

Meld. St. 26

(2016–2017)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016



Innhold

Del I	Forvaltningen av Statens pensjonsfond	7	5	Statens pensjonsfond Norge: videreutvikling av strategi og forvaltning	87
1	Innledning og sammendrag	9	5.1	Nye krav til rapportering og styring av risiko	87
2	Statens pensjonsfond utland: strategi og resultater	16	6	Ansvarlig forvaltning	90
2.1	Dagens investeringsstrategi	16	6.1	Dagens rammeverk	90
2.2	Resultater	21	6.2	Gjennomføring av arbeidet med ansvarlig forvaltning	92
2.3	Kontroller	34	6.3	Erfaringer med kull- og klimakriteriene i SPU	98
3	Statens pensjonsfond utland: videreutvikling av strategi og forvaltning	36	6.4	Klimarisiko	100
3.1	Aksjeandelen	36	6.5	Forventningsdokument om åpenhet i internasjonal selskapsbeskatning	104
3.2	Investeringer i unotert infrastruktur	58	6.6	OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper	105
3.3	Retningslinjer for statsobligasjoner	64	Del II	Temaartikkel	107
3.4	Reguleringen av investeringer i unotert eiendom	68	7	Nasjonalformuen og investeringene i SPU	109
3.5	Organisering av investeringene i unotert eiendom	72	Vedlegg		
3.6	Gjennomgang av Norges Banks forvaltning	72	1	Ord og uttrykk	115
3.7	Styringsstrukturen i Norges Bank	72	2	Historiske tabeller	122
3.8	Investeringer i unoterte aksjer	72			
4	Statens pensjonsfond Norge: strategi og resultater	74			
4.1	Dagens investeringsstrategi	74			
4.2	Resultater	75			
4.3	Kontroller	85			



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 26

(2016–2017)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016

*Tilråding fra Finansdepartementet 31. mars 2017,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Solberg)*

Del I
Forvaltningen av Statens pensjonsfond

1 Innledning og sammendrag

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

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

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

Finansdepartementet legger i denne meldingen frem resultater og vurderinger av forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016. Meldingen drøfter videreutvikling av strategien for investeringene, herunder valg av aksjeandel i SPU. Den gjør også rede for arbeidet med ansvarlig forvaltning.

Fondets investeringsstrategi

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

Investeringsstrategien for SPU og SPN fremgår av fondenes mandater, og kommer blant annet til uttrykk gjennom sammensetningen av referanseindeksene. Andelen aksjer er satt til 62,5 pst.

for SPU og 60 pst. for SPN. Obligasjoner står for den resterende delen av referanseindeksene.

Norges Bank og Folketrygdfondet avviker fra referanseindeksene fastsatt av Finansdepartementet, innenfor rammene i mandatet. Formålet med slike avvik er å utnytte særtrekk ved fondene eller opparbeidede fortrinn for å oppnå en høyere avkastning enn referanseindeksene. Avvik gir også mulighet for en kostnadseffektiv tilpasning til referanseindeksene.

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

God avkastning i 2016

2016 var et år med god avkastning i de globale finansmarkedene, til tross for uro gjennom året. Rentene falt i første halvår og aksjemarkedene var preget av svekkede utsikter til vekst i blant annet Kina. I andre halvår ble utsiktene til global vekst styrket og aksjemarkedene tok seg kraftig opp, til tross for uro rundt store politiske begivenheter. Rentene steg noe mot slutten av året.

For 2016 under ett oppnådde SPU en avkastning på 6,9 pst. målt i fondets valutakurv. Det var positiv avkastning av obligasjoner og eiendom, men høyest avkastning av aksjer.

Markedsverdien av SPU ved utgangen av fjoråret var 7 507 mrd. kroner, etter fradrag for forvaltningskostnader. Målt i norske kroner økte markedsverdien med 36 mrd. kroner i løpet av året. God avkastning av investeringene målt i internasjonal valuta trakk opp verdien av fondet, mens en sterkere kronekurs isolert sett trakk ned. Endringer i kronekursen påvirker imidlertid ikke fondets internasjonale kjøpekraft.

Finansmarkedene i Norden hadde i fjor en avkastning om lag på linje med verden for øvrig. Avkastningen av SPN var på 7,1 pst. målt i norske kroner. Aksjer fikk markert høyere avkastning enn obligasjoner. Markedsverdien av SPN ved utgangen av 2016 var på 212 mrd. kroner.

Norges Bank og Folketrygdfondet har som mål å skape høyest mulig avkastning etter kostnader, innenfor rammene i mandatene fastsatt av Finansdepartementet. Avkastningen av SPU var i

fjor 0,15 prosentenheter høyere enn i referanseindeksen. Siden 1998 har den årlige gjennomsnittlige meravkastningen vært på 0,26 prosentenheter. Samlet tilsvarer det anslagsvis 91 mrd. kroner. SPN oppnådde i fjor en avkastning som var 1,17 prosentenheter høyere enn referanseindeksen, mot et årlig gjennomsnitt på 0,56 prosentenheter siden 1998. Målt som andel av forvaltet kapital var kostnadene i fjor på 0,05 pst. i SPU og 0,09 pst. i SPN. Det er innenfor rammene fastsatt av Finansdepartementet, og lavt sammenliknet med andre fond.

De to forvalterne rapporterer meravkastning, risiko og kostnader fordelt på de ulike strategiene som de benytter i gjennomføringen av forvaltningen. For SPN viser Folketrygdfondets tall for de ulike strategiene enten positiv eller ingen meravkastning. For SPU viser Norges Banks tall også noen strategier med mindreakkastning. Strategiene må vurderes over en lengre tidshorisont. For SPUs del vil det være naturlig å se nærmere på de ulike strategiene i den kommende gjennomgangen av Norges Banks forvaltning, som skal omtales i fondsmeldingen våren 2018.

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

Forventet avkastning og utsikter for fondsverdien fremover

Det internasjonale rentenivået har vært lavt og fallende i mange år. Det trekker ned forventet avkastning av SPU fremover. De siste årene er det økt faglig enighet om at en betydelig del av rentefallet gjenspeiler strukturelle endringer i verdensøkonomien – og dermed er langvarig.

Finansdepartementet oppdaterer i denne meldingen anslaget for forventet realavkastning av SPU, som har en sentral plass i det finanspolitiske rammeverket. Finansdepartementet anslår nå den forventede realavkastningen over tid til om lag 2¾ pst. med dagens aksjeandel og til om lag 3 pst. med en aksjeandel på 70 pst. I dette anslaget inngår en forventet realavkastning av obligasjoner på 0,5–1 pst. og en forventet meravkastning på aksjer på 3 prosentenheter. Departementets oppdaterte forventninger til avkastningen av aksjer og obligasjoner er godt i tråd med anslagene fra et offentlig utvalg ledet av Knut Anton Mork¹ og Norges Bank. Den faktiske avkastningen av fondet vil kunne bli vesentlig høyere eller lavere enn anslaget, både i enkeltår og i perioder.

Også lavere inntekter fra olje og gass bidrar til at veksten i fondets verdi ventes å flate ut fremover. Produksjonen på norsk sokkel har trolig passert toppen, og de siste årene har oljeprisen falt markert sammenliknet med gjennomsnittet for de siste 10–15 årene. Det trekker ned statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. I mange år har tilførselen av oljeinntekter bidratt til at kapitalen i SPU har økt år for år, også i perioder med svak avkastning. Fremover må vi regne med at verdiutviklingen i all hovedsak bestemmes av avkastningen i de internasjonale finansmarkedene.

Målt i norske kroner påvirkes fondets verdi også av utviklingen i kronekursen. I løpet av treårsperioden 2013–2015 ble markedsverdien av SPU målt i kroner nesten doblet, og svekkelse av kronekursen sto for om lag halvparten av økningen. Noe av dette ble reversert som følge av kronestyrkingen i 2016. Kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

De nye anslagene for forventet avkastning av SPU er omtalt i avsnitt 3.1.3.

Aksjeandelen i SPU

Aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen er den enkeltbeslutningen som har størst betydning for forventet avkastning og risiko i SPU. Den siste vurderingen av aksjeandelen var i 2007. Da ble den besluttet økt fra 40 pst. til 60 pst. Fra 1. januar i år er aksjeandelen oppjustert til 62,5 pst. som følge av ny regulering av unotert eiendom. Andelen obligasjoner er 37,5 pst.

Aksjer har høyere forventet avkastning enn obligasjoner, og vil derfor i større grad bidra til målet om at fondet skal ha størst mulig kjøpekraft. Samtidig har aksjer høyere risiko. Det gir større variasjon i den avkastningen som realiseres og større risiko for tap på lang sikt. Historiske tall viser at aksjer over tid har gitt betydelig meravkastning sammenliknet med obligasjoner, men også mindreakkastning i enkelte perioder.

Regjeringen har hatt en grundig prosess for å vurdere aksjeandelen i fondet. Som ledd i arbeidet har Finansdepartementet fått råd både fra Morkutvalget og fra Norges Bank. Departementet har også mottatt innspill gjennom en offentlig høring av utvalgets rapport.

Morkutvalget besto av akademikere, finanseksperter og to tidligere finansministre. Utvalgets flertall, alle utenom utvalgsleder, anbefalte å øke aksjeandelen til 70 pst. I begrunnelsen la flertallet vekt på at evnen til å bære risiko er økt siden forrige vurdering av aksjeandelen for ti år siden.

¹ Se NOU 2016: 20.

Utvalgets leder viste blant annet til finanspolitikkenes behov for jevne og forutsigbare uttak fra SPU, og anbefalte at aksjeandelen reduseres til 50 pst. Rådet fra Norges Bank er at aksjeandelen bør settes til 75 pst. Banken legger blant annet vekt på en bedre diversifisert petroleumsformue, lavere samvariasjon mellom avkastningen av aksjer og obligasjoner og en viss økning i forventet meravkastning ved å investere i aksjer fremfor obligasjoner, sammenliknet med forrige vurdering av aksjeandelen.

Finansdepartementet mener det er gode grunner til å forvente at aksjer også fremover vil gi høyere avkastning over tid enn obligasjoner. Samtidig tilsier hensynet til spredning av risiko på kort og lang sikt at fondet fortsatt bør være bredt investert, og at vi er tjent med å ha en moderat andel obligasjoner. Departementet har i vurderingen av aksjeandelen i SPU ikke lagt avgjørende vekt på en mulig økt forventet meravkastning ved å investere i aksjer fremfor obligasjoner, eller på mulige endringer i samvariasjonen mellom aksjer og obligasjoner.

Forventet realavkastning av SPU har falt markert de siste årene, noe også Mork-utvalget og Norges Bank peker på. Et lavere anslag for forventet avkastning er ikke et argument for å øke aksjeandelen, og dermed risikonivået i fondet. Søken etter avkastning kan medføre at en tar større risiko enn en evner å bære, med fare for store tap. Departementet vil peke på at risikonivået i SPU må være bærekraftig over tid.

Fondskonstruksjonen og handlingsregelen innebærer at SPU har en lang tidshorisont, i prinsippet uendelig. Det er et godt utgangspunkt for å høste den forventede meravkastningen ved å investere i aksjer i forhold til obligasjoner. I Perspektivmeldingen 2017 legger Regjeringen opp til at uttaket fra SPU, dvs. bruken av fondsinntekter over statsbudsjettet, over tid skal tilsvare 3 pst. av fondets verdi, mot tidligere 4 pst. Nedjusteringen støtter opp under fondets lange tidshorisont.

Samtidig må eier være i stand til å håndtere svingninger i fondets verdi. Konsekvensene av et fall i aksjemarkedet, i form av krevende innstramminger i finanspolitikken, avhenger av hvor store og langvarige utslagene blir i fondets verdi. De siste årene har fondets verdi vokst raskt, slik at disse utslagene kan bli betydelige i forhold til Norges økonomi og offentlige finanser. Analyser viser samtidig at en endring i aksjeandelen på 10 prosentenheter har begrenset betydning for svingningene i fondet, som først og fremst er et resultat av at fondet er blitt stort. Utfordringen med svingninger i fondets verdi må løses ved en fleksibel prak-

tisering av finanspolitikken, som ivaretar de sentrale hensynene som ligger til grunn for vårt finanspolitiske rammeverk, ikke ved å endre aksjeandelen i SPU, se også omtalen i Perspektivmeldingen 2017. Nedjusteringen av uttaket til 3 pst. legger til rette for at fondets realverdi kan opprettholdes over tid. Samtidig kan finanspolitikken fortsatt praktiseres fleksibelt for å håndtere svingningene i internasjonale finansmarkeder.

Sentralt for vurderingen av aksjeandelen er evnen til å bære risiko, herunder politiske myndigheters evne til å holde fast ved investeringsstrategien, også gjennom perioder med store fall i fondsverdien. En overvurdering av evnen til å bære risiko vil kunne ha store kostnader. Flertallet i Mork-utvalget baserer sitt råd på at evnen til å bære risiko er økt siden forrige vurdering av aksjeandelen. En slik vurdering må ta hensyn til mange forhold. Utvalget viser til erfaringene fra finanskrisen, der det selv i urolige tider var bred politisk oppslutning om fondets strategi. Utvalget viser også blant annet til at den samlede petroleumsformuen er bedre diversifisert. Departementet har samtidig merket seg at utvalget peker på at statsbudsjettet er blitt mer avhengig av inntektene fra fondet. Departementet legger til grunn at evnen til å bære risiko alt i alt kan vurderes å være høyere enn ved forrige vurdering av aksjeandelen.

Etter en samlet vurdering mener Regjeringen at aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU bør økes til 70 pst., opp fra gjeldende 62,5 pst. Denne økningen vil isolert sett innebære at forventet årlig avkastning øker noe sammenliknet med gjeldende aksjeandel. Samtidig vil en høyere aksjeandel øke forventede svingninger i fondsverdien noe, både på kort og lang sikt. Regjeringen mener at risikoen med en aksjeandel på 70 pst. alt i alt vil være akseptabel.

Departementet vil understreke at forslaget om å øke aksjeandelen ikke er basert på at en vurderer tidspunktet som særskilt gunstig. En innfasing av en høyere aksjeandel vil måtte gjennomføres gradvis over tid, og planer for dette vil bli utarbeidet i samråd med Norges Bank. Bred politisk oppslutning er en forutsetning for å øke aksjeandelen.

Aksjeandelen i SPU er omtalt i avsnitt 3.1.

Investeringer i unotert infrastruktur i SPU

Finansdepartementet vurderte i fondsmeldingen for 2015 om det burde åpnes for investeringer i unotert infrastruktur i SPU. Som ledd i departementets arbeid ble en ekspertgruppe og Norges

Bank bedt om råd. Et sentralt spørsmål var om fondet hadde fortrinn for slike investeringer sammenliknet med andre investorer.

Forventet avkastning av investeringer i unotert infrastruktur er usikker, og avhenger av forvalters fortrinn og valg av konkrete prosjekter. Om det skal åpnes opp for slike investeringer er ikke et klimaspørsmål, men først og fremst et spørsmål om innrettingen av og risikoen i Norges Banks forvaltning. For en omtale av klimaspørsmål i forvaltningen, se eget avsnitt nedenfor.

Unoterte investeringer er generelt mer komplekse og ressurskrevende enn noterte investeringer, og det er behov for å bygge opp en annen og mer spesialisert kompetanse hos forvalter. Det øker forvaltningskostnadene og antall ansatte. Det er også generelt krevende å evaluere resultater fra slike investeringer, samt å måle og styre risiko. Høye transaksjonskostnader og lavere omsettelighet gjør det vanskeligere å selge seg ut av unoterte investeringer hvis det skulle oppstå problemer.

Som ledd i oppfølgingen av Stortingets behandling av fjorårets fondsmelding har konsultentselskapet McKinsey skrevet en rapport om de særskilte utfordringene ved å investere i unotert infrastruktur. Norges Bank har i brev blant annet beskrevet hvordan slike utfordringer kan håndteres i forvaltningen av SPU.

McKinsey-rapporten peker på at aktivaklassen favner bredt, fra strømproduksjon og flyplasser til sosial infrastruktur som sykehus og fengsler. Markedspraksis er lite standardisert og varierer på tvers av sektorer og land. Det er få sammenliknbare transaksjoner som kan støtte opp under verdifastsettelse. Det står i kontrast til unotert eiendom, som er en langt større aktivaklasse med etablerte standarder og tilretteleggingstjenester, samt flere og mer ensartede transaksjoner.

I rapporten pekes det også på at infrastrukturprosjekter ofte er viktige for lokale myndigheter og at det politiske engasjementet kan være høyt. For slike investeringer er det vanlig med langvarige kontrakter der lønnsomheten påvirkes direkte av andre lands myndigheter, gjennom tariffier og andre rammebetingelser. De fleste prosjektene er naturlige monopoler, eller kvasi-monopoler, slik som strømmnett, broer og flyplasser. I slike markeder kan ikke lokalsamfunnene velge en annen tilbyder. Leverandøren kan heller ikke velge en annen kundekrets. Det øker den politiske risikoen, den regulatoriske risikoen og omdømmerisikoen ved investeringer i unotert infrastruktur.

McKinsey peker også på at slike investeringer er komplekse og kan variere mye fra prosjekt til

prosjekt. De krever derfor spesialisert kompetanse i flere ledd i investororganisasjonen, også på styrenivå. Infrastrukturinvesteringer stiller også større krav til oppfølging enn andre unoterte investeringer. I mange tilfeller vil det være nødvendig å delta i styret i investeringsprosjektene. Norges Bank har så langt ikke hatt som strategi å gå inn i styret i selskaper fondet er investert i.

McKinsey og Norges Bank har beskrevet tilnærminger som kan redusere risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur. Departementet har merket seg at begrensningene Norges Bank skisserer vil innebære at det ikke investeres i umodne prosjekter eller i utviklingsland. Dersom departementet skulle legge andre føringer på investeringene, som for eksempel bidrag til det grønne skiftet eller utviklingsformål, vil det verken være forenlig med fondets finansielle målsetting eller bankens uttalte strategi for å begrense risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur. Departementet vil også peke på at det finnes mange andre offentlige ordninger for å fremme investeringer i utviklingsland og i fornybar energi, herunder Norfund og Fornybar AS.

SPU er stort, statlig eid og har en lang tidshorisont. Disse særtrekkene kan gi fondet fordeler sammenliknet med andre investorer. Størrelsen og den lange tidshorisonten kan isolert sett legge til rette for unoterte investeringer. På den annen side stiller det statlige eierskapet store krav til åpenhet og politisk forankring. Det gjenspeiles i fondets strategi, som er bygget opp gradvis med stor vekt på noterte investeringer og lave forvaltningskostnader. Investeringene som det her vurderes om en skal åpne opp for, er unoterte og særlig utsatt for politisk og regulatorisk risiko, samt omdømmerisiko. Ved unoterte investeringer vil fondet ha en stor eierandel, slik at investeringer blir mer synlige og lettere gjenstand for kritikk. Det er grunn til å tro at forventet avkastning på slike investeringer vil avhenge av hvor mye slik risiko en investor påtar seg.

Finansdepartementet mener et åpent og politisk forankret statlig fond som SPU ikke er godt egnet til å bære den særlige risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur. Departementets vurdering er at de nye momentene som er fremkommet støtter opp under konklusjonen i fondsmeldingen for 2015. På bakgrunn av dette legges det ikke opp til å åpne for investeringer i unotert infrastruktur i SPU nå.

Departementet viser til at ny regulering for unotert eiendom ble fastsatt fra 1. januar 2017. Samtidig vurderer et offentlig utvalg ledet av Svein Gjedrem sentralbankloven og styringsstrukturen i

Norges Bank, herunder alternative styrings- og selskapsmodeller for SPU. Erfaringen og utviklingen på disse områdene kan ha betydning for en eventuell senere utvidelse av investeringsuniverset til andre typer unoterte investeringer.

Investeringer i unotert infrastruktur i SPU er omtalt i avsnitt 3.2.

Retningslinjer for statsobligasjoner i SPU

Ved behandlingen av fondsmeldingen for 2015 fremhevet Stortingets finanskomité ulike hensyn og ba om at det ble vurdert retningslinjer for fondets investeringer i statsobligasjoner, som et verktøy for Norges Bank i vurderingen av finansiell risiko. Departementet vil peke på at de finansielle rammene for forvaltningen generelt fastsettes i et samlet mandat fra Finansdepartementet, ikke gjennom retningslinjer.

Flere av bestemmelsene i dagens mandat for forvaltningen av SPU omhandler investeringer i statsobligasjoner. Departementet har blant annet stilt krav til godkjenning av alle markeder og finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen, til kredittvurderinger og om å ta hensyn til statsfinansiell styrke. Videre er det krav om at forvaltningen skal legges opp med sikte på at minst 95 pst. av obligasjonene skal ha lav kredittrisiko, såkalt investment grade. Åpningen for en andel på inntil 5 pst. med høyere kredittrisiko innebærer at banken kan beholde obligasjoner frem til forfall, selv om de skulle bli nedgradert. Fondet kan ikke investeres i obligasjoner utstedt av stater som er gjenstand for særlig omfattende FN-sanksjoner eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang rettet mot et bestemt land, og der Norge har sluttet opp om tiltakene. Videre gjelder mandatets bestemmelser om fondet som ansvarlig investor også for investeringene i obligasjoner.

Norges Bank har i brev til Finansdepartementet gjort rede for sin oppfølging av disse bestemmelsene i mandatet. Redegjørelsen viser at det er etablert systemer og rutiner for å følge opp de problemstillingene finanskomiteen er opptatt av. Departementet deler bankens vurdering av at hensynet til finansiell risiko ved investeringer i statsobligasjoner må anses ivarettatt i dagens mandat.

Noen stater utsteder obligasjoner i fremmed valuta. Banken kan investere i slike obligasjoner, men de inngår ikke i fondets referanseindeks. Mandatet stiller som nevnt krav om at banken skal «godkjenne alle finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen og alle markeder som det investeres i». Bestemmelsen krever ikke en eksplisitt godkjenning av det enkelte utsteder-

land, såfremt det foreligger en kredittvurdering av obligasjonen og den utstedes i en valuta banken har godkjent. For obligasjoner utstedt i fremmed valuta foretar banken derfor ikke en særskilt vurdering av utstederlandet.

