årsrapportering redegjøre for sin utøvelse av eierrettigheter. Det skal gjøres rede for hvordan banken har opptrådt som eierrepresentant – herunder hva som er gjort for å ivareta de spesielle interessene knyttet til langsiktighet og bredde i investeringsomfang i henhold til punkt 5.3.1.

5.3.3

Norges Bank kan delegere utøvelsen av eierrettigheter i samsvar med disse retningslinjene til eksterne forvaltere.

5.4 Filtrering og uttrekk

5.4.1

Finansdepartementet treffer beslutning om negativ filtrering og uttrekk av selskaper fra investeringsmulighetene etter tilrådning fra fondets etiske råd. Tilrådingene og beslutningene er offentlige. Departementet kan i særlige tilfeller utsette tidspunktet for offentliggjøring dersom det anses nødvendig for en finansielt forsvarlig gjennomføring av uttrekk av selskapet.

5.4.2

Fondets etiske råd består av fem medlemmer. Rådet har sitt eget sekretariat. Rådet avgir årlig rapport om sin virksomhet til Finansdepartementet.

5.4.3

Rådet gir tilrådning om hvorvidt en investering kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser etter anmodning fra Finansdepartementet.

5.4.4

Rådet gir tilrådning om negativ filtrering av et eller flere selskaper på grunnlag av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper. Rådet gir tilrådning om å trekke et eller flere selskaper ut av investeringsuniverset på grunn av handlinger eller unnlaterelser som innebærer en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til:

- Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnarbeid og annen utbytting av barn
- Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- Alvorlig miljøskade
- Grov korrupsjon
- Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

Rådet tar opp saker under dette punkt på eget ini-

tiativ eller etter anmodning fra Finansdepartementet.

5.4.5

Rådet innhenter nødvendig informasjon på fritt grunnlag og sørger for at saken er så godt belyst som mulig før tilrådning om uttrekk eller utelukkelse fra investeringsuniverset gis. Rådet kan be Norges Bank om opplysninger om hvordan konkrete selskaper er håndtert i eierskapsutøvelsen. Henvendelse til vedkommende selskap skal skje gjennom Norges Bank. Vurderer rådet å tilrå uttrekk, skal utkast til tilrådning, sammen med grunnlaget for den, forelegges selskapet til uttalelse.

5.4.6

Rådet skal rutinemessig vurdere om grunnlaget for utelukkelse fortsatt er til stede og kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale Finansdepartementet at en beslutning om utelukkelse oppheves.

5.4.7

De avgjørelser Finansdepartementet fatter i forbindelse med tilrådning fra rådet, skal umiddelbart meddeles Norges Bank. Finansdepartementet kan be Norges Bank meddele de berørte selskaper hvilken avgjørelse departementet har fattet og begrunnelsen for avgjørelsen.

5.5 Utelukkelse av enkeltelskaper

Det skal føres liste over enkeltelskaper som er utelukket fra fondets investeringsunivers. Listen inngår som vedlegg til disse retningslinjene.

Vedlegg

Selskaper som er utelukket fra Statens pensjonsfond – Utlands investeringsunivers

Alliant Techsystems Inc.
 EADS Co (European Aeronautic Defence and Space Company)
 EADS Finance BV
 General Dynamics Corporation
 L3 Communications Holdings Inc.
 Lockheed Martin Corp.
 Raytheon Co.
 Thales SA.
 Singapore Technologies Engineering

BAE Systems Plc.
Boeing Co.
Finmeccanica Sp. A.
Honeywell International Inc.
Northrop Grumman Corp.
United Technologies Corp.
Safran SA
Wal-Mart Stores Inc.
Wal-Mart de Mexico SA de CV
Freeport McMoRan Copper&Gold Inc.
Poongsan Corp.
DRDGOLD Ltd.

Kapittel 4

Forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norge Bank

Følgende forvaltningsavtale for Statens pensjonsfond – Utland er inngått mellom Finansdepartementet og Norges Bank 12. februar 2001 og sist endret 22. desember 2005.