Finansdepartementet legger i denne meldingen opp til å endre mandatet slik at hovedstyret i Norges Bank skal godkjenne hvert enkelt utstederland av statsobligasjoner. Det innebærer at det enkelte utstederland må godkjennes for statsobligasjoner utstedt i fremmed valuta. Godkjenningen skal baseres på en vurdering av finansiell risiko.

Regjeringen er opptatt av at det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen av SPU. Som oppfølging av finanskomiteens merknad har Norges Bank redegjort for sitt arbeid med å følge opp bestemmelsene i mandatet fra departementet om investeringer i statsobligasjoner. Departementet legger opp til å endre mandatet for SPU slik at det stilles krav om at Norges Bank skal redegjøre for rutiner og systemer for godkjenning av utstedere av statsobligasjoner i årsrapporteringen om forvaltningen av fondet.

Finansdepartementets vurdering er at bestemmelsene i mandatet, sammen med de endringene som nå foreslås, på en god måte vil ivareta hensynene finanskomiteen viser til i sin merknad.

Retningslinjer for statsobligasjoner i SPU er omtalt i avsnitt 3.3.

Ansvarlig forvaltning

Statens pensjonsfond har et overordnet finansielt mål. Innenfor denne målsettingen skal fondet være en ansvarlig investor. God finansiell avkastning over tid antas å avhenge av velfungerende markeder og en bærekraftig utvikling. Det gjelder særlig for en stor, diversifisert og langsiktig investor som i stor grad vil oppnå en avkastning i tråd med verdiskapingen i økonomien.

Mandatene for SPN og SPU viser til internasjonalt anerkjente standarder for ansvarlig forvaltning. Norges Bank og Folketrygdfondet utøver fondets eierrettigheter. Viktige virkemidler i den ansvarlige forvaltningen er blant annet fremme av internasjonale standarder og forskning, dialog med selskaper, klargjøring av fondets forventninger, samt å fremme forslag og stemme på generalforsamlinger. Håndtering av risiko står sentralt i arbeidet. Norges Bank har varslet fremleggelse av et forventningsdokument om åpenhet i internasjonal selskapsbeskatning.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU. Noen kriterier i ret-

ningslinjene er basert på produkter, som tobakk, våpen og kull. Andre kriterier er basert på atferd, som grove brudd på menneskerettigheter eller alvorlig miljøskade. Etikkrådet gir råd om et selskap skal utelukkes eller settes til observasjon. Beslutningen tas av Norges Bank.

Ansvarlig forvaltning er omtalt i kapittel 6.

Klimaspørsmål i forvaltningen

Det er bred politisk enighet om at Statens pensjonsfond ikke skal være et virkemiddel i utenriks- eller klimapolitikken. Klimaspørsmål er likevel relevant for forvaltningen.

Klima er en viktig, finansiell risikofaktor for Statens pensjonsfond på lang sikt. Risikoen som følge av klimaendringer er systemisk ved at økonomisk vekst og samlet inntjening i selskapene påvirkes. Fondet er særlig utsatt for systemisk risiko fordi det er stort, langsiktig og har investeringer spredt på flere tusen selskaper. FNs klimapanel anser det som sannsynlig at en global temperaturøkning på mer enn 2°C vil ha negative konsekvenser for den globale verdiskapingen. Klimarisikoen er også markedsspesifikk, ved at avkastningen av utsatte aktivaklasser, sektorer og selskaper påvirkes mer enn andre.

Klimarisiko er en integrert del av forvaltningen av SPU og SPN. Fondene er store investorer i markedene de opererer i, og skal bidra til å forbedre internasjonale standarder og selskapsrapportering på klimaområdet. Kunnskap i forvaltningen, standardsetting og støtte til forskning er blant virkemidlene som sikter mot å redusere den systemiske risikoen som følge av klimaendringer. De generelle virkemidlene bidrar også til økt bevissthet om og forståelse av den markedsspesifikke risikoen ved klimaendringer. Å vri sammensetningen av investeringene for å håndtere markedsspesifikk risiko er derimot mer krevende. Kun investorer med en informasjonsfordel, i form av bedre kunnskap enn det brede markedet om sannsynligheten for ulike klimascenarioer, vil kunne tilpasse sine investeringer for å oppnå bedre avkastning enn markedet.

I 2016 ble det tatt inn to nye kriterier i de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU. Det ene kriteriet retter seg mot atferd som på selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser. Dette kriteriet er langt på vei nybrottsarbeid internasjonalt, og Etikkrådet gjør nå et grundig forarbeid med tolkningen av kriteriet, slik at det kan brukes på tvers av bransjer og selskaper. Ingen selskaper er så langt utelukket etter kriteriet. Det andre kriteriet er produktbasert

og retter seg mot gruveselskaper og kraftprodusenter som har 30 pst. eller mer av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer 30 pst. eller mer av sin virksomhet på termisk kull. Norges Bank kan selv foreslå observasjon eller utelukkelse etter kriteriet og har i 2016 offentliggjort utelukkelse av 59 selskaper og satt 11 til observasjon.

Som ledd i den ansvarlige forvaltningen har Finansdepartementet innført egne mandater for miljørelaterte investeringer i SPU. Om lag 64 mrd. kroner var investert gjennom disse mandatene ved utgangen av 2016. Avkastningen av miljømandatene var i fjor høyere enn for fondet samlet. For de siste årene sett under ett har avkastningen derimot vært lavere.

Erfaringene med kull- og klimakriteriene i SPU er omtalt i avsnitt 6.3. Klimarisiko er omtalt i avsnitt 6.4.

Mandatsendringer

Åpenhet om forvaltningen av Statens pensjonsfond legger til rette for en bred forankring av og forståelse for forvaltningen av fondet. Finansdepartementet endret med virkning fra 16. desember 2016 mandatet for SPN med mer detaljerte krav til rapportering og krav om en supplerende risikoramme for store tap som kan forventes å inntreffe sjelden. Kravene bygger på tilsvarende endringer som i februar 2016 ble tatt inn i mandatet for SPU. Økt åpenhet kan styrke evnen til å holde fast ved lønnsomme, langsiktige strategier i forvaltningen.

Finansdepartementet la i fjorårets fondsmelding opp til en ny referanseindeks for SPU med kun noterte aksjer og obligasjoner. Eiendomsporføljen ble dermed tatt ut av referanseindeksen og inn i Norges Banks ramme for avvik fra referanseindeksen. Stortinget sluttet seg til dette og mandatet for SPU ble endret med virkning fra 1. januar 2017.

Mandatsendringene for SPU og SPN er omtalt i avsnittene 3.4 og 5.1.

Arbeider som pågår eller igangsettes

Et utvalg ledet av Svein Gjedrem vurderer sentralbankloven og styringsstrukturen i Norges Bank. Som en oppfølging av Stortingets behandling av fondsmeldingen for 2015 er utvalgets mandat blitt utvidet til også å omfatte en vurdering av alternative styrings- og selskapsmodeller for SPU. Samtidig med utvidelsen av mandatet ble fristen for å levere innstillingen utsatt til 30. juni 2017.

Finansdepartementet gjennomgår Norges Banks forvaltning av SPU i begynnelsen av hver stortingsperiode. Departementet tar sikte på å legge frem en ny gjennomgang i fondsmeldingen våren 2018. Den vil omfatte en vurdering av resultater, nytte og kostnader av ulike investeringsstrategier, både på kort og lang sikt.

Norges Bank vurderer norske i stedet for utenlandske holdingselskaper for investeringene i unotert eiendom. Saken reiser komplekse pro-

blemstillinger som må utredes før Norges Bank kan ta en beslutning. Finansdepartementet vil komme tilbake til saken.

SPU kan i dag ikke investeres i unoterte aksjer på generelt grunnlag. Finansdepartementet legger frem mot neste års fondsmelding opp til å vurdere om det bør åpnes opp for slike investeringer i SPU.

Disse sakene er omtalt i avsnittene 3.5 – 3.8.

2 Statens pensjonsfond utland: strategi og resultater

2.1 Dagens investeringsstrategi

2.1.1 Bakgrunn

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

Fondet er en finansiell investor. Målet med investeringene er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor rammen av moderat risiko. Avkastningen måles etter kostnader og i internasjonal valuta. Strategien for investeringene fremgår av Finansdepartementets mandat for SPU. Den operasjonelle forvaltningen ivaretas av Norges Bank innenfor rammene i mandatet.

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

Åpenhet er viktig og en forutsetning for bred oppslutning om forvaltningen av våre felles sparemidler i SPU. Viktige veivalg blir forankret i Stortinget. Bred oppslutning om hovedlinjene for forvaltningen av fondet legger til rette for å holde fast ved en langsiktig strategi, også i perioder med uro i finansmarkedene.

2.1.2 Faglig grunnlag

Investeringsstrategien for SPU tar utgangspunkt i fondets formål og særtrekk, antakelser om hvordan finansmarkedene fungerer og forvalters fortrinn. Strategien er utviklet over tid med utgangspunkt i faglige utredninger, praktiske erfaringer og grundige vurderinger. Strategien er oppsummert i figur 2.1.

Investeringsstrategien for SPU bygger på at finansmarkedene i hovedsak er velfungerende.

Konkurransen mellom markedsaktørene er høy. Det betyr at ny, offentlig tilgjengelig informasjon raskt gjenspeiles i prisene på verdipapirer. Det vil derfor være vanskelig systematisk å oppnå bedre avkastning enn det brede markedet, som uttrykker resultatene til et gjennomsnitt av investorer. Det tilsier at investorer uten særskilte fortrinn bør spre investeringene bredt og søke å minimere forvaltningskostnadene. Enkelte investorer kan likevel ha særtrekk eller fortrinn som kan gjøre det mulig å oppnå meravkastning over tid.

Et sentralt utgangspunkt for investeringsstrategien for SPU er at risikoen kan reduseres ved bred spredning av investeringene, såkalt diversifisering. Når investeringene fordeles på ulike aktivaklasser, land, sektorer og enkeltselskaper, reduseres risikoen i fondet. En slik tilnærming gjør fondet mindre sårbart for hendelser som påvirker enkeltselskaper eller enkeltmarkeder. Ved å diversifisere investeringene er det mulig å fjerne store deler av den risikoen som er spesifikk for enkeltinvesteringer – også kalt usystematisk risiko.

Risikoen ved bevegelser i det samlede aksjemarkedet blir gjerne omtalt som markedsrisiko eller systematisk risiko. Ifølge finansteorien, kan investorer forvente en kompensasjon for å bære denne typen risiko. Den forventede meravkastningen kalles en risikopremie. En sentral risikopremie er aksjepremien, det vil si den forventede meravkastningen ved å investere i aksjer fremfor obligasjoner. Tilsvarende vil en investor forvente kompensasjon for risikoen ved at en låntaker ikke innfrir sine forpliktelser (kredittpremie). Størrelsen på disse forventede premiene er usikre og har variert over tid.

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

Boks 2.1 Rammeverket for opptjening og bruk av oljeinntekter

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

SPU og retningslinjene for bruk av oljeinntekter (handlingsregelen) skal legge til rette for varig høy verdiskaping og en stabil utvikling i fastlandsøkonomien. Som et ledd i dette overføres statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten i sin helhet til fondet. Etter vedtak i Stortinget tas det hvert år ut et beløp for å dekke underskuddet i den øvrige delen av statsbudsjettet (det oljekorrigerte budsjettunderskuddet). Bruken av oljeinntektene over statsbudsjettet blir dermed synlig og del av en

helhetlig budsjettprosess. Så lenge staten ikke bygger opp gjeld ved å lånefinansiere utgifter, vil kapitalen i SPU gjenspeile reell finansiell sparing på statens hånd.

Handlingsregelen legger til rette for en bruk av oljeinntektene i norsk økonomi som over tid svarer til utviklingen i forventet realavkastning av SPU. Ved å frikoble bruken av oljeinntektene fra opptjeningen av dem, skjermes statsbudsjettet fra svingninger i de løpende inntektene fra olje og gass. Det legger samtidig til rette for at formuen kan bevares over tid, og dermed bidra til å opprettholde velferden også for kommende generasjoner. Mens kapitalen i fondet kun kan brukes én gang, kan realavkastningen finansiere et varig høyere nivå på statens utgifter. Retningslinjene for finanspolitikken støtter opp om fondets langsiktige horisont.

Gjennom SPU er staten en stor eier. Fondets størrelse gjør det egnet til å høste stordriftsfordeler, men medfører også begrensninger i forvaltningen. Alt annet likt vil forvaltningskostnadene, målt som andel av fondskapitalen, være lavere for et stort fond enn for et lite fond. Samtidig er det enkelte strategier som vanskelig kan skaleres opp. Det vil også være mer krevende for et stort fond å gjøre store endringer i porteføljen i løpet av kort tid, uten at transaksjonskostnadene blir høye. Enkelte investeringsstrategier er derfor ikke hensiktsmessige for SPU.

Et annet viktig særtrekk er fondets lange tids-horisont. Som eier legger staten opp til å bevare fondets hovedstol over tid. Sannsynligheten for store og uventede uttak fra fondet vurderes som relativt lav. Dette gjør SPU godt egnet til å bære risiko som krever en lang horisont, noe som utnyttes blant annet til å høste den forventede meravkastningen ved å investere i aksjer.

I finanssektoren er det mange eksempler på at fullmakter delegeres, slik at en beslutningstaker (agent) handler på vegne av en oppdragsgiver (prinsipal). Det kan oppstå situasjoner der aktørene har motstridende interesser eller ulik informasjon. Dette omtales ofte som prinsipal-agent-problemer. God styring og oppfølging kan bidra til å redusere slike problemer.

I mandatet fra Finansdepartementet er det lagt vekt på at SPU skal være en ansvarlig investor.

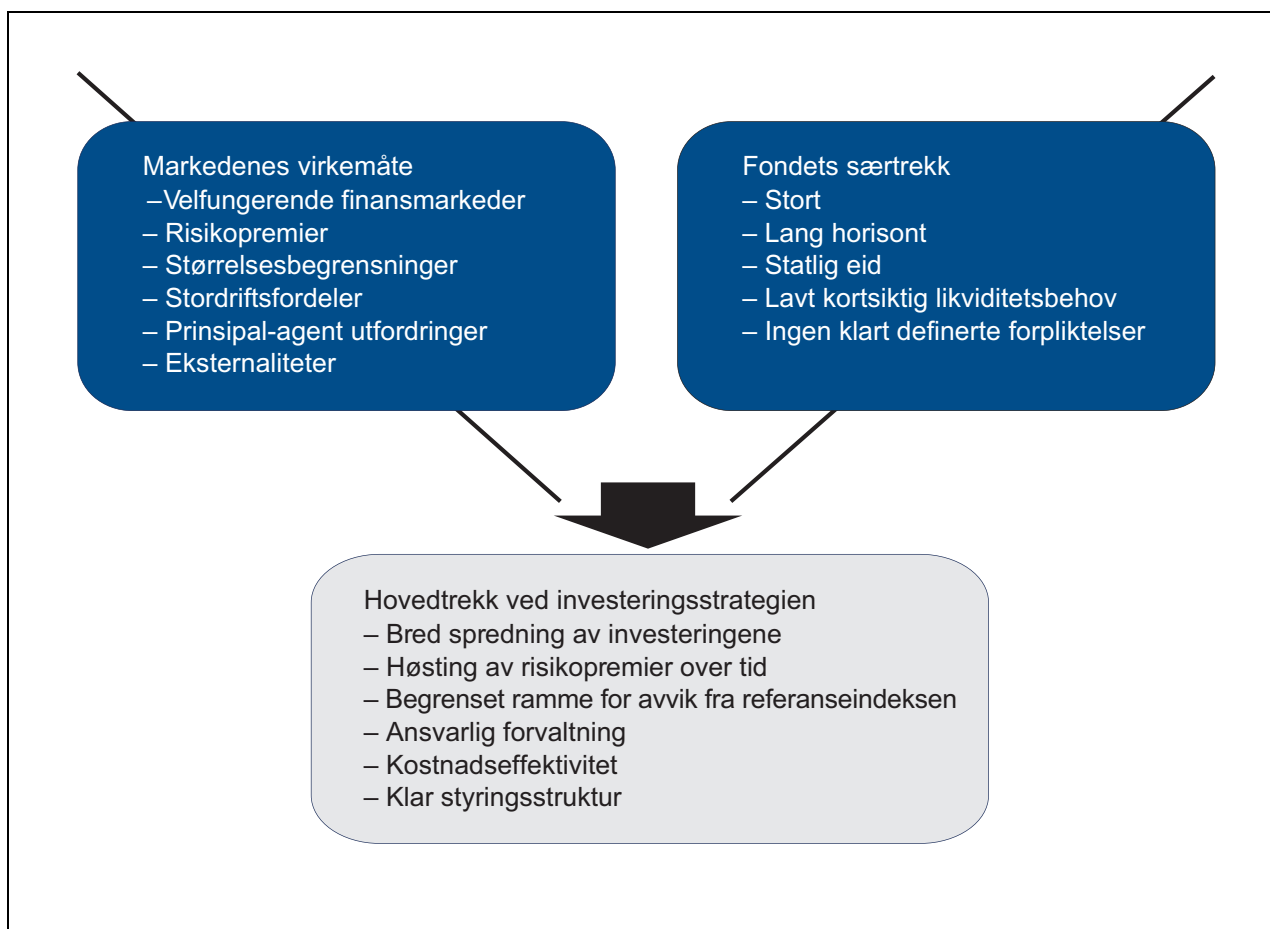
For en stor og langsiktig investor som SPU, med eierandeler i flere tusen selskaper globalt, kan eksterne virkninger fra et selskap i porteføljen, trekke ned avkastningen eller inntjeningen til andre selskaper i porteføljen over tid. En slik utvikling gjør at ansvarlig forvaltning er i investors egeninteresse.

2.1.3 Hovedtrekk ved investeringsstrategien

Strategien for investeringene i SPU fremgår av mandatet fra Finansdepartementet. Det bestemmer blant annet universet som fondet kan investeres i, referanseindeksene for aksjer og obligasjoner som angir ønsket fordeling på tvers av markeder, sektorer og valutaer, samt andre rammer for Norges Banks forvaltning.

Den strategiske referanseindeksen for SPU angir en fast aksjeandel på 62,5 pst. Andelen aksjer er valgt blant annet etter en avveining av forventet avkastning og risiko. Det er lagt vekt på å utnytte fondets særlige evne til å bære langsiktig risiko. Aksjeplasseringene gjør at fondet tar del i verdens økonomiske vekst og verdiskaping, og ventes å gi vesentlige bidrag til avkastningen over tid. Resten av referanseindeksen består av obligasjoner.

Markedsprisene på aksjer og obligasjoner endres hyppig og vil ofte utvikle seg ulikt over tid. Det er lite hensiktsmessig å holde fordelingen av



Figur 2.1 Antakelser om markedenes virkemåte, fondets særtrekk og investeringsstrategien for SPU

Kilde: Finansdepartementet.

aksjer og obligasjoner fast når prisene endres løpende, blant annet fordi hyppige transaksjoner kan påføre fondet unødige kostnader. Mandatet fastsetter en faktisk referanseindeks der andelen aksjer og obligasjoner kan avvike fra sine langsiktige vekter innenfor en gitt grense. Figur 2.2 viser sammensetningen av den strategiske og faktiske referanseindeksen ved utgangen av 2016.

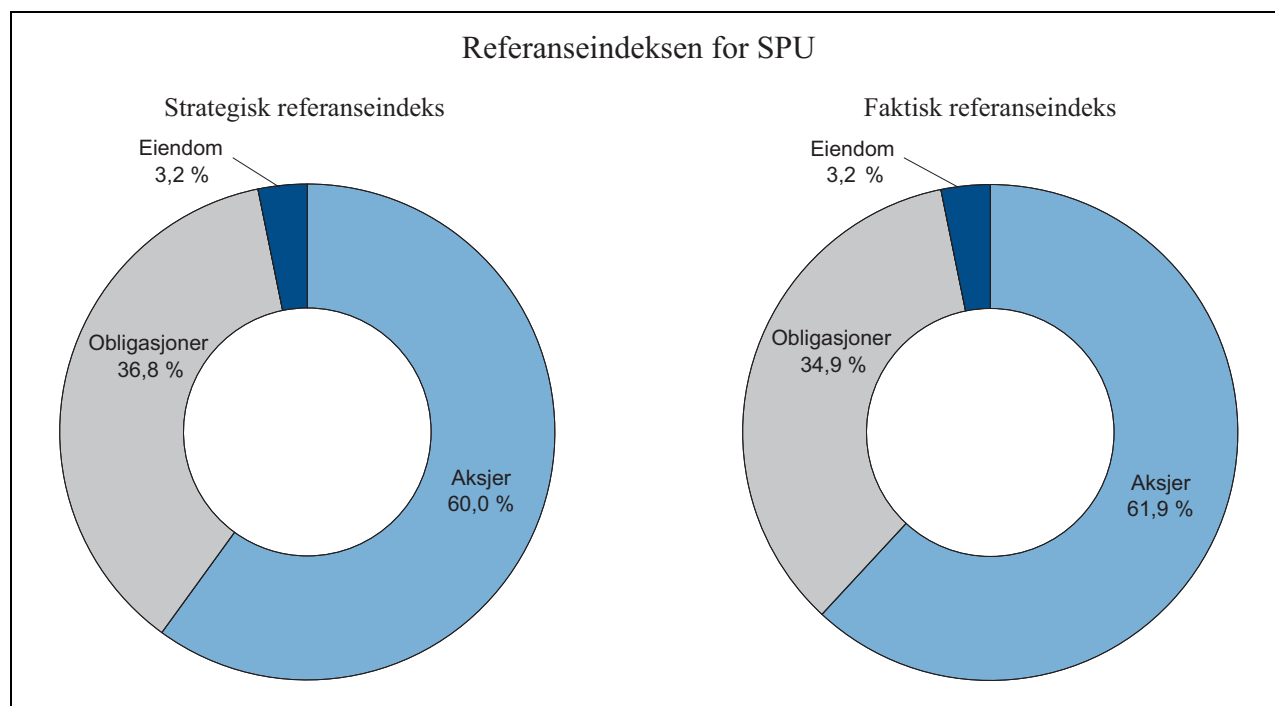
Dersom aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen skulle bli vesentlig lavere eller høyere enn den langsiktige andelen, vil det gi en annen risiko og avkastning enn det som er forankret og ønskelig. Det er derfor fastsatt bestemmelser om tilbakevektning, eller rebalansering, av aksjeandelen tilbake til 62,5 pst. når denne avviker med mer enn fire prosentenheter. Tilbakevektning gir også investeringsstrategien et visst motsykklisk trekk, ved at fondet over tid kjøper den aktivaklassen som har falt mye i verdi relativt sett, og selger aktivaklassen som har steget relativt mye.

Referanseindeksene for aksjer og obligasjoner er basert på brede, globale indekser fra

ledende indeksleverandører. De fungerer som utgangspunkt for forvaltningen av de respektive porteføljene, og angir fordelingen på sektorer, enkeltelskaper og obligasjonslån på en detaljert og entydig måte. Indeksleverandørene har egne kriterier for hvilke land, selskaper og utstedere som skal inkluderes i indeksene.

Referanseindeksen for aksjer er basert på en indeks fra FTSE Russell og inkluderer alle land, med unntak av Norge, som indeksleverandøren klassifiserer som utviklede markeder, avanserte fremvoksende markeder eller sekundære fremvoksende markeder. Fordelingen av investeringene på land og geografiske regioner følger i all hovedsak størrelsen på de noterte aksjemarkedene i landene som inngår i indeksen.

Obligasjonsindeksen er basert på indekser fra Bloomberg Barclays, og består av både statsobligasjoner og selskapsobligasjoner. Norske obligasjoner er utelatt fra indeksen. Referanseindeksen for obligasjoner består av 70 pst. statsobligasjoner og 30 pst. selskapsobligasjoner. Mens fordelingen



Figur 2.2 Sammensetning av strategisk og faktisk referanseindeks for SPU ved utgangen av 2016

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

av investeringene i selskapsobligasjoner er basert på markedsvekter, er fordelingen av statsobligasjoner basert på økonomienes relative størrelse målt ved BNP. Samtidig er det foretatt enkelte justeringer på noen områder, blant annet av hensyn til en bred geografisk spredning av investeringene.

Mandatet legger opp til at Norges Bank kan avvike noe fra den faktiske referanseindeksen. Målet med slike avvik er å oppnå meravkastning over tid, med utgangspunkt i fondets særtrekk og fortrinn. Det gir også mulighet for en kostnadseffektiv tilpasning til referanseindeksene. Avvik fra referanseindeksen krever nærhet til og inngående kunnskap om markedene. Gjennomføringen er derfor delegert til Norges Bank. Til grunn for avvikene ligger blant annet strategier for bredere spredning av investeringene, vridning av porteføljen mot systematiske risikofaktorer og valg av verdipapirer. Avvikene brukes også til å møte krav i mandatet om miljøinvesteringer og om statsfinansiell styrke i porteføljen av statsobligasjoner. Grensen for avvik fra referanseindeksen måles ved forventet relativ volatilitet og er satt til 1,25 prosentenheter. Forventet relativ volatilitet forteller hvor mye avkastningen av SPU forventes å kunne avvike fra referanseindeksen i et normalår.

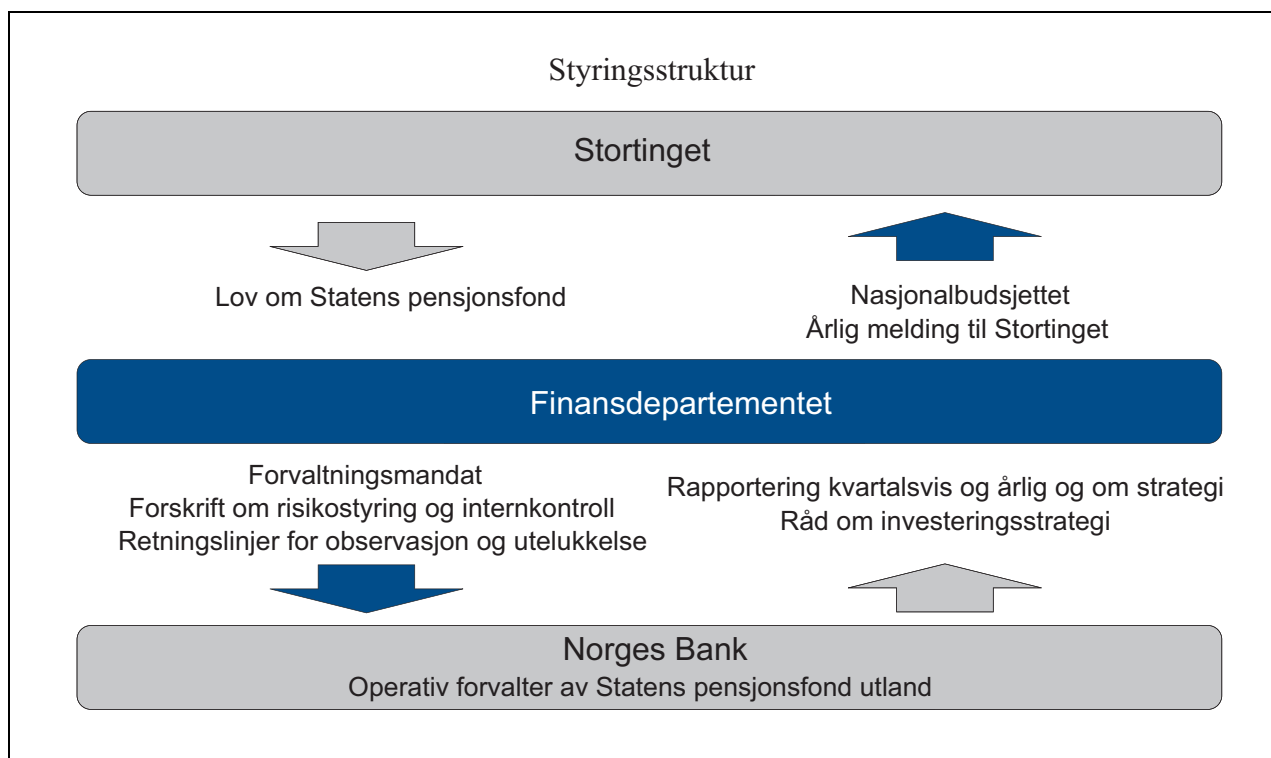
Referanseindeksene innebærer en bred diversifisering innen de enkelte aktivaklassene, ved at indeksene inneholder mange tusen enkeltaksjer

og obligasjonslån. Bred diversifisering bidrar til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Sammen med en indekxnær tilnærming gjør dette at investeringene i SPU i all hovedsak følger avkastningen i de globale markedene for noterte aksjer og obligasjoner. Denne indekxnære tilnærmingen gjør det også mulig å forvalte fondet til lave kostnader.

Den strategiske referanseindeksen har fra 1. januar 2017 ikke lenger en egen eiendomsallokering. Den nye reguleringen medfører at eiendomsinvesteringene inkluderes i rammen for forventet volatilitet, på lik linje med andre avvik fra referanseindeksen. Omfanget og innretningen av eiendomsinvesteringene vil avgjøres av Norges Bank, innenfor rammene fastsatt i mandatet fra departementet. Den nye reguleringen er beskrevet i avsnitt 3.4.

Mandatet legger også andre føringer på investeringene i aksjer og obligasjoner. Norges Bank kan blant annet bare investere utenfor Norge, kun i omsettelige gjeldsinstrumenter og kun i aksjer som er notert eller planlegges notert på anerkjente markedsplasser. Fondet kan bare eie inntil 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i et selskap.¹ Det er også bestemmelser om blant annet risiko og ansvarlig forvaltning. Norges Bank er pålagt omfattende rapportering, og resultatene i

¹ Det er gjort unntak for eiendomsselskaper.



Figur 2.3 Styingsstruktur for SPU

Kilde: Finansdepartementet.

forvaltningen måles mot den faktiske referanseindeksen.

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

2.1.4 Styingsstruktur

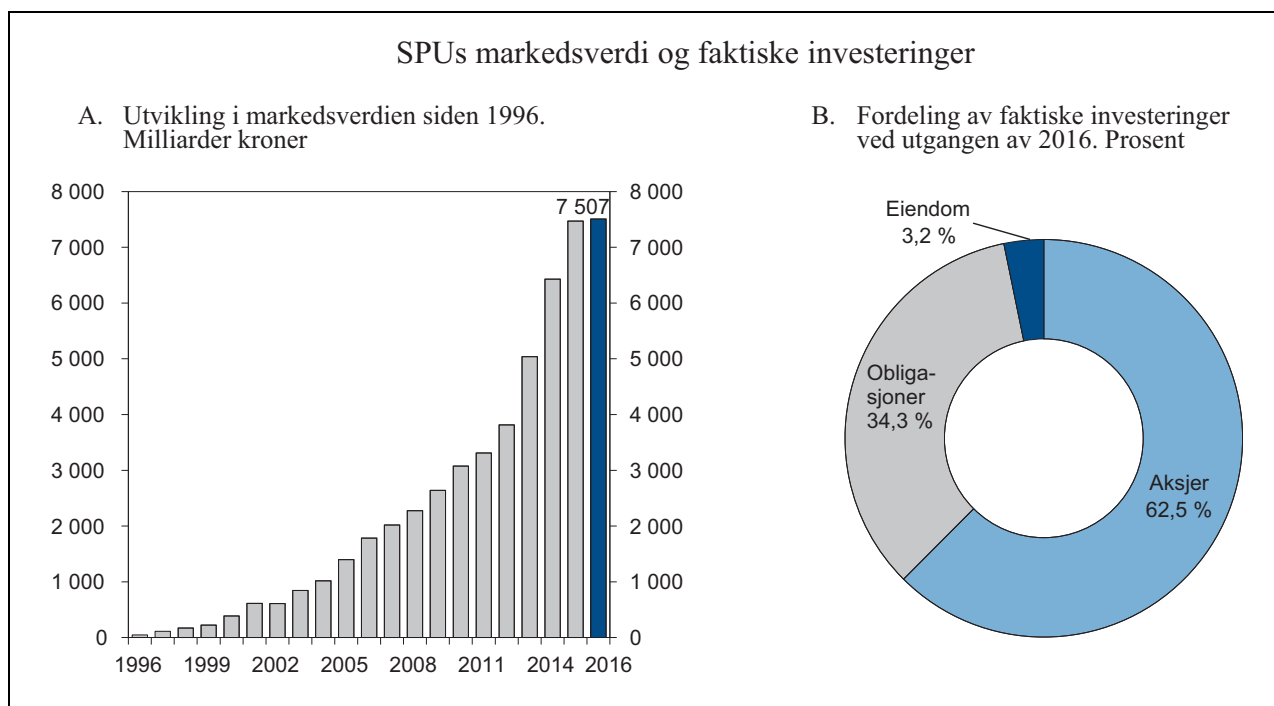
Stortinget har i lov om Statens pensjonsfond gitt Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av SPU. Norges Bank står for den operative gjennomføringen av mandatet fra Finansdepartementet. Som nevnt uttrykker mandatet strategien for investeringene og rammene for bankens forvaltning. En klar og god styingsstruktur er viktig for å kunne gjennomføre strategien og redusere potensielle interessekonflikter, såkalte prinsipal-agent-problemer.

Styingsstrukturen må på den ene siden forankre fondets strategi og risiko hos fondets eiere, representert ved regjeringen og Stortinget. På

den annen side må det være tilstrekkelig delegering av fullmakter til at løpende beslutninger i den operative forvaltningen kan tas nær markedene fondet investeres i. Denne avveilingen er søkt ivarettatt ved at større veivalg er forankret i regjeringen og Stortinget før de gjennomføres, blant annet ved behandlingen av den årlige meldingen om Statens pensjonsfond. Samtidig er mandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank i hovedsak prinsippbasert og rammepreget.

Forvaltningen av SPU tar utgangspunkt i at Stortinget, Finansdepartementet, Norges Banks hovedstyre og kapitalforvaltningsenhetene i Norges Bank (NBIM og NBREM²) har ulike roller. En klar rolledeling mellom alle styingsnivåer i forvaltningen, fra Stortinget og helt ned til den enkelte forvalter, tydeliggjør også ansvar. Delegering av oppgaver og fullmakter går nedover i systemet, mens rapportering av resultater og risiko går oppover, se figur 2.3. Regelverk og delegeringsfullmakter vil nødvendigvis være mer detaljerte jo lenger ned i pyramiden en kommer. Hvert ledd i systemet har en egen tilsynsenhet som mottar rapportering fra og utøver tilsyn med

² NBREM omfatter den delen av Norges Bank Investment Managements organisasjon som arbeider med unoterte eiendomsinvesteringer.



Figur 2.4 Utvikling i markedsverdien til SPU siden 1996 og fordeling av faktiske investeringer ved utgangen av 2016

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

leddet under. Unntaket fra dette prinsippet er at Norges Banks hovedstyre er gjenstand for tilsyn fra det stortingsoppnevnte representantskapet, som også oppnevner bankens revisor.

I 2015 oppnevnte regjeringen et utvalg som vurderer sentralbankloven og styringsstrukturen i Norges Bank, se avsnitt 3.7.

2.2 Resultater

I tillegg til årsrapporten om SPU har Norges Bank for 2016 publisert tilleggsinformasjon om henholdsvis avkastning og risiko, investeringer i uottert eiendom og ansvarlig forvaltning. Publikasjonene og annen informasjon er tilgjengelig på bankens nettsider (www.nbim.no).

Dette avsnittet gjør rede for hovedpunktene i resultatene fra forvaltningen av SPU i 2016 og Finansdepartementets vurdering av disse.

2.2.1 Markedsutvikling

Finansmarkedene var preget av uro i starten av 2016, og de globale aksjeindeksene falt med over 10 pst. i løpet av årets to første måneder. Uroen skyldtes blant annet usikkerhet om vekstutsiktene for den kinesiske økonomien og svekkelse av

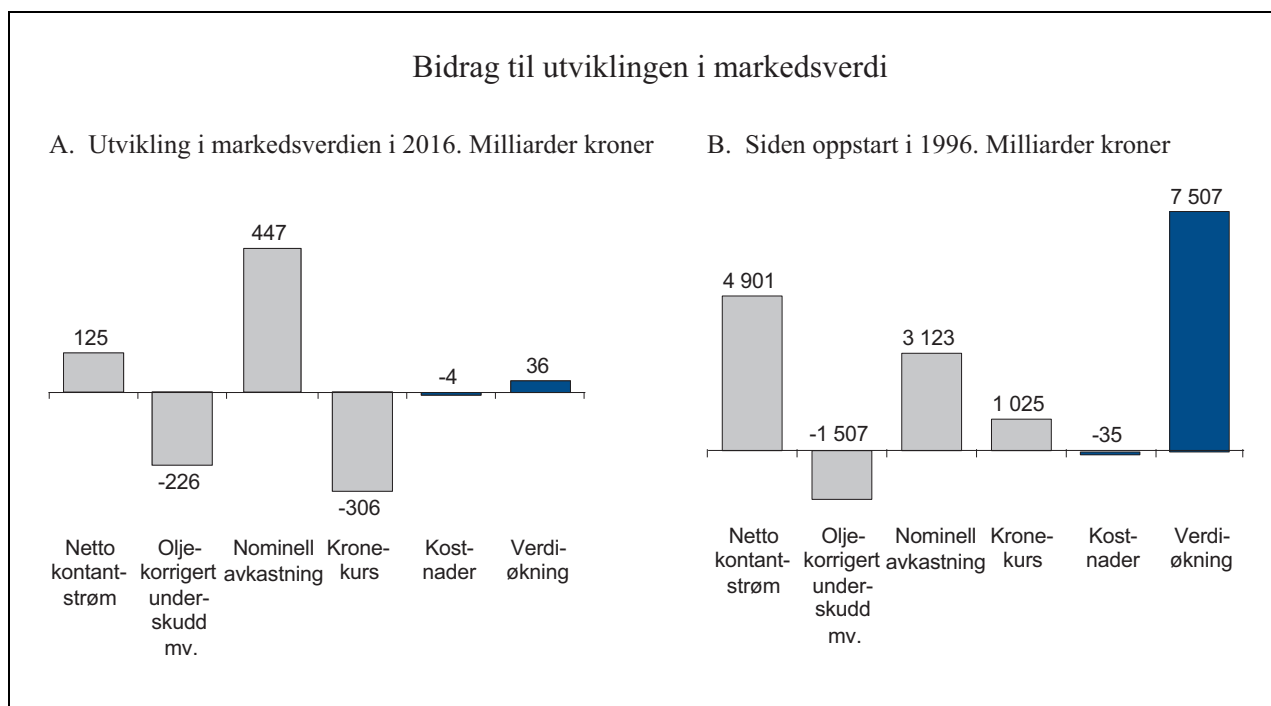
den kinesiske valutaen, kombinert med fallende råvarepriser og negativ styringsrente i Japan.

Deretter fulgte en periode hvor risikoviljen tok seg opp igjen, understøttet av tiltak og signaler om tiltak fra henholdsvis den europeiske og amerikanske sentralbanken. Samtidig begynte råvareprisene å stige. Det kinesiske boligmarkedet utviklet seg positivt, og frykten for lavere vekst i Kina avtok.

Fornytt tro på vekst i den globale økonomien bidro til at aksjemarkedene tok seg kraftig opp i andre halvår, til tross for uro i markedene rundt folkeavstemningen om EU-medlemskap i Storbritannia, presidentvalget i USA og folkeavstemningen om den italienske grunnloven. I løpet av året var avkastningen i aksjemarkedet globalt om lag 10 pst. målt i lokal valuta.³ Avkastningen var om lag lik i utviklede og fremvoksende markeder målt i lokal valuta.

For obligasjoner var første halvår av 2016 preget av fallende renter internasjonalt. Etter at resultatet av presidentvalget i USA var klart, priset finansmarkedene inn høyere økonomisk vekst og inflasjon. Det førte til at renten på tiårige statsobligasjoner økte markert. Rentene på tiårige amerikanske statsobligasjoner var ved utgangen av året

³ Målt ved den globale aksjeindeksen MSCI ACWI IMI.



Figur 2.5 Utvikling i SPU's markedsverdi i 2016 og siden oppstart i 1996

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

mer enn én prosentenhet høyere enn ved årets bunnpunkt i juli.

2.2.2 Markedsverdi

Ved utgangen av 2016 var markedsverdien av SPU 7 507 mrd. kroner, se figur 2.4A.⁴ Investeringene var fordelt med om lag 4 700 mrd. kroner i aksjer, i underkant av 2 600 mrd. kroner i obligasjoner og vel 240 mrd. kroner i eiendom. Figur 2.4B viser fordelingen av fondets investeringer på aksjer, obligasjoner og eiendom ved utgangen av året. I løpet av 2016 økte markedsverdien av fondet med 36 mrd. kroner,⁵ se figur 2.5A. Veksten skyldes i sin helhet positiv avkastning i finansmarkedene. En styrking av kronen reduserte isolert sett verdien av fondet målt i norske kroner. Siden fondets

oppstart har likevel en svekkelse av kronen trukket opp verdien av fondet med 1 025 mrd. kroner. Endringer i kronekursen påvirker ikke fondets internasjonale kjøpekraft. En må være forberedt på at valutakurser svinger over tid.

2016 var det første året siden 1996 hvor netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten var lavere enn det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet, se figur 2.5A. Det innebar at 2016 ble det første året med netto uttak fra fondet. Netto uttak i løpet av året var 101 mrd. kroner.

2.2.3 Samlet avkastning

Norges Bank skal i henhold til mandatet fra Finansdepartementet søke å oppnå høyest mulig avkastning i fondets valutakurv, som også er et mål på den internasjonale kjøpekraften av kapitalen. Alle avkastningstall i dette avsnittet er målt i fondets valutakurv.

Avkastningen av SPU i 2016 var 6,9 pst. før fradrag for forvaltningskostnader, se tabell 2.1. Siden 1998 har gjennomsnittlig årlig nominell avkastning vært 5,7 pst. I vedlegg 2 til denne meldingen er årlig avkastning av fondet også oppgitt i andre valutaer enn valutakurven.

Aksjeporteføljen oppnådde i 2016 en avkastning på 8,7 pst. Investeringene i Nord-Amerika fikk høyest avkastning, mens avkastningen var

⁴ I beretningsdelen av årsrapporten for SPU oppgir Norges Bank en markedsverdi av investeringene på 7 510 mrd. kroner, som er før fradrag for forvaltningskostnader for 2016. Etter fradrag for kostnader var verdien av fondet 7 507 mrd. kroner, se tabell 6 i årsrapporten for SPU, og i rapportens «Oppstilling av endringer i eiers kapital» i regnskapsrapporteringen.

⁵ Endring i eiers kapital (markedsverdien av fondets investeringer fratrukket forvaltningskostnader) fra utgangen av 2015 til utgangen av 2016. I beretningsdelen av årsrapporten for SPU oppgir Norges Bank endringen i fondets investeringer før fradrag for forvaltningskostnader til 35 mrd. kroner.

Tabell 2.1 Avkastning av SPU i 2016, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2016, målt i fondets valutakurv og før fradrag for forvaltningskostnader. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2016	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2016 ¹
<i>SPU inkludert eiendom</i>					
Faktisk portefølje	6,92	5,72	9,22	5,25	5,70
Inflasjon	1,52	1,06	1,31	1,77	1,76
Forvaltningskostnader	0,05	0,06	0,06	0,08	0,09
Netto realavkastning	5,27	4,56	7,74	3,33	3,79
Meravkastning (prosentenheter) ²	0,15	-0,05	0,20	0,06	0,26
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	8,72	6,80	12,67	4,78	5,86
Referanseindeks	8,58	6,73	12,30	4,54	5,40
Meravkastning (prosentenheter)	0,15	0,06	0,37	0,24	0,46
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	4,32	3,81	3,62	4,37	4,84
Referanseindeks	4,16	4,06	3,78	4,34	4,70
Meravkastning (prosentenheter)	0,16	-0,26	-0,16	0,03	0,14
<i>Eiendomsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje ³	0,78	6,97	7,67	5,82	–

¹ Aksjeporteføljen inkluderer tall fra og med februar 1998.

² Meravkastning av fondets aksje- og obligasjonsportefølje.

³ Den første eiendomsinvesteringen ble gjennomført i første kvartal 2011. Oppgitt avkastning i kolonnen "Siste 10 år" er annualisert avkastning fra og med 1. april 2011.

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

lavest for europeiske aksjer. Aksjeporteføljen har siden 1998 oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning på 5,8 pst.