1. Avtalens innhold mv.

Staten ved Finansdepartementet har gitt Norges Bank i oppdrag å forestå den operative forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland («fondet»). Forvaltningen av fondet er regulert i lov om Statens pensjonsfond av 20. desember 2005, forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – utland og retningslinjer med utfyllende bestemmelser som er eller måtte bli vedtatt av Finansdepartementet. Denne avtale regulerer sammen med nevnte regelverk forholdet mellom Finansdepartementet og Norges Bank i forbindelse med forvaltningen av fondet.

Alle meddelelser som berører denne avtale, skal være skriftlige og undertegnet. Slike meddelelser skal sendes til Norges Bank Kapitalforvaltning og til Økonomiavdelingen i Finansdepartementet.

2. Norges Banks plikter

2.1 Norges Banks ansvar

Norges Bank skal forvalte fondet i samsvar med lov, økonomireglement for staten, forskrifter og andre vedtak og retningslinjer som gjelder for fondet, jf. punktene 1 og 3.1. Saker av særlig viktighet skal forelegges Finansdepartementet.

Kvartals- og årsrapporter om forvaltningen av fondet som Norges Bank avgir, jf. forskriftens § 1, skal være bekreftet av Norges Banks Revisjon.

Norges Bank skal uten ugrunnet opphold varsle departementet dersom det har funnet sted eller ventes å finne sted vesentlige endringer i fondets verdier. Norges Bank plikter å gi Finansdepartementet de opplysningene departementet ber om, herunder opplysninger i datalesbar form til selskap som bistår departementet i vurderingen av Norges Banks forvaltning av fondet.

Norges Bank er erstatningspliktig overfor staten for tap som følge av uaktsomhet eller forsett fra bankens side eller fra eksterne forvaltere eller eksterne tjenesteytere som banken har inngått avtale med, jf. avtalens pkt. 2.2 første ledd.

2.2 Forvaltning av fondet

Norges Bank kan benytte eksterne forvaltere og også for øvrig gjøre bruk av eksterne tjenesteytere ved forvaltningen av fondsmidlene. Slike forvaltere må ha betryggende interne etiske retningslinjer for sin egen virksomhet. Norges Bank er avtalepart med slike tjenesteytere, og skal føre tilsyn med deres virksomhet på vegne av fondet.

Finansdepartementet skal orienteres om valg av eksterne tjenesteytere av vesentlig betydning for forvaltningen og om grunnlaget for valget. Departementet skal motta kopier av vedleggene om godtgjøring i nye forvaltningsavtaler som Norges Bank har inngått med eksterne forvaltere i forbindelse med forvaltningen av fondet. Godtgjøring til eksterne forvaltere skal skje slik at fondet beholder den vesentligste delen av økninger i meravkastningen. Finansdepartementet kan kreve å få seg forelagt alle kontrakter Norges Bank har inngått i forbindelse med forvaltningen av fondet.

2.3 Endringer i forskrifter, retningslinjer mv.

Etter anmodning fra Finansdepartementet skal Norges Bank gi departementet råd om endringer i rammevilkårene for forvaltningen, herunder forskrifter, vedtak og retningslinjer som departementet fastsetter. Norges Bank kan også fremme egne forslag om endringer i rammevilkårene dersom banken anser det hensiktsmessig.

2.4 Uttrekk og filtrering av enkelte finansielle instrumenter

Norges Bank skal etter anmodning fra Finansdepartementet eller fondets etiske råd innhente opplysninger fra nærmere angitte utstedere og gi disse opplysningene til rådet.

Dersom Finansdepartementet treffer vedtak om å utelukke bestemte finansielle instrumenter fra investeringsmulighetene til fondet, skal Norges Bank normalt gis en frist på åtte uker til å gjennomføre eventuelle nedslag fra fondet.

Norges Bank skal gi melding til Finansdepartementet når et nedslag er gjennomført. Finansdepartementet skal vurdere offentliggjøring av rådets og Finansdepartementets vurderinger fra sak til sak, jf. kgl. res. av 19. november 2004. Dersom forvaltningsmessige hensyn tilsier det, skal offentliggjøring søkes utsatt til etter at Finansdepartementet har mottatt melding om at nedslag er gjennomført.