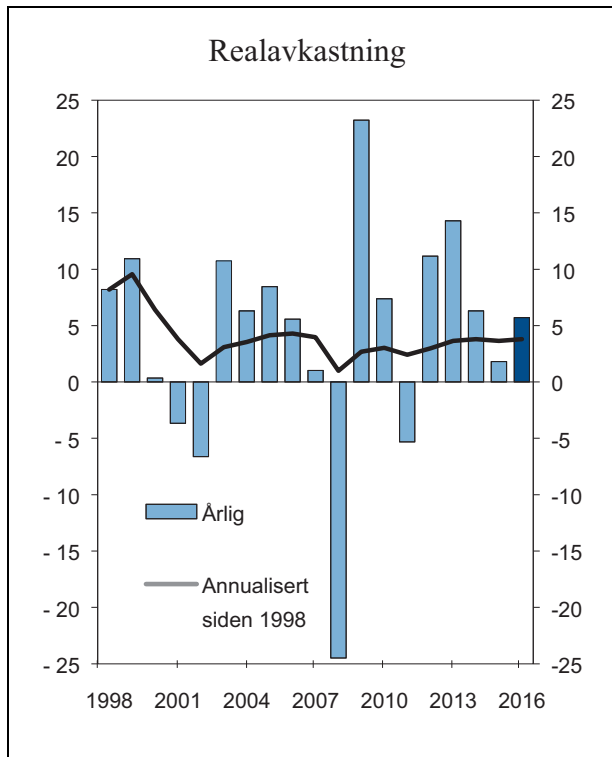
Obligasjonsporteføljen fikk en avkastning i 2016 på 4,3 pst. Selskapsobligasjoner og realrenteobligasjoner oppnådde høyest avkastning i løpet av året, mens pantesikrede obligasjoner ga lavest avkastning. Siden 1998 har obligasjonsporteføljen oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning på 4,8 pst.

Avkastningen av eiendomsporteføljen i 2016 var 0,8 pst. De noterte eiendomsinvesteringene i eiendomsporteføljen fikk en avkastning på -2,3 pst. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde netto leieinntekter på 3,7 pst., mens verdiendring på eiendommer og gjeld utgjorde 0,7 pst. Samtidig

trakk valutaeffekter og transaksjonskostnader ned avkastningen på de unoterte eiendomsinvesteringene, med henholdsvis 2,5 og 0,2 prosentenheter, slik at samlet avkastning var 1,7 pst. Fondets første unoterte eiendomsinvestering ble foretatt i første kvartal 2011. Gjennomsnittlig årlig avkastning av eiendomsporteføljen fra 1. april 2011 til og med 2016 var 5,8 pst.

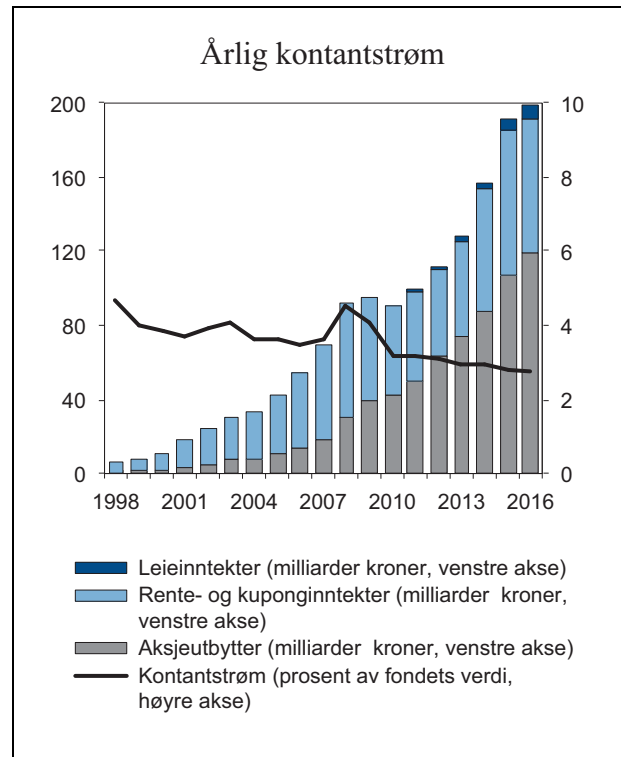
Realavkastning og løpende inntekter

Realavkastning etter fradrag for forvaltningskostnader var 5,3 pst. i 2016, se figur 2.6. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig netto realavkastning vært 3,8 pst.



Figur 2.6 Realavkastning av SPU etter forvaltningskostnader, målt i fondets valutakurv. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 2.7 Utvikling i årlig kontantstrøm i SPU. Målt i milliarder kroner og som andel av gjennomsnittlig fondsverdi

Kilde: Norges Bank.

SPU mottok i 2016 løpende inntekter på 199 mrd. kroner, tilsvarende 2,8 pst. av gjennomsnittlig kapital. Det var en oppgang på 6 mrd. kroner fra 2015. Inntektene var fordelt på 119 mrd. kroner i aksjeutbytter, 73 mrd. kroner i renteutbetalinger og 8 mrd. kroner i leieinntekter fra unotert eiendom, se figur 2.7.

2.2.4 Meravkastning i forvaltningen

Norges Bank avviker fra referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet innenfor de rammer som er fastsatt i mandatet for SPU. Målet med slike avvik er å oppnå meravkastning, å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet, samt å oppfylle krav fastsatt i mandatet. Rammen gir også mulighet for en kostnadseffektiv tilpasning til referanseindeksen. I 2016 var den samlede avkastningen av fondets aksjer og obligasjoner 0,15 prosentenheter høyere enn referanseindeksens avkastning, se figur 2.8. Meravkastningen svarte til om lag 10 mrd. kroner.⁶ Siden januar 1998 har Norges Banks forvaltning i gjennomsnitt bidratt til 0,26 prosentenheter høyere årlig avkastning enn i referanseindeksen. Samlet tilsvarte det anslagsvis 91 mrd. kroner.

Finansdepartementet anser brutto meravkastning som et rimelig mål på netto verdiskaping i Norges Banks forvaltning av SPU. Forholdet mellom disse størrelsene ble drøftet i fondsmeldingen for 2015.

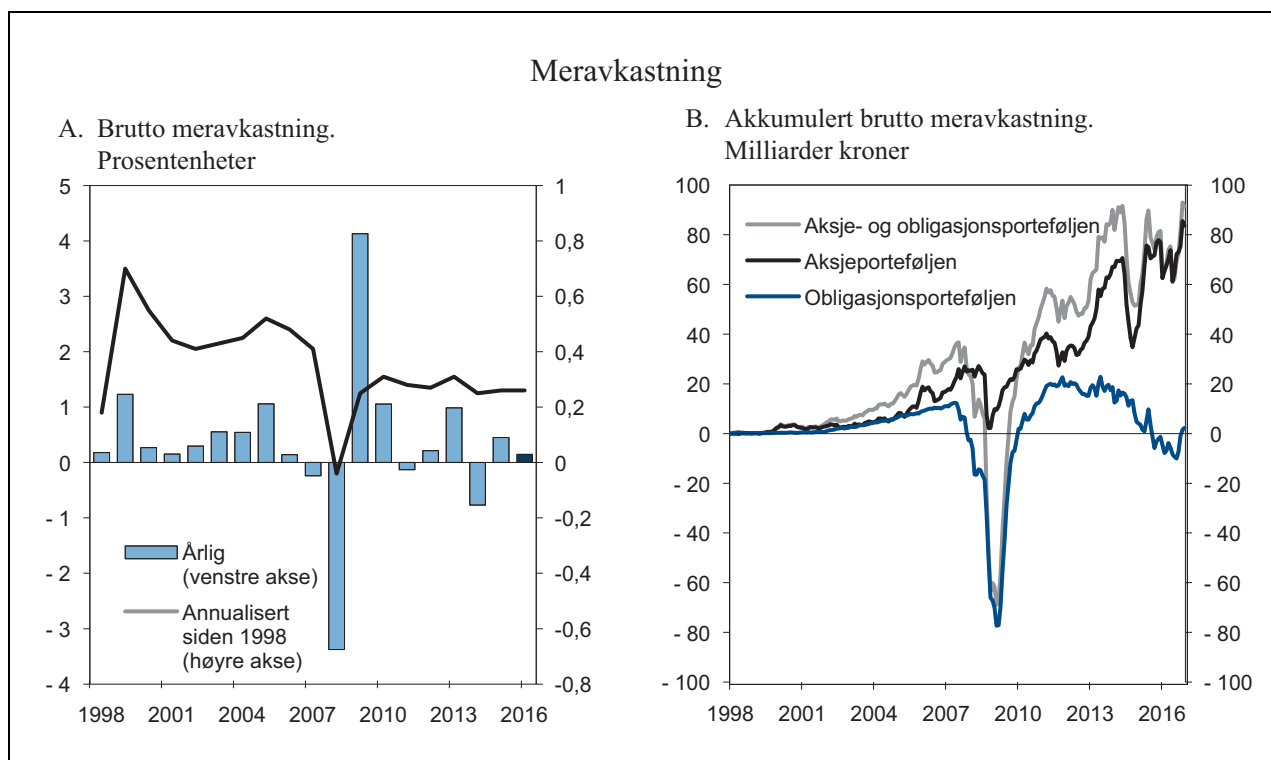
Aksjer og obligasjoner

Norges Banks forvaltning bidro i 2016 til at avkastningen av aksjeporteføljen var 0,15 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen fastsatt av departementet. I obligasjonsporteføljen var avkastningen 0,16 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Bidragene til samlet meravkastning fra ulike investeringsstrategier er vist i avsnitt 2.2.8.

Eiendom

Avkastningen av Norges Banks eiendomsinvesteringer sammenliknes med den globale IPD-indek-

⁶ Brutto meravkastning i milliarder kroner er beregnet ved å multiplisere meravkastningen i hver måned med kapitalen ved inngangen til måneden, for deretter å summere over alle månedene.



Figur 2.8 Brutto meravkastning (differanseavkastning) av Norges Banks forvaltning i 2016 og siden 1998

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

sen for eiendom, med unntak for Norge og justert for den faktiske effekten av gjeldsfinansiering og faktiske forvaltningskostnader. Indeksen utarbeides av indekssleverandøren MSCI, som også gjennomfører sammenlikningen årlig på oppdrag fra Finansdepartementet. IPD-indeksten foreligger først med et tidsetterslep, siden den er basert på innrapporterte tall fra et stort antall eiendomsinvestorer.

Den siste rapporten er for 2015 og viser at avkastningen av SPU's unoterte eiendomsinvesteringer i det året var 1,3 prosentenheter lavere enn avkastningen av IPD-indeksen når alle avkastningstall omregnes til norske kroner. Forskjellen i avkastning skyldes hovedsakelig eiendommer med lavere avkastning enn i indeksen i noen byer. Leieinntektene fra SPU's eiendomsinvesteringer var noe lavere enn for eiendommene som inngår i IPD-indeksen, men SPU's eiendomsinvesteringer oppnådde samtidig en noe høyere verdistigning. Kursendringer på valuta bidro positivt. MSCIs rapport er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider.

Miljørelaterte investeringsmandater

I 2009 besluttet Finansdepartementet å etablere særskilte mandater for miljørelaterte invester-

inger i SPU. Investeringene gjennomføres som en del av Norges Banks forvaltning innenfor rammene i mandatet. I henhold til mandatet fra Finansdepartementet skal markedsverdien normalt være mellom 30 og 60 mrd. kroner. Ved utgangen av 2016 utgjorde investeringene 63,7 mrd. kroner fordelt på 57,7 mrd. kroner i aksjer og 6,1 mrd. kroner i grønne obligasjoner. Investeringene i aksjer var fordelt på 226 selskaper. Norges Bank har gjort rede for disse investeringene i publikasjonen om ansvarlig forvaltning som ble lagt frem i mars 2017.

Miljømandatene innebærer at SPU investeres relativt mer i miljørettede selskaper og bransjer enn det som følger av fondets referanseindeks. Det trekkes på Norges Banks ramme for avvik fra referanseindeksen.

Avkastningen av de miljørelaterte aksjeinvesteringene i 2016 var 12,4 pst., sammenliknet med 8,7 pst. for fondets samlede aksjeinvesteringer og 6,9 pst. for hele fondet. Den gjennomsnittlige årlige avkastningen av de miljørelaterte aksjeinvesteringene fra og med 2010 til og med 2016 var 4,2 pst., sammenliknet med 12,2 pst. for fondets samlede aksjeinvesteringer og 9,6 pst. for hele fondet. Isolert sett bidro dermed de miljørelaterte aksjeinvesteringene positivt til avkastningen i 2016, men de har gitt et negativt

Tabell 2.2 Risiko og risikojustert avkastning i SPU i 2016, siste 3,5 og 10 år, samt i perioden 1998–2016. Årlige tall basert på månedlige observasjoner

	2016	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2016 ¹
<i>SPU ekskludert eiendom</i>					
Absolutt volatilitet (prosent)	6,32	6,67	6,55	9,08	7,51
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,41	0,39	0,37	0,90	0,71
Sharpe rate-differanse	-0,01	-0,02	0,00	-0,02	0,01
Informasjonsrate	0,37	-0,10	0,52	0,12	0,39
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (prosent)	10,62	10,50	10,36	15,25	14,91
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,57	0,51	0,45	0,72	0,81
Sharpe rate-differanse	-0,01	-0,01	0,01	0,01	0,03
Informasjonsrate	0,31	0,16	0,78	0,41	0,60
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (prosent)	3,62	2,85	2,76	3,61	3,38
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,39	0,47	0,46	1,44	1,06
Sharpe rate-differanse	0,12	0,02	0,05	-0,07	0,00
Informasjonsrate	0,36	-0,54	-0,34	0,03	0,13

¹ Aksjeporteføljen inkluderer tall fra og med februar 1998.

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

bidrag til samlet avkastning i perioden siden 2010.

risikoen som er tatt i forvaltningen. Sharpe-raten og informasjonsraten er to ofte brukte mål på risikojustert avkastning.

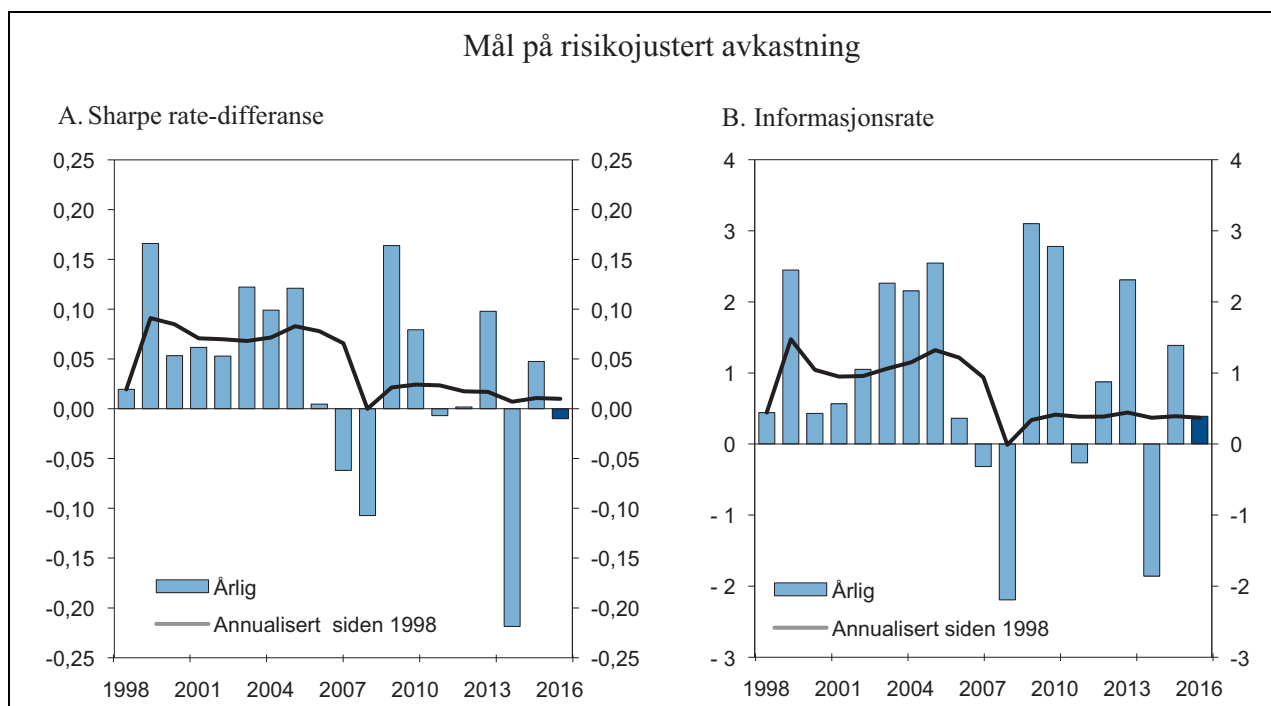
2.2.5 Risikojustert avkastning

Rammen for forventet relativ volatilitet på 1,25 prosentenheter i mandatet fra Finansdepartementet åpner for at Norges Bank kan avvike fra referanseindeksen for å oppnå meravkastning. En noe annen sammensetning av investeringene i SPU enn i referanseindeksen kan samtidig medføre at svingningene i avkastningen av fondet blir noe høyere eller lavere enn i referanseindeksen. I finanslitteraturen benyttes modeller og måltall for å vurdere om en investor er blitt kompensert for

Sharpe-rate

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

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



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

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

selv en lavere avkastning enn i referanseindeksen gi høy Sharpe-rate.

I 2016 var den beregnede Sharpe-raten 1,1 både for porteføljen av aksjer og obligasjoner i SPU og for referanseindeksen. Differansen mellom disse to tallene var nær null (-0,01), se tabell 2.2 og figur 2.9A.

I perioden fra 1998 til 2016 var Sharpe-raten 0,5 både for porteføljen av aksjer og obligasjoner i SPU og for referanseindeksen. Differansen mellom Sharpe-ratene i porteføljen og referanseindeksen er små, både i 2016 og i perioden 1998–2016. Det gjenspeiler i stor grad at det tas små avvik i forvaltningen. Porteføljen har hatt noe høyere svingninger i avkastningen enn referanseindeksen, men har også oppnådd noe høyere avkastning, slik at forholdet mellom avkastning og risiko har vært tilnærmet likt.

Informasjonsrate

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

En informasjonsrate over null innebærer at forvalter har oppnådd en avkastning som er høyere enn avkastningen av referanseindeksen. En høy informasjonsrate kan tolkes som dyktighet i forvaltningen, og en informasjonsrate som over tid overstiger 0,4 anses normalt for å være et godt resultat. I 2016 var informasjonsraten 0,4 for aksje- og obligasjonsporteføljen, 0,3 for aksjeporteføljen og 0,4 for obligasjonsporteføljen. Beregningen er basert på et begrenset antall observasjoner og er derfor usikker.

I perioden 1998–2016 var informasjonsraten 0,4 for aksje- og obligasjonsporteføljen, 0,7 for aksjeporteføljen og 0,1 for obligasjonsporteføljen, se figur 2.9B. Norges Banks forvaltning bidro i denne perioden til at fondet ble kompensert for den relative risikoen som ble tatt, men fondet fikk bedre betalt for den relative risikoen i aksjeporteføljen enn i obligasjonsporteføljen.

2.2.6 Risiko og rammer

Absolutt risiko

Norges Bank har i årsrapporten for SPU i 2016 beregnet at *de forventede svingningene* av fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer ved utgangen av 2016 var 10,6 pst., eller om lag 800 mrd. kroner, målt ved standardavvik. Under antakelse om nor-



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

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

malfordelte avkastningstall vil svingningene i ett av tre år være større enn ett standardavvik. Banken har videre estimert at fondet i et kraftig fallende marked kan tape om lag 25 pst. av sin verdi i løpet av en periode på ett år. Det utgjør nær 1 900 mrd. kroner.

Analysen av *de historiske svingningene* basert på månedstall viser at standardavviket for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer i 2016 var 6,3 pst., mens standardavviket for referanseindeksens avkastning var 6,1 pst. Det viser at Norges Banks forvaltning har bidratt til noe høyere svingninger i avkastningen av fondets investeringer enn i avkastningen av referanseindeksen. Både kurs-svingningene i finansmarkedene og samvariasjonen mellom aksje- og obligasjonskursutviklingen var lav i 2016. Det bidro til at de historiske svingningene i 2016 var lavere enn svingningene forventet over tid.

Standardavviket til avkastningen av fondets aksje- og obligasjonsindeks har variert over tid og økt i perioder med stor usikkerhet i markedet. Hovedsakelig har svingningene over tid vært noe høyere enn i referanseindeksen, se figur 2.10A. Samtidig viser analyser at 99,4 pst. av svingningene i fondets avkastning kan forklares ved svingninger i avkastningen av referanseindeksen.

Relativ risiko

Norges Bank benyttet i 2016 en relativt liten andel av rammen for avvik fra indeksen, og banken har beregnet *forventet relativ volatilitet* ved utgangen av året til 0,3 prosentenheter. Basert på utviklingen til faktisk oppnådd differanseavkastning i 2016 er *realisert relativ volatilitet* for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer beregnet til 0,4 prosentenheter. Figur 2.10B viser utviklingen i realisert relativ volatilitet over tid. Bidragene til realisert relativ volatilitet fra ulike investeringsstrategier er omtalt i avsnitt 2.2.8.

Relativ volatilitet måler variasjon under normale markedsforhold. For ekstreme markedsforhold er andre mål mer relevante. Ifølge Norges Bank, er forventet mindreavkastning i forvaltningen i de 2,5 pst. dårligste tilfellene ved utgangen av 2016 beregnet til knapt 0,9 prosentenheter målt på årlig basis («expected shortfall»). Anslaget er basert på markedsutviklingen de siste ti årene.

Kredittrisiko

Obligasjonene som inngår i referanseindeksen til SPU er tilordnet en kredittkarakter fra minst ett av de store kredittvurderingsbyråene. Den skal indi-

kere hvor sannsynlig det er at låntaker vil være i stand til å betale rentekostnadene og tilbakebetale lånet. Andelen obligasjoner med kredittkarakteren AAA⁷ eller AA ved utgangen av 2016 var 59 pst., samme andel som ved inngangen til året.

Obligasjoner med svak kredittkarakter, såkalte høyrenteobligasjoner, inngår ikke i referanseindeksen til SPU. Det er likevel åpnet opp for at Norges Bank kan investere i slike obligasjoner. Dette sikrer at Norges Bank ikke tvinges til å selge obligasjoner som nedgraderes, men kan holde disse til forfall. I henhold til mandatet fra Finansdepartementet skal forvaltningen innrettes med sikte på at slike obligasjoner ikke skal utgjøre mer enn 5 pst. av markedsverdien av obligasjonsporteføljen. Ved utgangen av 2016 utgjorde andelen høyrenteobligasjoner 2,2 pst. av fondets obligasjonsinvesteringer, opp fra 0,7 pst. ved inngangen til året. Økningen skyldes i stor grad at kredittkvaliteten på brasilianske og tyrkiske statsobligasjoner ble nedgradert i løpet av året.

Kredittrisikoen i porteføljen var ved utgangen av 2016 om lag på samme nivå som ved inngangen til året, målt ved gjennomsnittlig kredittkarakter.

Enkeltinvesteringer

Fondets rolle er å være en finansiell investor, og det er et mål å spre risikoen på mange ulike verdipapirer. Finansdepartementet har derfor fastsatt at fondet innenfor aksjeporteføljen maksimalt kan eie 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap. Ved utgangen av 2016 var den største eierandelen i ett enkelt selskap i aksjeporteføljen 9,6 pst. På samme tidspunkt hadde fondets største investering målt i kroner i et enkelt selskap en markedsverdi på 51 mrd. kroner.

Rammer satt av Norges Bank

I tillegg til rammene i mandatet fra Finansdepartementet for forvaltningen av SPU, er det stilt krav om at hovedstyret i Norges Bank skal fastsette supplerende risikorammer for forvaltningen av SPU. Rammene som hovedstyret har satt er tilgjengelig på bankens nettsider.

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

I en del selskaper har Norges Bank valgt å investere en mindre andel av fondet enn det som følger av referanseindeksen. I aksjeporteføljen var sammenfallet med referanseindeksen ved utgangen av 2016 på 83 pst. Det betyr at summen av undervektene i enkelt selskaper utgjør 17 pst. av aksjeporteføljens verdi. Midlene som er frigjort ved undervektene kan brukes til å øke eierandelen i andre selskaper som inngår i indeksen eller til å investere i selskaper utenfor referanseindeksen. Norges Bank har investert i om lag 1 500 flere selskaper enn det som inngår i indeksen. Det er blant annet investert i selskaper som har for lav markedsverdi eller for lav omsettelighet til å bli inkludert i indeksen, og i selskaper i fremvoksende markeder.

2.2.7 Kostnader

I henhold til mandatet for SPU får Norges Bank dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en øvre grense. Den var satt til 8 basispunkter av fondets gjennomsnittlige markedsverdi i 2016. For 2017 er grensen redusert til 7,5 basispunkter. Ett basispunkt svarer til 0,01 pst. I tillegg godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Utenom avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere var forvaltningskostnadene i 2016 på 3,5 mrd. kroner. Det tilsvarer 4,9 basispunkter av fondets gjennomsnittlige markedsverdi, opp fra 4,8 basispunkter året før.

De samlede forvaltningskostnadene falt til 3,7 mrd. kroner i 2016, fra 3,9 mrd. kroner i 2015. Reduksjonen skyldes i all hovedsak lavere avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og lavere kostnader til depottjenester. Vekst i antall ansatte og svakere krone økte isolert sett kostnadene noe. Målt som andel av forvaltet kapital var de samlede kostnadene 5,2 basispunkter i 2016, ned fra 5,7 basispunkter i 2015. Det påløper drifts- og administrasjonskostnader i datterselskaper som er opprettet i forbindelse med eiendomsinvesteringene. I tråd med regnskapsreglene som er fastsatt for Norges Bank, trekkes disse kostnadene fra avkastningen i eiendomsporteføljen og belastes ikke forvaltningskostnadene. I 2016 utgjorde disse kostnadene 100 mill. kroner, opp fra 95 mill. kroner i 2015.

Kostnader fordelt på investeringsstrategier er omtalt i avsnitt 2.2.8.

Boks 2.2 Kostnader i eiendomsforvaltningen

Det påløp samlede netto kostnader ved eiendomsforvaltningen på om lag 3,8 mrd. kroner i fjor. Kostnadene fordeler seg på ulike poster. De langt fleste av disse kostnadene trekkes fra når en beregner avkastningen i eiendomsporteføljen, som i et notert eiendomsselskap eller eiendomsfond.

Kostnader ved drift av bygg er knyttet til daglig drift og vedlikehold av byggene i porteføljen. Her inngår aktiviteter knyttet til utleie, renhold, elektrisitet, forsikringer, helse, miljø og sikkerhet, samt vaktmestertjenester, fakturering av leieinntekter og den daglige oppfølgingen av leietakerne. I 2016 utgjorde disse kostnadene 2 852 mill. kroner hvorav 1 527 mill. kroner ble viderefakturert til leietakerne.

Kostnader ved forvaltning av eiendommene er i hovedsak honorarer til eiendomsforvaltere som har ansvar for å forvalte ett eller flere bygg og gjennomføre handlingsplaner for å oppnå høyest mulig avkastning med lavest mulig risiko. I 2016 var kostnadene knyttet til forvaltningen av eiendommene 493 mill. kroner.

Kostnader i selskapsstrukturen er kostnader i heleide og deleide eiendomsselskaper uten ansatte. Kostnadene består hovedsakelig av revisjons- og regnskapshonorarer, juridiske honorarer, forsikring, administrative kostnader i forbindelse med selskapene, samt betaling til partnere i USA og Storbritannia som kompensasjon for økte skattekostnader som følge av struktur i SPUers favør. I 2016 var kostnadene ved selskapsstrukturen 144 mill. kroner.

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

sasjonen som forvalter og investerer i unotert eiendom. I dette ligger personalkostnader, IT-kostnader, konsulenttjenester og juridiske tjenester, kostnader til lokaler for ansatte og andel av felleskostnader i Norges Bank. Kostnadene påløper på to nivåer i organisasjonsstrukturen. På øverste nivå er kostnadene som påløper i Norges Bank Real Estate Management (NBREM), som forvalter eiendomsinvesteringene i SPU. I 2016 var kostnadene i NBREM 440 mill. kroner. På neste nivå er operative driftsselskaper med ansatte i Luxembourg, Tokyo, Singapore og London. Her er kostnadene sammenliknbare med kostnadene som påløper i NBREM. I 2016 var forvaltningskostnadene i de operative driftsselskapene 66 mill. kroner.

Skatt er et kostnadselement på fondets investeringer. I 2016 hadde fondet en betalbar skattekostnad knyttet til eiendomsinvesteringene på 151 mill. kroner, samt en økning i utsatt skattekostnad på 174 mill. kroner.

Rentekostnader påløper på enkelte eiendomsinvesteringer som er delfinansiert ved ekstern gjeld. Denne kostnaden var 622 mill. kroner i 2016.

Transaksjonskostnader er en engangskostnad ved kjøp eller salg av eiendommer og inkluderer dokumentavgift samt andre skatter og avgifter til lokale myndigheter. Det er også kostnader ved analyser som gjøres i forkant av en investering, såkalt due diligence. I 2016 utgjorde dokumentavgift og andre skatter og avgifter knyttet til transaksjonene 340 mill. kroner, mens de øvrige transaksjonskostnadene utgjorde 87 mill. kroner.

Unotert eiendom

Finansdepartementet legger vekt på at kostnadene ved unoterte investeringer rapporteres slik at avkastningen kan sammenliknes med noterte investeringer. For investeringene i unotert eiendom innebærer det at mange kostnader trekkes fra ved beregning av avkastningen i eiendomsselskapene, slik som de ville blitt ved beregning av avkastningen i eiendomsfond eller ved beregning av overskuddet i et notert eiendomsselskap. En mer detaljert beskrivelse av kostnadene er gitt i boks 2.2.

Internasjonal sammenlikning av kostnadene

Det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. har sammenliknet fondets forvaltningskostnader i 2015 med kostnadene i over 300 andre fond. Sammenlikningen viser at SPU er blant fondene med lavest kostnader, når kostnadene måles i forhold til forvaltet kapital. En av grunnene er at SPU har kun en mindre andel investeringer i aktivaklasser med høye kostnader, som for eksempel unoterte aksjer og eiendom. I tillegg forvaltes hoveddelen av fondet internt i Norges Bank og innslaget av ekstern forvaltning er lite. CEM finner også at

den interne forvaltningen i Norges Bank er kostnadseffektiv sammenliknet med forvaltningen til de andre fondene. Rapporten fra CEM er tilgjengelig på departementets nettsider.

Kostnadsutvikling over tid

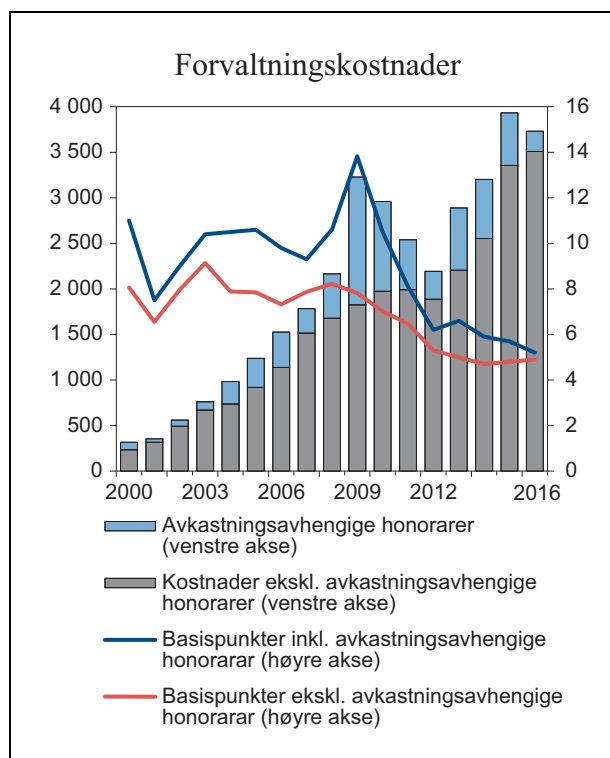
Forvaltningskostnadene målt i kroner har økt over tid, se figur 2.11. Enkelte kostnader er avhengig av størrelsen på fondet, og de vil derfor stige når kapitalen i fondet vokser. Norges Bank har økt antall ansatte, blant annet i forbindelse med eiendomsinvesteringene. Sammen med generell lønnsøkning har det bidratt til økte interne kostnader. Deler av kostnadene i fondet påløper i andre valutaer enn norske kroner, slik at endringer i kronekursen også påvirker kostnadene målt i kroner. Over tid har kostnadsøkningen likevel vært mindre enn økningen i fondets verdi, slik at kostnadene målt som andel av forvaltet kapital har falt.

2.2.8 Meravkastning, risiko og kostnader fordelt på investeringsstrategier

Norges Bank har i strategiperioden fra 2013 til 2016 beskrevet følgende hovedstrategier innen aksje- og obligasjonsforvaltningen:

- *Strategier for allokering.* Eksempler på slike strategier kan være å utvide investeringsuniverset til å inkludere flere fremvoksende markeder for å oppnå en bedre diversifisering av fondets investeringer eller å ha en annen gjennomsnittlig løpetid på obligasjonene i fondet enn i referanseindeksen. Allokeringsstrategiene kan også innebære at fondet tar noe større eierandeler i såkalte verdiselskaper⁸ eller små selskaper enn det som følger av referanseindeksen, og slik sett oppnår en eksponering mot systematiske risikofaktorer som verdi og størrelse. Flere av disse strategiene inngår i bankens interne referanseportefølje. Denne tar utgangspunkt i referanseindeksen fra Finansdepartementet, men er søkt skreddersydd for å utnytte fondets særtrekk og over tid gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko. I referanseporteføljen inngår også avvikene fra referanseindeksen som skyldes miljømandatene og kravet i mandatet for forvaltningen av SPU om at banken skal ta hensyn til statsfinansiell styrke mellom land i sammensetningen av statsobligasjoner.

⁸ Verdiselskaper er selskaper med lav prising sett i forhold til nøkkeltall som inntjening eller bokført egenkapital.



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

Kilde: Norges Bank.

- *Verdipapirvalg.* Slike valg innebærer å investere en høyere eller lavere andel av fondet i enkelte selskaper eller enkeltobligasjoner enn det referanseindeksen tilsier, basert på analyser av selskapene. Banken benytter både interne og eksterne forvaltere til verdipapirvalg. Eksterne forvalterne brukes i første rekke til investeringer i fremvoksende markeder, og i små og mellomstore selskaper i markeder der banken ikke ser det som hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse.
- *Markedseksponering.* Denne strategien skal sikre en mest mulig kostnadseffektiv markeds- og risikoeksponering. Under denne strategien ligger ansvaret for forvaltningen av de brede aksje- og obligasjonsporteføljene, gjennomføringen av den løpende handelen av verdipapirer, samt håndtering av kontanter, valuta og verdipapirutlån. Behovet for handel med verdipapirer oppstår blant annet som følge av endringer i sammensetningen av referanseindeksen, tilførsel eller uttak av kapital fra fondet eller bankens øvrige strategier.

Tabell 2.3 Bidrag til relativ avkastning, forvaltningskostnader og forventet relativ risiko fra investeringsstrategiene i 2016. Prosentenheter

	Aksje- investeringer	Obligasjons- investeringer	Allokering på tvers av aktivaklasser	Totalt	Bidrag til forvaltnings- kostnadene
<i>A: Bidrag til relativ avkastning og kostnader</i>					
Allokering	-0,04	-0,04	-0,02	-0,10	0,003
<i>Intern referanseportefølje</i>	0,01	-0,05	0,00	-0,04	–
<i>Allokeringsbeslutninger</i>	-0,05	0,01	-0,02	-0,07	–
Verdipapirvalg	-0,02	-0,03	–	-0,06	0,021
<i>Internt</i>	-0,04	-0,03	–	-0,07	0,008
<i>Eksternt</i>	0,01	–	–	0,01	0,013
Markedseksposering	0,16	0,13	0,02	0,31	0,022
<i>Posisjonering</i>	0,11	0,12	0,02	0,25	–
<i>Utlån av verdipapirer</i>	0,05	0,01	–	0,06	–
Eiendom	–	–	–	–	0,006
Totalt	0,10	0,05	0,00	0,15	0,052
<i>B: Bidrag til forventet relativ volatilitet</i>					
Allokering	0,16	0,13	0,01	0,18	–
<i>Intern referanseportefølje</i>	0,14	0,08	0,01	0,15	–
<i>Allokeringsbeslutninger</i>	0,06	0,08	0,01	0,10	–
Verdipapirvalg	0,17	0,03	–	0,17	–
<i>Internt</i>	0,16	0,03	–	0,15	–
<i>Eksternt</i>	0,05	–	–	0,05	–
Markedseksposering	0,06	0,05	0,03	0,07	–
Totalt	0,24	0,16	0,04	0,28	–

Kilde: Norges Bank.

Hovedstyret i Norges Bank peker på at mens noen strategier primært sikter mot å bidra til fondets avkastning, sikter andre mot å redusere kostnader eller spre risiko. Hva som er en riktig horisont for evaluering vil ifølge hovedstyret variere mellom strategiene. Hovedstyret viser videre til at strategiene på ulike måter søker å utnytte fondets særtrekk, som størrelse og langsiktighet, at de utfyller og påvirker hverandre, og at det er synergier mellom dem. I bankens nye strategiplan for perioden fra 2017 til 2019 er de tre hovedstrategiene videreført.⁹

I 2016 var avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljen 0,15 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen før fradrag for forvaltningskostnader. Strategier for markedseksposering bidro positivt til meravkastningen, mens allokering og verdipapirvalg bidro negativt. Bildet er det samme både før og etter at forvaltningskostnader er trukket fra, se tabell 2.3A.

Innen allokeringsstrategiene bidro den interne referanseporteføljen negativt til meravkastningen. Norges Bank oppgir at de største negative bidragene kom fra en høyere andel kinesiske aksjer, en lavere andel realrenteobligasjoner og kortere gjennomsnittlig løpetid på britiske statsobligasjoner enn i referanseindeksen. En høyere vekt mot

⁹ Strategiplanen for Norges Bank Investment Management er tilgjengelig på bankens nettsider.

statsobligasjoner i fremvoksende markeder og en høyere andel av såkalte verdiskapende og små selskaper i aksjeporteføljen bidro positivt. Miljømandatene bidro positivt til meravkastningen i 2016.

Norges Bank har beregnet hvor mye de ulike hovedstrategiene bidro til forventet relativ volatilitet ved utgangen av 2016, se tabell 2.3B. Bidragene fra allokeringsstrategier og verdipapirvalg var om lag like store, mens strategier for markedseksponering i liten grad bidro til forventet relativ volatilitet. Lav samvariasjon mellom de ulike strategiene gjør at summen av enkeltbidragene blir større enn samlet relativ volatilitet. Den samlede relative risikoen var på dette tidspunktet betydelig lavere enn rammen på 1,25 prosentenheter.

Norges Bank har søkt å fordele fondets forvaltningskostnader på ulike investeringsstrategier. Kostnadene i 2016 var om lag like store innenfor strategiene for markedseksponering og verdipapirvalg. Kostnadene innenfor markedseksponering inkluderer de fleste kostnadene ved verdipapiroppbevaring. Kostnadene ved allokering og eiendomsforvaltningen var vesentlig mindre.

Norges Bank rapporterer også bidragene til relativ avkastning og kostnader fra de ulike hovedstrategiene i strategiperioden fra 2013 til 2016, se tabell 2.4. Den gjennomsnittlige årlige avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljen var i denne perioden 0,20 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen før fradrag for forvaltningskostnader. Allokeringsstrategier bidro negativt til meravkastningen, mens verdipapirvalg og markedseksponering bidro positivt.

Verdipapirvalg bidro positivt til avkastningen i perioden fra 2013 til 2016, både før og etter fradrag for forvaltningskostnader. Den eksterne forvaltningen ga et bidrag til meravkastningen før forvaltningskostnader på 0,09 prosentenheter, til tross for at kun om lag 4 pst. av fondets kapital var eksternt forvaltet i perioden. Også etter at forvaltningskostnadene er trukket fra, har den eksterne forvaltningen gitt et betydelig bidrag til meravkastningen. Den interne forvaltningen bidro negativt til meravkastningen. Det er samtidig viktig å merke seg at deler av kostnadene ved den interne forvaltningen er en forutsetning for å opparbeide dybdekunnskap om selskapene fondet investerer i og et aktivt eierskapsarbeid.

Av de tre hovedstrategiene var det markedseksponering som ga det største positive bidraget til relativ avkastning i perioden fra 2013 til 2016.

Hovedstyret i Norges Bank viser til at den samlede meravkastningen av SPU i 2016 var positiv, og at den er oppnådd med en lav utnyttelse av

rammene for risiko. De samlede resultatene fra de ulike strategiene i perioden 2013–2016 var også positive, og vurderes av hovedstyret som tilfredsstillende. Hovedstyret peker samtidig på at resultatene må vurderes over tid.

2.2.9 Departementets vurderinger

Nominell avkastning av SPU i 2016 var 6,9 pst, mens realavkastningen etter fradrag av kostnader og prisstigning var 5,3 pst. Avkastningen av aksjeinvesteringene var relativt høy, men også avkastningen av obligasjonsinvesteringene var god tatt i betraktning det lave rentenivået. Rentenivået var fortsatt lavt ved utgangen av året, og en må være forberedt på lav avkastning av obligasjoner fremover. De siste årene har fallende renter gitt kursgevinster for fondet, men rommet for ytterligere gevinster er begrenset når rentene allerede ligger på et lavt nivå.

Avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljen var i fjor 0,15 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Norges Bank har gjennom året benyttet en relativt liten andel av rammen for forventet relativ volatilitet. Sett i forhold til utnyttelsen av risikorammen, er meravkastningen om lag på linje med det en kan forvente over tid. Departementet legger vekt på utviklingen i resultatene over tid. Departementet er tilfreds med at gjennomsnittlig årlig brutto avkastning siden 1998 har vært drøyt ¼ prosentenheter høyere enn referanseindeksen.

Departementet har merket seg at strategier for markedseksponering både i 2016 og i perioden fra 2013 til 2016 ga et positivt bidrag til fondets meravkastning, men at verdipapirvalg ga et negativt bidrag i 2016 og et positivt bidrag i perioden 2013 – 2016. Den eksterne forvaltningen har gitt et vesentlig positivt bidrag over tid, både før og etter fradrag for forvaltningskostnader. Allokeringsstrategier ga negative bidrag til meravkastningen både i 2016 og i perioden fra 2013 til 2016. Enkelte allokeringsstrategier har som formål å diversifisere porteføljen ut over det som følger av referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet eller å gi eksponering mot såkalte systematiske risikofaktorer. Det vil være naturlig å vurdere disse strategiene og resultatene som følger av disse nærmere i den regelmessige gjennomgangen av Norges Banks forvaltning, som skal omtales i neste års fondsmelding, se avsnitt 3.6. Samtidig er dette strategier som bør vurderes over en lengre tidshorison.

Unoterte eiendomsinvesteringer krever en annen tilnærming til forvaltningsoppdraget enn

Tabell 2.4 Bidrag til relativ avkastning og kostnader fra investeringsstrategiene i perioden fra 2013 til 2016. Prosentenheter

	Aksje- investeringer	Obligasjons- investeringer	Allokering på tvers av aktivaklasser	Totalt	Bidrag til forvaltnings- kostnadene
Allokering	-0,03	-0,14	0,04	-0,13	0,004
<i>Intern referanseportefølje</i>	-0,01	-0,14	0,00	-0,15	–
<i>Allokeringsbeslutninger</i>	-0,02	0,00	0,04	0,02	–
Verdipapirvalg	0,07	0,00	–	0,07	0,026
<i>Internt</i>	-0,02	0,00	–	-0,02	0,007
<i>Eksternt</i>	0,09	–	–	0,09	0,019
Markedseksposering	0,17	0,08	0,00	0,25	0,024
<i>Posisjonering</i>	0,12	0,08	0,00	0,20	–
<i>Utlån av verdipapirer</i>	0,05	0,00	–	0,06	–
Eiendom	–	–	–	–	0,004
Totalt	0,21	-0,06	0,04	0,20	0,058

Kilde: Norges Bank.

investeringer i noterte aksjer og obligasjoner, noe som kommer til uttrykk ved at Norges Bank har valgt å skille eiendomsforvaltningen ut i en egen organisatorisk enhet. Etter flere år med høy avkastning var avkastningen av de unoterte eiendomsinvesteringene i 2016 noe lavere, men fortsatt positiv. Departementet legger vekt på resultater over tid, og eiendomsinvesteringene i SPU har for kort historikk til at en kan trekke sikre konklusjoner om hvor vellykket forvaltningen har vært. Departementet er likevel tilfreds med de resultatene som så langt er oppnådd.