2.5 Informasjon

Norges Bank skal innenfor offentlighetsloven og forvaltningslovens rammer, og etter nærmere retningslinjer fra Finansdepartementet, gi informasjon til offentligheten om utførelsen av forvalteropdraget.

3. Finansdepartementets plikter

3.1 Forskrifter retningslinjer mv.

Norges Bank skal ha anledning til å uttale seg før det foretas endringer i forskrifter, vedtak eller retningslinjer om forvaltningen, og skal ha varsel i rimelig tid for å kunne foreta eventuelle endringer i porteføljen.

3.2 Godtgjøring

Godtgjøringen skal skje i samsvar med Vedlegg 1 til denne avtale. Beregningsmåten for godtgjøringen kan innen 1. desember hvert år kreves endret av begge parter for det påfølgende kalenderår.

Godtgjøringen trekkes fra fondets brutto avkastning før netto avkastning tilføres fondets kronekonto pr. 31. desember hvert år. Norges Bank skal oversende sin beregning av godtgjøringen til Finansdepartementet så tidlig som mulig og senest en uke før endelig regnskapsavslutning.

3.3 Kreditering

Finansdepartementet foretar eventuelle overføringer av midler fra statskassen til fondets kronekonto i Norges Bank. Meldingsfrist til Norges Bank og endelig kronebeløp som krediteres følger av de til enhver tid gjeldende retningslinjer for rebalansering av fondet.

3.4 Debitering

Finansdepartementet gir Norges Bank melding i rimelig tid for tilpasning av porteføljen før det foretas trekk på fondet. Finansdepartementet gir beskjed om hvilken konto overføringen skal godskrives.

3.5 Skattespørsmål

Finansdepartementet skal bidra til å frembringe den dokumentasjon som er nødvendig for å avklare skatteposisjonen for de plasseringer av fondets midler som er foretatt i utlandet.

4. Endringer og oppsigelse

4.1 Endringer

Avtalen skal endres når endringer i lov eller forskrift, vedtak eller retningslinjer tilsier det. For øvrig kan denne avtale med vedlegg ikke endres uten etter skriftlig samtykke fra begge parter.

4.2 Oppsigelse mv.

Dersom ingen av partene innen 31. desember i et år har gitt skriftlig melding om at avtalen skal opphøre pr. 31. desember påfølgende år, vil avtalen løpe ytterligere ett år om gangen inntil slik melding blir gitt.

Finansdepartementet gir nærmere regler og instruksjoner ved avvikling av forvaltningsopdraget, herunder om sluttvederlag og annen godtgjøring til Norges Bank i forbindelse med avviklingen. Punkt 3.1 gjelder tilsvarende.

Oslo, den 22.12.2005

For Finansdepartementet

For Norges Bank

Vedlegg 1

Godtgjøring for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Godtgjøringen skal dekke de kostnader Norges Bank har ved forvaltningen av fondet. For 2006 vil dog kostnader utover 10,0 basispunkter av fondets gjennomsnittlige markedsverdi ikke bli dekket. Beregning av gjennomsnittsbeløpet baseres på markedsverdien av fondets portefølje regnet i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret. I tillegg til kostnadsdekning innen-

for den øvre grensen godtgjøres Norges Bank for følger av oppnådd meravkastning.
den del av honoraret til eksterne forvaltere som

Offentlige etater kan bestille flere eksemplarer fra:
Departementenes servicesenter
Kopi- og distribusjonsservice
www.publikasjoner.dep.no
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
Telefaks: 22 24 27 86

Abonnement, løssalg og pris fåes ved henvendelse til:
Akademika AS
Avdeling for offentlige publikasjoner
Postboks 84 Blindern
0314 OSLO
E-post: offpubl@akademika.no
Telefon: 22 18 81 00
Telefaks: 22 18 81 01
Grønt nummer: 800 80 960

Publikasjonen finnes på internett:
www.regjeringen.no

Foto: Jiri Havran

Trykk: GAN Grafisk AS – 4/2007 – opplag 3000