De siste årene har Norges Bank økt rapporteringen om fondet betydelig. Ved siden av årsrapporten publiserer banken tilleggsinformasjon om den ansvarlige forvaltningen, investeringene i unotert eiendom og om avkastning og risiko. I tillegg publiserer banken ytterligere informasjon på sine nettsider. Det er positivt at den utvidede rapporteringen bidrar til ytterligere åpenhet om forvaltningen av fondet.

Departementet er tilfreds med at forvaltningskostnadene er lave sammenliknet med andre fond målt som andel av forvaltet kapital. Dette tyder på at Norges Bank klarer å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen. I kroner er kostnadene likevel betydelige, og det er derfor viktig å vurdere hvordan forvaltningen kan bli enda mer effektiv. En må være innstilt på at kost-

nadene likevel kan øke noe i takt med at andelen eiendomsinvesteringer i fondet øker, og at kostnadene også påvirkes av endringer i kronekursen. Etter departementets vurdering er det avkastning som forvaltningen oppnår etter kostnader som er det viktigste for å oppnå fondets langsiktige mål.

2.3 Kontroller

2.3.1 Gjennomgang av avkastningstallene

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

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

Fra og med 2013 er den prosentvise avkastningen av fondets investeringer inkludert i notene til regnskapsrapporteringen for SPU. Det innebærer at bankens eksterne revisor gjør nødven-

dige kontroller for å påse at avkastningsberegningene er korrekte, før representantskapet fastsetter regnskapet.

Utover ekstern revisors kontrollhandlinger gjør Finansdepartementet en egen kontrollberegning av avkastningen i referanseindeksen for SPU. Kontrollberegningen for 2016 viser ingen

vesentlige avvik fra Norges Banks rapporterte avkastningstall for referanseindeksen.

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

3 Statens pensjonsfond utland: videreutvikling av strategi og forvaltning

3.1 Aksjeandelen

3.1.1 Bakgrunn

Formålet med investeringene i SPU er å sikre høyest mulig kjøpekraft målt i internasjonal valuta, med et moderat risikonivå. Aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen er den enkelt-beslutningen som har størst betydning for forventet avkastning og risiko i fondet.

Det ble åpnet for aksjer i SPU i 1998, og andelen i den strategiske referanseindeksen ble satt til 40 pst. I 2007 ble det besluttet å øke andelen aksjer til 60 pst. Fra 1. januar i år er aksjeandelen oppjustert til 62,5 pst. Det skyldes en omlegging av reguleringen av investeringer i unotert eiendom, og at referanseindeksen fremover kun består av referanseindeksene for aksjer og obligasjoner. Andelen obligasjoner utgjør 37,5 pst.

Til grunn for beslutningen i 2007 om å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. lå en bred vurdering av forventet avkastning og risiko. Grunnlaget var blant annet råd fra Strategirådet for SPU og fra Norges Bank, samt analyser utført av Finansdepartementet. I vurderingene ble det blant annet pekt på at en ved investeringene i fondet fikk en bedre spredning av risikoen i petroleumsformuen. Det ble også vist til fondets lange tidshorisont, understøttet av handlingsregelen for finanspolitikken, samt at en bred politisk forankring og fleksibilitet i retningslinjene for finanspolitikken la til rette for at staten som eier kunne håndtere større utslag i fondets verdi og en noe høyere sannsynlighet for tap.

Finansdepartementet satte høsten 2015 i gang et arbeid med å vurdere aksjeandelen i SPU, som varslet i Nasjonalbudsjettet 2016. Som ledd i arbeidet har departementet fått råd både fra et offentlig utvalg ledet av Knut Anton Mork¹ og fra Norges Bank. Departementet har også mottatt innspill gjennom en offentlig høring av utvalgets rapport.

Mork-utvalget og Norges Bank har også vurdert om en eventuell endring av aksjeandelen bør ha betydning for andre hovedvalg i investeringsstrategien. Slike valg kan blant annet være sammensetningen av obligasjonsindeksen og reglene for tilbakevektning. Norges Bank tar sikte på å komme tilbake til slike hovedvalg, og viser til at disse spørsmålene i liten grad påvirker deres råd om aksjeandel. Finansdepartementet vil gjøre en nærmere vurdering av slike hovedvalg etter at Stortinget har tatt stilling til aksjeandelen i SPU. For øvrig vises det til omtale av SPUs investeringer i olje- og gassaksjer i Perspektivmeldingen 2017 og klimarisiko i avsnitt 6.4.

Mork-utvalget har i sin rapport kommet med synspunkter på hvordan finanspolitikken bør innrettes og praktiseres, og pekt på at andelen aksjer i fondet bør ses i sammenheng med oppfølgingen av rådene fra Thøgersen-utvalget, som ga råd om praktiseringen av retningslinjene for finanspolitikken. Aksjeandelen har for øvrig betydning for forventet realavkastning av fondet, som er en sentral størrelse i disse retningslinjene. Regjeringens vurderinger av retningslinjene for finanspolitikken, og praktiseringen av dem, er omtalt i Perspektivmeldingen 2017.

Omtalen av aksjeandelen er organisert som følger. Avsnitt 3.1.2 redegjør for vurderingene og rådene som er mottatt fra Mork-utvalget, Norges Bank og høringsinstansene. Avsnitt 3.1.3 drøfter forventet avkastning og risiko i finansmarkedene og inneholder Finansdepartementets oppdaterte anslag for forventet realavkastning av SPU. Avsnitt 3.1.4 analyserer verdiutvikling og risiko av SPU ved ulike aksjeandeler, herunder beregnede utslag i finanspolitikken. Det illustrerer også mulige konsekvenser av et langvarig fall i aksjemarkedet. Avsnitt 3.1.5 drøfter sentrale hensyn ved valg av aksjeandel, herunder evnen til å bære risiko i SPU og forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Avsnitt 3.1.6 inneholder Regjeringens anbefaling til Stortinget om valg av aksjeandel.

¹ Se NOU 2016: 20 Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland.

3.1.2 Mottatte råd og høringsinnspill

Råd fra Mork-utvalget

Mork-utvalget ble oppnevnt 8. januar 2016 og overleverte sin rapport til Finansdepartementet 18. oktober 2016. Rapporten har vært på høring.

Mork-utvalget peker på at valget av aksjeandel er en avveining mellom ønsket om høy forventet avkastning og lav risiko. En høyere andel aksjer vil øke forventet avkastning og bidraget til å finansiere statsbudsjettet, men gir samtidig større variasjon i fondsverdien og høyere sannsynlighet for tap av deler av fondets realverdi, også på lang sikt. Utvalget mener at en i avveilingen også må se hen til den samlede risikoen i nasjonalformuen og til fondets rolle i finanspolitikken.

Utvalget peker videre på at forventet realavkastning av SPU er blitt lavere siden forrige vurdering av aksjeandelen. Det skyldes at langsiktige, nær risikofrie realrenter har falt de siste årene. Samtidig understrekes det at lavere forventet avkastning ikke er en grunn til å øke risikoen. Utvalget viser videre til at en endring i forventet meravkastning ved å investere i aksjer relativt til obligasjoner, den såkalte aksjepremien, kan gi grunnlag for en annen aksjeandel. Utvalget skriver at noe forskning viser at aksjepremien kan ha økt i takt med at realrentene har falt, men at dette er usikkert. Utvalget har ikke lagt til grunn at forventet aksjepremie er vesentlig endret.

Utvalget peker i sin rapport på at få andre nasjoner står overfor de samme utfordringer som Norge, og viser til at det ikke er kjent med studier av porteføljevalg slik det Norge som nasjon står overfor. For å kunne vurdere evnen til å bære risiko i SPU tar utvalget utgangspunkt i et rammerverk som vektlegger relevante momenter, se også kapittel 7 i denne meldingen.

Innenfor dette rammerverket ses valg av aksjeandel i sammenheng med den samlede risikoen i nasjonalformuen. Risikoen i petroleumsformuen vektlegges særskilt. En betydelig del av petroleumsformuen er siden 2007 vekslet om til en bredt diversifisert finansiell formue, noe utvalget mener isolert sett trekker i retning av økt risikobærende evne i SPU. Utvalget trekker også frem viktigheten av å holde fast ved den valgte investeringsstrategien. Finanskriseåret 2008 bidro ifølge utvalget både til mer erfaring med og bredere politisk forankring av fondskonstruksjonen. Etter utvalgets syn trekker også dette i retning av høyere risikobærende evne enn i 2007.

Utvalget peker samtidig på at et sentralt forhold er hvor store tilpasninger en kan tåle i finanspolitikken. Det vises til at en høy andel

aksjer vil øke de forventede utslagene i fondets verdi og dermed stille større krav til fleksibilitet i finanspolitikken. Utvalget peker på at store svingninger i fondets verdi kan komme i konflikt med ønsket om å holde skattenivået og det offentlige tjenestetilbudet relativt stabilt over tid.

Vurderinger av risikobærende evne i SPU avhenger av hvordan de ulike momentene veies opp mot hverandre. Utvalget viser til at det er ulike oppfatninger om dette, noe som gjenspeiles i anbefalingene. Et flertall (alle utenom Mork) anbefaler å øke aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen til 70 pst. Flertallet viser til at det vil øke forventet avkastning og bidraget til statsbudsjettet, men at det også gir større variasjon i fondsverdien og høyere risiko for fall i verdien på lang sikt. Flertallet mener den økte risikoen er akseptabel, gitt at det er politisk vilje og evne til å tilpasse den økonomiske politikken til den økte risikoen, både på kort og lang sikt.

Flertallet vektlegger at aksjeandelen i fondet er økt gradvis, og at en har fått mer erfaring med og politisk forståelse for forvaltningen av fondet. Flertallet mener en så langt har hatt god evne til å holde fast ved investeringsstrategien som er valgt, også i perioder med uro i finansmarkedene. Videre vektlegges at petroleumsformuen er bedre diversifisert enn ved forrige vurdering av aksjeandelen. Det trekkes også frem at fondets strategi i all hovedsak bygger på åpen kunnskap og eksponering mot systematiske risikopremier, slik at den operasjonelle risikoen er lav. Flertallet skriver at risikoen da enklere kan kommuniseres og forankres.

Utvalgets flertall understreker at finanspolitikken må praktiseres fleksibelt og kunne skjære gjennom svingninger i fondets verdi. Det vises til at fondet er blitt en ny kilde til svingninger i finanspolitikken etter hvert som det er blitt stort, og at utslagene i verdien er blitt store sammenliknet med Norges økonomi og offentlige finanser. Modellberegninger som utvalget har foretatt illustrerer at det vil bli mer utfordrende å praktisere finanspolitikken fremover, uavhengig av hvilken aksjeandel mellom 40 og 80 pst. som velges, som er det intervallet utvalget har analysert.

Flertallet peker også på at det er viktig å unngå overforbruk. Uansett aksjeandel vil det tære på den finansielle formuen dersom uttakene fra fondet over tid overstiger realavkastningen. Flertallet mener en mulig tilpasning kan være å legge et forsiktig anslag på forventet realavkastning til grunn for uttakene. Dette kan gi en sikkerhetsmargin som reduserer faren for å tære på fondet.

Mindretallet i utvalget (Mork) anbefaler at aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen reduseres til 50 pst. Mork legger vekt på at finanspolitikken har behov for tilstrekkelig trygg tilgang til en jevn og forutsigbar strøm av overføringer fra fondet i normale tider, samt midler til å dekke automatiske stabilisatorer og eventuell aktiv motkonjunkturpolitikk ved store konjunktursvingninger. Han peker på at dette argumentet ser ut til å ha vært så godt som fraværende i debatten bak beslutningen om å heve aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. i 2007, trolig fordi overføringene fra fondet da utgjorde en langt mindre del av statsbudsjettet.

Mork anerkjenner at reduksjonen i gjenværende olje og gass under bakken trekker i retning av høyere aksjeandel, men anser dette som mindre viktig enn finanspolitikkenes behov for trygghet om årlige uttak. Han peker på at en lavere aksjeandel medfører lavere forventet avkastning, og at det må gjenspeiles i finanspolitikken. Videre blir behovet for en sikkerhetsmargin mindre ved en lavere aksjeandel, men elimineres ikke.

Mork-utvalget så også på aksjeandelen i andre fond, se boks 3.1.

Råd fra Norges Bank

Norges Bank ga sine anbefalinger i brev 1. desember 2016. Bankens råd og vurderinger bygger blant annet på fire diskusjonsnotater.²

Norges Bank anbefaler å øke aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen til 75 pst. Banken vektlegger at forventet meravkastning av å investere i aksjer fremfor obligasjoner er noe høyere, obligasjoner demper svingningene i avkastningen bedre og risikoen i samlet petroleumsformue er betydelig lavere nå enn ved forrige vurdering av aksjeandelen.

Norges Bank peker på at det i tiårene frem mot årtusenskiftet var en positiv samvariasjon mellom aksje- og obligasjonsavkastningen, mens samvariasjonen har vært negativ i årene etterpå. Endringen i samvariasjonsmønsteret mellom aksjer og obligasjoner forklares blant annet med endringer i pengepolitiske regimer og at negative sjokk i denne perioden i all hovedsak har vært etterspørselsdrevet. En negativ samvariasjon betyr at obligasjoner vil falle i verdi når aksjer sti-

ger, og motsatt. Svingningene i fondets samlede avkastning vil dermed reduseres. Banken mener det ikke er urimelig å anta negativ samvariasjon mellom avkastningen av aksjer og obligasjoner fremover. En mer forsiktig antagelse vil ifølge banken være å anta null i samvariasjon.

Ifølge banken, er svingningsrisikoen for en portefølje med 75 pst. aksjer og 25 pst. obligasjoner i dag lavere enn for en tilsvarende portefølje i 2006. Samtidig har en portefølje med 75 pst. aksjer og 25 pst. obligasjoner i dag noe høyere svingningsrisiko enn det en portefølje med 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner hadde i 2006. Banken peker på at svingningene i fondsverdien også fremover vil være betydelige, og at en høy aksjeandel forutsetter at det er mulig å holde fast ved investeringsstrategien.

Om evnen til å bære risiko viser banken blant annet til at SPU i dag utgjør en langt større andel av den samlede petroleumsformuen. Det tilsier ifølge banken en større evne til å ta risiko i SPU, dersom en antar at statens toleranse for risiko i den samlede petroleumsformuen er uendret.

Norges Bank viser til at bruken av oljeinntekter over tid skal følge forventet realavkastning av fondet, og at avkastningen vil være påvirket av valg av aksjeandel. Aksjeandelen påvirker samtidig risikoen som kommer til uttrykk gjennom svingninger i fondsverdien. Banken mener slike svingninger skaper utfordringer for finanspolitikken, men peker på at dette først og fremst er en konsekvens av at fondet er blitt stort, og at en endring i aksjeandelen i liten grad vil påvirke kortsiktige svingninger i offentlig forbruk. Norges Bank peker på at en høyere aksjeandel betyr at forventet avkastning øker, men at realisert avkastning vil kunne avvike mye fra forventningene. Eiers planer for bruk av fondet må ifølge banken ta høyde for dette.

Banken peker for øvrig på at valg av aksjeandel kan ha betydning for andre deler av investeringsstrategien for fondet, men at dette i liten grad påvirker bankens råd om aksjeandel. Banken tar sikte på å komme tilbake til dette etter at beslutningen om aksjeandelen er tatt. Tilpasningen til en ny aksjeandel må ifølge banken gjennomføres over tid. Banken legger til grunn at den vil kunne komme tilbake til departementet med forslag om hvordan dette bør gjennomføres.

Høringsinnspill

Mork-utvalgets rapport har vært på høring. Flere av høringsinnspillene støtter flertallet i Mork-utvalgets råd om å øke aksjeandelen, men det er

² Diskusjonsnotatene omhandler følgende temaer: aksjepremien (notat 1/2016), risiko og avkastning for ulike fordelinger mellom aktivaklasser (notat 2/2016), global vekst og avkastning på aksjer (notat 3/2016), aktivaallokering med statlige inntekter og utgiftsforpliktelser (notat 4/2016). Se www.nbim.no.

Boks 3.1 Aksjeandelen i andre fond internasjonalt

Mork-utvalget peker i sin rapport på at det ikke finnes klare paralleller til SPU i andre land, og at det derfor er vanskelig å trekke på erfaringer og valg av aktivafordeling i andre fond. Samtidig vil andre investorer internasjonalt måtte foreta noen av de samme avveingene som SPU i valg av aksjeandel, herunder avveingen mellom forventet avkastning og risiko. Med utgangspunkt i enkle sammenlikninger av aktivafordelingen i SPU med andre fond internasjonalt, har utvalget forsøkt å belyse risikotakingen i SPU i forhold til andre fond som i ulik grad har liknende formål og særtrekk.

Tabell 3.1 er hentet fra Mork-utvalgets rapport og sammenlikner den faktiske aktivafordelingen i SPU ved utgangen av 2015 med aktivafordelingen for utvalgte store pensjonsfond, statlige reservefond og store universitetsfond internasjonalt. Tabellen viser også aktivafordelingen i det globale, tilgjengelige kapitalmarkedet.¹ Sammenlikningene viser at SPU har en betydelig mindre andel av kapitalen investert i obligasjoner enn obligasjonsandelen i det globale, tilgjengelige kapitalmarkedet, også når det justeres

for sentralbankenes beholdning av statsobligasjoner. Utvalget mener det kan tyde på at risikotakingen i SPU er noe høyere enn for gjennomsnittsinvestoren. Samtidig viser sammenlikningene at SPU har en høyere obligasjonsandel enn andre store fond. Utvalget mener det kan tyde på at risikotakingen i SPU er noe lavere enn i fond det kan være naturlig å sammenlikne med, spesielt store amerikanske universitetsfond. Det pekes også på at SPU skiller seg ut ved at kapitalen i hovedsak er plassert i noterte aktiva. Utvalget mener det betydelige innslaget av unoterte aktiva i fondene det sammenliknes med, trekker i retning av at disse fondene har høyere operasjonell risiko enn SPU.

¹ Utvalget peker i sin rapport på at andelen obligasjoner som holdes av sentralbanker i mange land har økt betydelig i årene etter finanskrisen. Sentralbankenes beholdning er ikke tilgjengelig for investorer, og er derfor holdt utenom i anslaget for aktivafordelingen i det globale, tilgjengelige kapitalmarkedet i tabellen. Om lag 40 pst. av markedsverdien av globale statsobligasjoner er holdt utenom i beregningen. Se kapittel 5 i utvalgets rapport for en nærmere beskrivelse av tallmaterialet.

Tabell 3.1 Aktivafordeling i SPU og utvalgte andre fond.¹ Prosent

	Aksjer ²	Obligasjoner ³	Unotert eiendom	Andre aktiva ⁴	Sum aksjer og andre aktiva	Samlet kapital til forvaltning (mrd. kroner)
SPU	61,9	35,7	2,4	-	61,9	7 471
Store pensjonsfond ⁵	47,6	28,6	12,1	11,7	59,3	10 425
Statlige reservefond ⁶	49,4	29,6	10,0	11,0	60,4	3 934
Store universitetsfond ⁷	44,0	11,0	7,0	38,0	82,0	3 243
Det globale, tilgjengelige kapitalmarkedet	37,8	56,1	5,6	0,5	38,3	984 225

¹ Faktisk aktivafordeling ved utgangen av 2015, målt i prosent av forvaltningskapitalen. Det vises for øvrig til tabell 5.2 i NOU 2016: 20.

² Inkludert notert eiendom og unoterte aksjer.

³ Inkludert realrenteobligasjoner og pengemarkedsinstrumenter.

⁴ Omfatter investeringer i spesialiserte fond, unotert infrastruktur, råvarer, naturressurser, og andre ikke-noterte realaktiva.

⁵ Sammenvektede tall for seks store pensjonsfond: amerikanske California Public Employees' Retirement System og California State Teachers' Retirement System, kanadiske Ontario Municipal Employees Retirement System og Ontario Teachers' Pension Plan, og nederlandske Stichting Pensioenfonds og Pensioenfonds Zorg & Welzijn.

⁶ Sammenvektede tall for seks statlige reservefond: australske Future Fund, Canada Pension Plan Investment Board, New Zealand Super Fund og de svenske AP-fonden (AP1-4 og AP6).

⁷ Sammenvektede tall for de 94 største amerikanske universitetsfondene.

Kilde: NOU 2016: 20.

Boks 3.2 Høringsinnspill til Mork-utvalgets rapport

Departementet mottok i alt ti høringsinnspill hvorav følgende sju høringsinstanser hadde merknader: Norges Handelshøyskole (NHH), Handelshøyskolen BI (BI), Universitetet i Bergen (UiB), Universitetet i Tromsø (UiT), Finans Norge, Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) og Folketrygdfondet (FTF). Alle høringsinnspillene er tilgjengelige på departementets nettsider.

UiB og Finans Norge mener at aksjeandelen i SPU bør økes til henholdsvis 70 og 75 pst. BI og UiT antyder at aksjeandelen trolig kan økes, men at det er behov for mer analyser og informasjon før en slik beslutning kan tas. NFF og FTF gir ingen konkrete anbefalinger om aksjeandelen, mens NHH trekker frem argumenter i favør av lavere eller uendret aksjeandel. Mork-utvalget peker på at det lave rentenivået isolert sett ikke er en grunn til å øke risikoen i fondet og får støtte for dette synet av BI, Finans Norge og NFF. Ingen av høringsinnspillene trekker frem det lave rentenivået som en grunn til å øke aksjeandelen i fondet.

Finans Norge legger i likhet med Norges Bank vekt på at meravkastningen ved aksjer sammenliknet med obligasjoner trolig er økt og at samvariasjonen mellom aksjer og obligasjoner er blitt lavere, og mener dette er argumenter for å øke aksjeandelen. NHH peker på at selv om samvariasjonen de siste årene har falt når en vurderer kortsiktige avkastningstall eller overlappende 15-årsperioder, er ikke bevisene like sterke for redusert langsiktig samvariasjon. Kortsiktig negativ samvariasjon har ifølge NHH i stor grad sammenfalt med globale kriser, mens samvariasjonen over lang tid har vært positiv. Det pekes videre på at optimal aksjeandel basert på finansteoretiske modeller reduseres når samvariasjonen faller, fordi obli-

gasjoner da tilbyr bedre diversifikasjon av aksjerisiko.

Mork-utvalget argumenterer i sin rapport for at overføringen fra olje i bakken til finansformue i utlandet har diversifisert og redusert risikoen i den samlede petroleumsformuen, og at det kan gi grunnlag for å ta noe mer aksjerisiko. Både Finans Norge og UiT trekker frem dette argumentet som en grunn til å øke aksjeandelen. Samtidig peker NHH på at politisk risikobærende evne i større grad bør vurderes ut fra den synlige risikoen ved aksjeinvesteringer fremfor den usynlige og mer teoretiske verdirisikoen i petroleumsreservene. NHH peker også på at anbefalingen om å øke aksjeandelen på grunn av endringer i petroleumsformuen implisitt forutsetter at nasjonalformuen utenom petroleumsformuen har samme eller lavere risiko enn ved vurderingen i 2006.

BI argumenterer for at det må gjøres flere analyser før en beslutning om aksjeandelen tas, herunder av egenskaper ved ulike deler av nasjonalformuen, statens inntekter og utgifter og utviklingen i aksje- og obligasjonsmarkedet, og samvariasjonen mellom disse.

Både NHH og Finans Norge peker på at kroner verdien av fondet ikke falt under finanskrisen i 2008, på grunn av store tilførsler og endringer i kronekursen. Finans Norge legger derfor til grunn at den politiske risikotoleransen er om lag på samme nivå som ved forrige vurdering av aksjeandelen. NHH peker på at media og politikere må vurdere betydningen av store verditap også ut fra kronetap, ikke bare prosenter.

Finans Norge skriver at oljepengetruken må tilpasses et rimelig anslag på forventet realavkastning. BI argumenterer for at beslutningen om aksjeandelen ikke kan tas uavhengig av endringer i handlingsregelen.

ulike syn både på hva aksjeandelen bør være, og hvilke argumenter det skal legges vekt på. Se nærmere omtale av høringsinnspillene i boks 3.2.

3.1.3 Forventet avkastning og risiko

Retningslinjene for finanspolitikken (handlingsregelen) innebærer at uttaket fra SPU over tid skal svare til forventet realavkastning av fondet. Det

legger til rette for at petroleumsformuen også kan komme fremtidige generasjoner til gode. Anslaget for forventet realavkastning av SPU er i så måte viktig.

Den langsiktige realavkastningen av SPU er tidligere anslått til om lag 4 pst., og ble sist vurdert i fondsmeldingen for 2009. Anslaget var basert på en forventning om 2,7 pst. realavkastning på lang sikt av fondets obligasjonsindeks.³

For aksjer var det lagt til grunn en forventet realavkastning på 5 pst. Aksjepremien, som er den forventede meravkastningen ved å investere i aksjer fremfor mindre risikable aktiva, ble anslått til 3 prosentenheter utover statssertifikater med kort løpetid, og 2,5 prosentenheter utover statsobligasjoner med lengre løpetid.

Fremtidig avkastning er usikker, og en må påregne at det kan være til dels store avvik mellom forventningen og den avkastningen som blir realisert. Finansdepartementet har tidligere lagt til grunn anslag for forventede årlige svingninger i avkastningen av aksjer og obligasjoner, målt ved standardavvik, på henholdsvis 16 pst. og 6 pst. Standardavviket sier noe om hvor mye avkastningen forventes å svinge rundt anslaget for forventet avkastning. I hvilken grad aksje- og obligasjonsavkastningen svinger i takt er også av betydning for den samlede risikoen i fondet. Ved vurderingen i 2009 ble det lagt til grunn en samvariasjon (korrelasjon) på 0,4.

Finansdepartementets anslag for den langsiktige realavkastningen av SPU er basert på såkalte ubetingede forventninger til avkastningen av aksjer og obligasjoner. Med *ubetinget* menes at forventningen er basert på lange, historiske avkastningsserier og langsiktige vurderinger. Forventninger som er basert på markedspriser og -renter eller særtrekk ved dagens situasjon, omtales som en *betinget* forventning.

Mork-utvalgets og Norges Banks vurderinger av forventet avkastning og risiko

Både Mork-utvalget og Norges Bank viser til at forventet realavkastning av SPU nå er lavere enn tidligere lagt til grunn. Det skyldes at langsiktige, nær risikofrie realrenter har falt.

Mork-utvalget peker på at den fremtidige renteutviklingen vil avhenge av om dagens lave rentenivå skyldes forbigående eller mer varige forhold. Utvalget drøfter ulike forklaringer, herunder betydningen av finanskrisen, men mener det er naturlig å tolke dagens markedsrenter på obligasjoner med lang tid til forfall som en for-

ventning om varig lave renter. Utvalget utelukker ikke at rentene på sikt kan ta seg noe opp, men er ikke overbevist om at de faktorene som har gitt dagens lave renter uten videre er selvreverserende. Utvalget ser derfor ikke bort fra muligheten for at renter nær dagens nivå etter hvert kan bli ansett som en ny normal.

For obligasjoner som holdes til forfall vil markedsrenten på kjøpstidspunktet være en god indikator for å anslå avkastningen av investeringen. I tråd med dette mener Mork-utvalget at det beste anslaget på fremtidig, nær risikofri avkastning er markedsrenten som kan observeres for realrenteobligasjoner. Basert på observerte markedsrenter for realrenteobligasjoner med lang løpetid i G7-landene (utenom Italia), legger utvalget til grunn et (betinget) anslag for årlig realavkastning av obligasjonsinvesteringer i SPU på 0-1 pst. de neste 30 årene. Utvalget har ikke tallfestet eventuelle termin- og kredittpremier, men har i sitt anslag for forventet realavkastning av obligasjoner lagt til grunn en beskjeden positiv terminpremie og en viss kredittpremie.

Også Norges Bank mener at forventninger om lave renter ikke bare skyldes konjunkturelle forhold, men strukturelle endringer i verdensøkonomien. Banken viser i sitt brev 1. desember 2016 til en artikkel fra forskere ved den britiske sentralbanken. I artikkelen pekes det på at rentene har falt 4,5 prosentenheter de siste 30 årene og at nær 4 prosentenheter av dette fallet kan skyldes strukturelle forhold, som lavere forventet trendvekst og endrede preferanser for sparing og investering.⁴ I denne artikkelen legges det til grunn at kun en liten del av det observerte rentefallet vil reverseres frem mot 2030, og det anslås en global realrente på om lag 1 pst. på mellomlang og lang sikt. Banken mener et slikt anslag er godt i tråd med både prisene på realrenteobligasjoner med lang løpetid og anslag fra IMF og OECD.

Som utgangspunkt for rådet om aksjeandel har Norges Bank lagt til grunn en årlig forventet realavkastning av obligasjoner på 0,25 pst. i gjennomsnitt på 10 års sikt og 0,75 pst. i gjennomsnitt på 30 års sikt. Disse anslagene er ifølge banken i tråd med prisingen av realrenteobligasjoner i de største markedene, men er noe høyere enn dette siden SPU også er investert i andre markeder. Banken har lagt til grunn at forventet terminpremie på obligasjoner med lang løpetid er tilnærmet null.

³ Anslaget for fondets obligasjonsindeks var basert på en forventet realavkastning av statssertifikater med kort løpetid fra utstederland med høy kredittverdighet på 2 pst. Utover dette var det lagt til grunn et påslag for terminrisiko på 0,5 prosentenheter og et påslag for kredittisiko på 0,2 prosentenheter. Påslaget for terminrisiko la til grunn en gjennomsnittlig løpetid på fem år for obligasjonslånene i referanseindeksen. Påslaget for kredittisiko la til grunn om lag 30 pst. selskapsobligasjoner i referanseindeksen og en kredittpremie på 0,5 prosentenheter for disse, som ga et samlet kredittbidrag på om lag 0,2 prosentenheter.

⁴ Rachel and Smith (2015), "Secular drivers of global interest rates", Bank of England, Staff Working Paper No. 571.

Forventet aksjepremie kan ikke avleses i markedspriser på samme måte som renter i obligasjonsmarkedene. Mork-utvalget legger til grunn at aksjepremien ikke er vesentlig endret siden 2007, og velger å benytte et ubetinget intervall for forventet aksjepremie på 2-4 prosentenheter. Som grunnlag for analyser av avkastning og risiko og for anslaget for forventet realavkastning av SPU, har utvalget tatt utgangspunkt i midtpunktet på 3 prosentenheter.

Norges Bank har forsøkt å anslå fremtidig aksjepremie med utgangspunkt i flere ulike metoder. Etter en samlet vurdering av både historiske avkastningstall og ulike modeller for å vurdere forventet fremtidig avkastning, legger banken til grunn en forventet aksjepremie på 3 prosentenheter som et årlig gjennomsnitt både de neste 10 og de neste 30 årene.

Mork-utvalget legger til grunn tilsvarende anslag for forventede årlige svingninger og samvariasjon som Finansdepartementet la til grunn i 2009. Norges Bank har ikke tallfestet anslag for forventede årlige svingninger i sitt råd til departementet, men peker på at korrelasjonen mellom aksje- og obligasjonsavkastningen har vært negativ i flere år. Banken skriver i brev 1. desember 2016 at et forsiktig anslag er å anta en korrelasjon på null.

Basert på anslagene for forventet realavkastning av aksjer og obligasjoner, anslår Mork-utvalget og Norges Bank forventet realavkastning av SPU med en aksjeandel på 60 pst. til henholdsvis 2,3 pst og 2,6 pst. på 30-års sikt.

Departementets vurderinger av forventet avkastning og risiko

Finansdepartementet mener at Mork-utvalgets og Norges Banks vurderinger av forventet fremtidig avkastning og risiko for aksjer og obligasjoner gir et godt grunnlag for å vurdere forventet realavkastning av SPU. Departementet vil peke på at anslaget som legges til grunn for forventet fremtidig realavkastning av obligasjoner i SPU bør være langsiktig, og ikke måtte justeres løpende for å ta hensyn til varierende markedspriser over en konjunktursyklus. Det taler etter departementets syn for å supplere avkastningsanslag basert på markedspriser med vurderinger basert på teori og empiri, og anslag for fremtidig likevektsrente i obligasjonsmarkedene.

Rentenivået i verdens obligasjonsmarkeder har falt over lang tid og er nå historisk lavt. Det synes rimelig å legge til grunn at store deler av rentefallet kan reflektere varige, strukturelle

endringer i verdensøkonomien, slik både Mork-utvalget og Norges Bank peker på. Gjeldende anslag for forventet realavkastning av obligasjonsindeksen for SPU på 2,7 pst. bør derfor justeres ned.

Slik utsiktene nå fremstår, er det grunn til å vente forholdsvis lave renter i mange år fremover. En eventuell reversering av strukturelle utviklingstrekk vil ta tid. Finansdepartementet legger til grunn en langsiktig forventet realavkastning av obligasjonsindeksen for SPU på 0,5–1,0 pst. som et årlig gjennomsnitt. Intervallet er basert på anslagene fra både Mork-utvalget og Norges Bank, og det er sett hen til vurderinger av fremtidig likevektsrente fra blant annet forskere ved den britiske sentralbanken, IMF og OECD, som det også er vist til i rådene. Anslått langsiktig, fremtidig likevektsrente er noe høyere enn nivået som følger av markedsprisene de nærmeste ti årene, slik også Norges Bank legger til grunn.

Etter Finansdepartementets syn vil et intervall for langsiktig forventet realavkastning formidle usikkerheten rundt fremtidig avkastning bedre enn et punktestimat, som tidligere ble brukt. Som Norges Bank peker på, inneholder obligasjonsindeksen for SPU obligasjoner utstedt av andre enn de største og mest kredittverdige statene. Det taler etter departementets syn for at det er rimelig å legge til grunn en noe høyere nedre grense enn null i intervallet for forventet realavkastning av obligasjonsindeksen for fondet.

Finansdepartementet legger til grunn en viss termin- og kredittpremie i intervallet på 0,5–1,0 pst., men har i likhet med Mork-utvalget ikke søkt å tallfeste disse premiene. Norges Bank legger til grunn at forventet terminpremie for obligasjoner er tilnærmet null, men har ikke tallfestet en eventuell kredittpremie.

Finansdepartementet legger i tråd med utvalget og banken til grunn en forventet aksjepremie på 3 prosentenheter årlig i gjennomsnitt, utover den anslåtte realavkastningen av obligasjonsindeksen på 0,5–1,0 pst. Departementet merker seg samtidig at både utvalget og banken i sine råd trekker frem at det er betydelig usikkerhet i slike anslag for fremtidig aksjepremie. Mens Mork-utvalget legger til grunn at forventet aksjepremie ikke er vesentlig endret sammenliknet med i 2007, peker Norges Bank på at forventet meravkastning av aksjer i forhold til obligasjoner fremstår som noe høyere på grunn av at forventet terminpremie nå er lavere.

Anslaget for forventet aksjepremie på 3 prosentenheter kan isolert sett fremstå som en oppjustering av gjeldende anslag på 2,5 prosentenheter.

Tabell 3.2 Anslag for forventet realavkastning av obligasjoner i SPU og forventet aksjepremie på lang sikt. Årlig gjennomsnitt i fondets valutakurv. Prosent og prosentenheter

	Finansdepartementet	Mork-utvalget ¹	Norges Bank ¹
Obligasjoner	0,5 – 1	0 – 1	0,75
Aksjepremie	3	2 – 4	3

¹ Anslag for de neste 30 årene.

Kilder: NOU 2016: 20, Norges Bank og Finansdepartementet.

Finansdepartementet vil imidlertid peke på at en bør være varsom med å legge avgjørende vekt på denne forskjellen i valget av aksjeandel i SPU. Som Mork-utvalget og Norges Bank trekker frem, er det betydelig usikkerhet i et slikt anslag. Videre er forventet realavkastning av obligasjonsindeksen for SPU uttrykt som et intervall, og kreditt- og terminpremier er ikke tallfestet nærmere. Anslagene er dermed ikke direkte sammenliknbare.

Tabell 3.2 gir en oversikt over henholdsvis Finansdepartementets, Mork-utvalgets og Norges Banks anslag for forventet realavkastning av obligasjoner og forventet fremtidig aksjepremie.

Finansdepartementet mener at det ikke er grunnlag for å endre gjeldende anslag for forventede årlige svingninger i avkastningen av aksjer og obligasjoner på henholdsvis 16 pst. og 6 pst. I perioden siden 1998 har gjennomsnittlige årlige svingninger i avkastningen av SPUs referanseindeks for aksjer vært om lag 15 pst., mens gjennomsnittlige årlige svingninger i avkastningen av obligasjonsindeksen har vært om lag 3 pst. Departementet vil peke på at et langsiktig anslag må ta høyde for muligheten for mer markedssuro i fremtiden. Videre har den gjennomsnittlige løpetiden på obligasjonene som inngår i referanseindeksen økt de siste årene, noe som isolert sett trekker i retning av en forventning om økte årlige svingninger. Det skyldes at verdien av obligasjoner med lengre løpetid normalt vil svinge mer ved rentendringer enn verdien av obligasjoner med kortere løpetid.

Finansdepartementet har merket seg at Norges Bank peker på at korrelasjonen mellom aksje- og obligasjonsavkastningen har vært nær null eller negativ i flere år. Banken mener fallet i korrelasjonen kan ha strukturelle årsaker, særlig forankringen av inflasjonsforventninger gjennom inflasjonsmål for pengepolitikken. Siden 1998 har korrelasjonen mellom avkastningen av referanseindeksene for aksjer og obligasjoner i SPU vært om lag -0,2.

Finansdepartementet er enig i vurderingen av at gjeldende anslag for korrelasjonen mellom

Tabell 3.3 Forventet realavkastning av SPU på lang sikt og forventet standardavvik.¹ Prosent

	62,5 pst. aksjeandel	70 pst. aksjeandel
Forventet realavkastning	2¾	3
Forventet standardavvik	10,5	11,5

¹ Årlig gjennomsnitt på lang sikt, uttrykt i fondets valutakurv. Anslagene bygger på langsiktig forventet realavkastning av aksjer og obligasjoner i tabell 3.2. Det er lagt til grunn forventede årlige avkastningssvingninger på 16 pst. for aksjer og 6 pst. for obligasjoner, og en avkastningskorrelasjon på 0,1.

Kilde: Finansdepartementet.

aksje- og obligasjonsavkastning på 0,4 bør justeres ned. Departementet har samtidig merket seg et høringsinnspill om at en bør legge vekt på langsiktige korrelasjonsegenskaper. Etter en samlet vurdering har departementet nedjustert korrelasjonsanslaget fra 0,4, til 0,1. Det nye anslaget reflekterer bedre muligheten for at korrelasjonen i fremtiden kan komme til å svinge mellom negative og positive verdier.

De oppdaterte anslagene for forventet realavkastning og risiko for aksjer og obligasjoner medfører at langsiktig forventet realavkastning av SPU kan anslås til om lag 2¾ pst. med dagens aksjeandel på 62,5 pst., se tabell 3.3. Med en aksjeandel på 70 pst. kan langsiktig forventet realavkastning anslås til om lag 3 pst. Det valgte presisjonsnivået følger av den generelle usikkerheten ved slike anslag.

Boks 3.3 viser analyser av historisk avkastning og risiko for globale aksjer og statsobligasjoner over perioden 1900–2015. Analysen viser at årlige verdisvingninger historisk har vært betydelig større for aksjer enn for statsobligasjoner. Samtidig har aksjer gitt betydelig høyere realavkastning enn statsobligasjoner, målt over hele perioden samlet.

Boks 3.4 belyser konsekvensene av oppdaterte anslag for forventet avkastning og risiko for

porteføljer med ulike andeler aksjer og obligasjoner. Analysen viser at avkastnings- og risikoegenskapene for slike porteføljer endres med oppdaterte anslag sammenliknet med tidligere anslag.

3.1.4 Analyser av verdiutvikling og risiko i SPU

Den fremtidige verdiutviklingen i SPU er usikker og bestemmes hovedsakelig av fremtidig avkastning av fondskapitalen, netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten (brutto tilførsel) og fremtidig oljepengebruk over statsbudsjettet (uttak). Verdiutviklingen målt i norske kroner påvirkes i tillegg av valutakursbevegelser mellom den norske kronen og fondets valutakurv. De siste årene er brutto tilførsel av petroleumsinntekter til SPU redusert samtidig som uttakene for å dekke det oljekorrigerte underskuddet har økt. Fremover vil fondets verdiutvikling i langt større grad enn tidligere bli bestemt av avkastningen i de globale finansmarkedene.

Modellsimuleringer kan belyse betydningen av aksjeandelen i SPU ved å spille ut det statistiske utfallsrommet for fremtidig realverdi av fondet. Både Mork-utvalget og Norges Bank benytter modellsimuleringer for å belyse fremtidig realverdiutvikling.

Hovedpunkter fra Mork-utvalgets og Norges Banks analyser

Mork-utvalget tar utgangspunkt i en forenklet modell for fondsmekanismen, der realverdiutviklingen i fondet bestemmes av avkastning, brutto tilførsel, uttak og kronekursbevegelser. Utvalget legger videre beregningsteknisk til grunn en fleksibel praktisering av handlingsregelen ved at uttaket fra SPU over tid svarer til forventet realavkastning av fondet, men med en gradvis tilpasning i de årlige uttakene ved store endringer i fondsverdien.

I utvalgsrapporten sammenliknes utfallsrom for realverdiutviklingen i SPU over de neste 30 årene med utgangspunkt i aksjeandeler på henholdsvis 40 pst., 60 pst. og 80 pst. Simuleringene tyder på at endringer i aksjeandelen i fondet har liten betydning for fremtidig realverdiutvikling, innenfor de mest sannsynlige utfallene. Det skyldes handlingsregelen og modelleringen av denne, som legger opp til at uttakene fra fondet over tid skal svare til forventet realavkastning. Utvalget trekker samtidig frem at innenfor et intervall på 40–80 pst. vil en høyere aksjeandel øke sannsynligheten for svært høye eller svært lave fondsverdier. Det skyldes at en høyere aksjeandel øker

realverdien av fondet mer i de mest fordelaktige utfallene i modellsimuleringene, mens realverdien tilsvarende reduseres mer i de minst fordelaktige utfallene.

Mork-utvalget vurderte aksjeandelens betydning for finanspolitikken. Siden fondsverdien ved utgangen av et gitt år danner grunnlaget for uttaket i påfølgende år, vil en noe høyere sannsynlighet for svært lave fondsverdier isolert sett øke sannsynligheten for at det i perioder vil være behov for innstramminger i finanspolitikken. Simuleringene viser at antall år med behov for betydelige finanspolitiske innstramminger kan forventes å øke noe med en høyere aksjeandel. Samtidig understreker utvalget at finanspolitikken vil bli mer krevende å praktisere fremover, uavhengig av aksjeandelen. Det skyldes at fondet er blitt stort og dermed at svingningene som følger av banen for forventet realavkastning, målt i kroner, er blitt store sammenliknet med norsk økonomi og offentlige finanser.

Også Norges Bank benytter en forenklet modell for å fremstille fondsmekanismen med sikte på å belyse betydningen av valg av aksjeandel for fremtidig realverdiutvikling og risiko i fondet.⁵ Banken viser både til modellsimuleringer basert på et konstant uttak fra SPU tilsvarende 4 pst. av fondsverdien, og simuleringer der uttaket fra fondet vokser i takt med BNP, men gradvis tilpasses endringer i fondsverdi og konjunkturer. Bankens analyser tyder på at sannsynligheten for store fall i fondsverdien øker med en høyere aksjeandel, og at sannsynligheten isolert sett er høyere dersom uttakene fra fondet benyttes til å jevne ut svingninger i økonomien. Banken peker videre på at resultatene er avhengige av hvilke antakelser som legges til grunn om sammenhengen mellom uttak, bruttotilførsel og avkastning.

Departementets modellsimuleringer av fremtidig verdiutvikling og risiko

Finansdepartementet har gjennomført tilsvarende modellsimuleringer som Mork-utvalget for å illustrere utfallsrom for fremtidig realverdiutvikling i SPU de neste 30 årene for aksjeandeler på henholdsvis 62,5 pst. og 70 pst., se figur 3.4. Simuleringene tar utgangspunkt i departementets anslag for forventet realavkastning og risiko fra avsnitt 3.1.3.⁶

⁵ Norges Bank drøfter og viser resultater av modellsimuleringer i diskusjonsnotat 4/2016 "Asset allocation with government revenues and spending commitments".

Boks 3.3 Historisk avkastning og risiko

Et naturlig utgangspunkt for investorers forventninger til avkastning og risiko er å se tilbake på historien. Samtidig må en ha med seg at historiske tall ikke nødvendigvis er representative for fremtiden, og at det derfor vil være betydelig usikkerhet knyttet til anslag på fremtidig avkastning og risiko i finansmarkedene som bygger på historiske data.¹

Avkastningsegenskapene til aksjer og obligasjoner avhenger av hvilket tidsperspektiv som legges til grunn. Figur 3.1A og 3.1B viser histogrammer over årlig realavkastning av globale aksjer og 10-årige statsobligasjoner for perioden 1900–2015. Avkastningen av aksjer har historisk variert betydelig fra år til år. Statsobligasjoner har gjennomgående gitt både lavere avkastning og lavere årlige svingninger i avkastningen enn aksjer.

De blå feltene viser avkastningen i de årene SPU har vært investert i de to aktivaklassene. Det har vært stor spredning i avkastningen av aksjer (1999–2015), mens avkastningen av statsobligasjoner har vært relativt høy og med mindre spredning (1997–2015). Fall i rentene og inflasjonsforventningene er viktige årsaker til den høye obligasjonsavkastningen i perioden.

Når en ser på lengre horisonter enn ett år har forskjellen i risiko mellom aksjer og obligasjoner vært mindre. Figur 3.1C viser gjennomsnittlig realavkastning av globale aksjer og 10-årige statsobligasjoner over rullerende perioder på 10 år. Rentenivå og inflasjonsutvikling har vært viktige drivere for den langsiktige realavkastningen av nominelle statsobligasjoner. Historisk har det vært lange perioder med lav realavkastning på globale 10-årige statsobligasjoner. Norges Bank skriver i sitt brev 1. desember 2016 at perioder med høyere enn forventet inflasjon har bidratt til at realavkastningen på nominelle obligasjoner har vært negativ i flere år på rad.

På lang sikt er bredt diversifiserte investeringer i verdens aksjemarkeder blitt kompensert med en vesentlig høyere realavkastning enn investeringer i statsobligasjoner, se figur 3.1D. Kjøpekraften av 1 dollar investert i en global portefølje av aksjer ved inngangen til år

1900 hadde ved utgangen av 2015 vokst til i overkant av 300 dollar. For globale 10-årige statsobligasjoner ville tilsvarende investering gitt om lag 8 dollar.

I finanslitteraturen har det vist seg vanskelig å forklare den høye historiske meravkastningen på aksjer med utgangspunkt i vanlige teoretiske modeller og under rimelige forutsetninger.² Både Mork-utvalget og Norges Bank drøfter litteraturen om mulige årsaker til meravkastningen på aksjer. Mork-utvalget viser til tre delvis overlappende forklaringer som kan tilsi fortsatt høy meravkastning i aksjemarkedene: tidsvarierende risikoaversjon, katastroferisiko og såkalt langsiktig risiko.³ Modellene som ligger til grunn for disse vurderingene innebærer at høy aksjepremie indikerer høy reell risiko, både når økonomiske ressurser har størst verdi og også på lang sikt, dersom veksten i verden blir lav eller det inntreffer katastrofer. Utvalget peker også på at historiske data ikke fanger opp alle delene av den usikkerheten om fremtidig avkastning som er relevant for investorer.

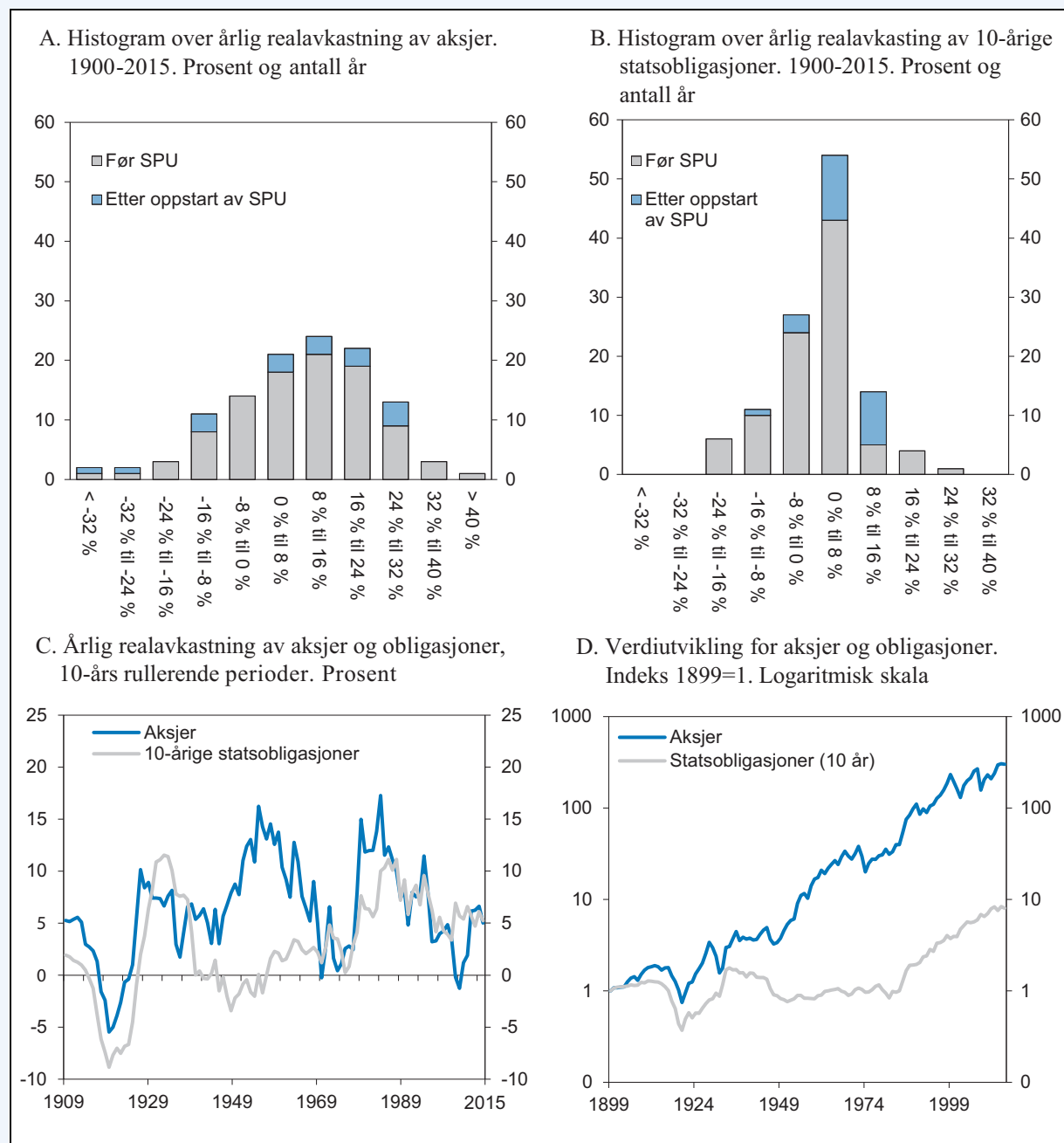
Norges Bank peker på det ikke er enighet i litteraturen om hvilke forhold som driver størrelsen på og variasjonen i aksjepremien over tid. I et diskusjonsnotat (01/2016) skriver banken at økonomisk risiko synes å ha vært viktig for meravkastningen, men at også institusjonelle forhold og investoradferd kan ha spilt en rolle for utviklingen over tid. Banken skriver også at historisk meravkastning på aksjer har vært høyere enn hva som kan tilskrives aksjeutbytter og vekst i utbyttene over tid. Justerer en for denne reprisingen av utbyttene faller meravkastningen med nesten en tredjedel.

¹ Ett av problemene med historiske avkastningsserier er såkalt overlevelsesskjevheter, som består i at en kun ser på de markedene og tidsperiodene hvor data er lett tilgjengelig, og som ikke har opplevd nedskrivning av verdier til null. Det er forsøkt å ta hensyn til dette i dataene fra Dimson, Marsh og Staunton.

² I litteraturen omtalt som aksjepremiegåten.

³ En uventet endring i økonomisk vekst vil både ha en umiddelbar kortsiktig effekt og kan samtidig påvirke langsiktige vekstforventninger. Aksjemarkedene er i stor grad utsatt for slik langsiktig risiko, se Mork-utvalgets rapport, side 85, og Bansal og Yaron (2004).

Boks 3.3 (forts.)

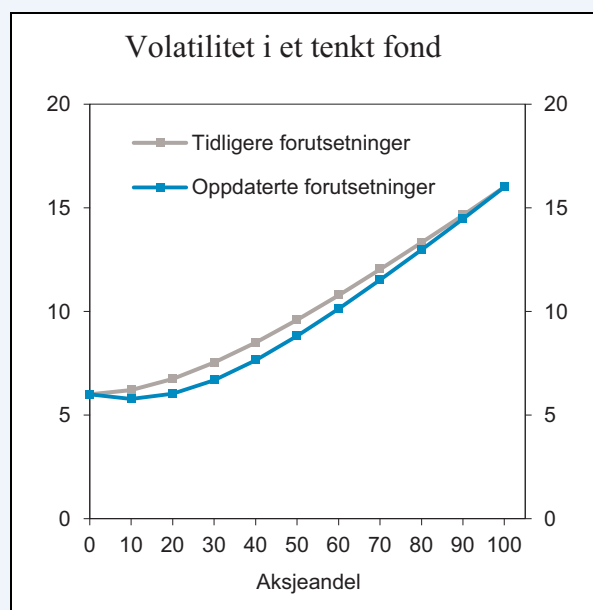


Figur 3.1 Historisk avkastning av globale indekser for aksjer og obligasjoner

Kilder: NOU 2016: 20, Morningstar/Dimson, Marsh, Staunton og Finansdepartementet.

Boks 3.4 Analyser av markedsrisiko

De oppdaterte forutsetningene om avkastning og risiko i avsnitt 3.1.3 har konsekvenser for markedsrisikoen i porteføljer med ulike andeler aksjer og obligasjoner. Denne boksen søker å belyse markedsrisikoen, dvs. usikkerheten i realavkastningen, ved hjelp av Monte Carlo-simuleringer. I analysene er det beregningsteknisk sett bort fra tilførsler og uttak, samt svingninger i kronkursen.¹ Den løpende avkastningen reinvesteres og tilbakevektning av aksjeandelen følger regelen for tilbakevektning i SPU.



Figur 3.2 Volatiliteten (årlig standardavvik til realavkastningen) til et tenkt fond uten innskudd og uttak, der avkastningen reinvesteres. Porteføljer av aksjer og obligasjoner med aksjeandeler mellom null og 100 prosent i steg på 10 prosentenheter. Basert på tidligere og oppdaterte markedsforutsetninger. Prosent

Kilde: Finansdepartementet.

Et vanlig mål på risiko er standardavviket til årlige svingninger i avkastningen (volatilitet), som kan være et hensiktsmessig mål på kortsiktig risiko. Figur 3.2 viser at forventet volatilitet for porteføljer bestående av ulike andeler aksjer og obligasjoner blir noe lavere med departementets oppdaterte markedsforutsetninger. Reduksjonen skyldes at anslaget for samvariasjonen i realavkastningen mellom aksjer og obligasjoner er justert ned fra 0,4 til 0,1. Denne nedjusteringen innebærer at obligasjoner nå forventes å gi

bedre risikospredning mot aksjer. Volatiliteten til en portefølje med 62,5 pst. aksjer ble med tidligere forutsetninger anslått til 11,1 pst., men med nye forutsetninger er tilsvarende volatilitet forenlig med en aksjeandel på om lag 67 pst.

For en langsiktig investor kan risikoen for et langvarig fall i realverdien som følge av negativ gjennomsnittlig realavkastning være et mer relevant risikomål enn årlig volatilitet, se figur 3.3A og 3.3B for investeringsperioder på henholdsvis 15 og 30 år. Med departementets oppdaterte markedsforutsetninger viser beregningene at sannsynligheten for fall i realverdien nå er høyere for alle aksjeandeler enn den var med tidligere forutsetninger. Det skyldes nedjusteringen av forventet realavkastning av både aksjer og obligasjoner, som innebærer at det i forventning reinvesteres et lavere beløp hvert år, mens volatiliteten er uendret.

Med oppdaterte forutsetninger fremstår en investeringsstrategi med 100 pst. i obligasjoner mer risikabel på lang sikt enn en strategi med 100 pst. i aksjer, målt ved sannsynligheten for fall i realverdien. Tidligere forutsetninger ga motsatt resultat. Årsaken er at reduksjonen i forholdet mellom forventet realavkastning og volatilitet er større for obligasjoner enn for aksjer med de oppdaterte markedsforutsetningene.

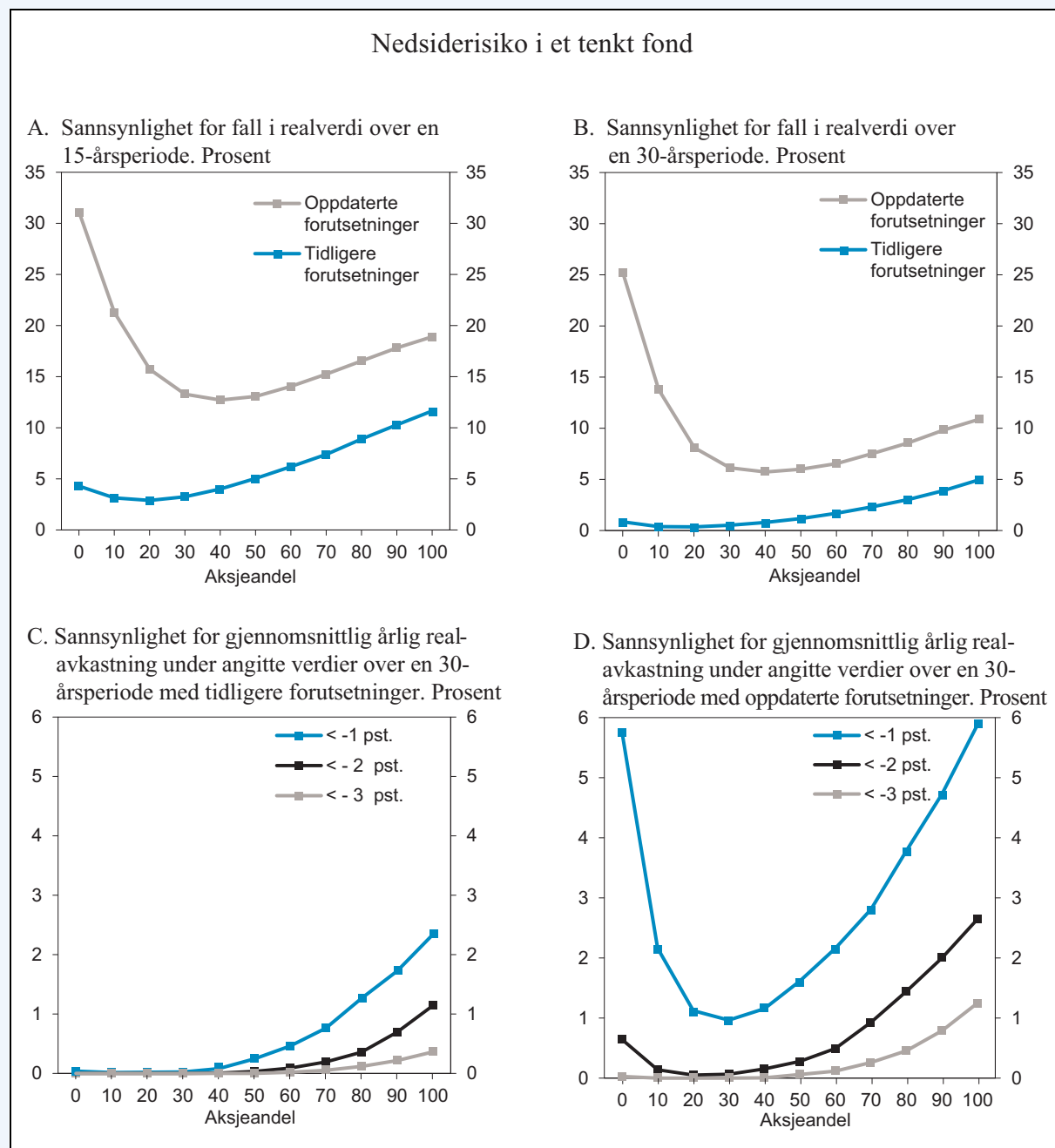
Figur 3.3C og 3.3D viser sannsynligheten for at gjennomsnittlig årlig realavkastning blir lavere enn henholdsvis -1, -2 og -3 pst. over en investeringsperiode på 30 år. Figurene belyser langsiktig risiko for større tap, ofte kalt nedside-risiko eller halerisiko.

Med tidligere markedsforutsetninger hadde en strategi med 100 pst. aksjer betydelig mer nedsiderisiko enn en strategi med 100 pst. obligasjoner. Med oppdaterte forutsetninger har en ren aksjeportefølje om lag samme risiko for realavkastning lavere enn -1 pst. som en ren obligasjonsportefølje, men fortsatt høyere risiko for realavkastning lavere enn -2 og -3 pst.

Figur 3.3B viser at den aksjeandelen som gir lavest risiko for fall i realverdien etter 30 år er om lag 40 pst. med oppdaterte markedsforutsetninger. Aksjeandeler lavere enn dette gir høyere risiko for fall i realverdien og lavere forventet realavkastning.

¹ Det er ikke lagt til grunn tilbakevending til gjennomsnittet («mean reversion») i aksjemarkedet. Det bidrar isolert sett til å øke anslaget for langsiktig aksjerisiko.

Boks 3.4 (forts.)



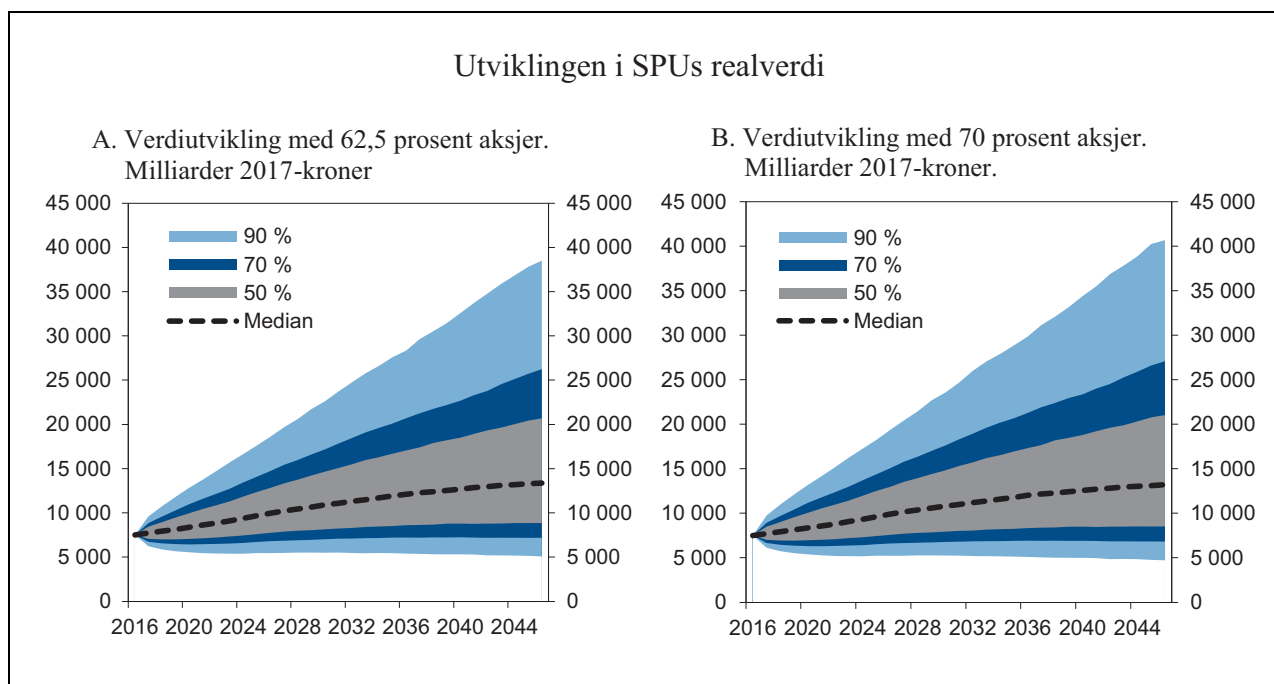
Figur 3.3 Sannsynlighet for fall i realverdi og nedsiderisiko for et tenkt fond uten innskudd og uttak, der avkastningen reinvesteres. Investeringsperioder på 15 år (A) og 30 år (B, C og D), for porteføljer av aksjer og obligasjoner med aksjeandeler mellom null og 100 pst. i steg på 10 prosentenheter. Basert på tidligere og oppdaterte markedsforutsetninger

Kilde: Finansdepartementet.

Høyere aksjeandel gir også høyere forventet risiko for fall i realverdien, men investor kompenseres med høyere forventet realavkastning.

Analysen over kan ikke gi svar på hvilken aksjeandel som er best for SPU. Andre hensyn må vurderes, som eiers risikobærende evne og fondets rolle i finanspolitikken. Analysen bely-

ser markedsrisikoen til ulike porteføljer av aksjer og obligasjoner. Den viser også hvordan risiko kan dempes, både på kort og lang sikt, ved å investere i både aksjer og obligasjoner slik at investeringsporteføljen blir tilstrekkelig diversifisert.



Figur 3.4 Simulerte utfallsrom for realverdiutvikling i SPU 30 år frem i tid, for 62,5 prosent og 70 prosent aksjer

¹ Det er lagt til grunn årlige uttak fra fondet tilsvarende forventet realavkastning, men uten en gradvis tilpasning av årlige uttak ved store endringer i fondsverdi. Anslagene for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten de neste 30 årene er hentet fra Perspektivmeldingen 2017.

Kilder: NOU 2016: 20 og Finansdepartementet.

Den svarte stiplede linjen i figuren angir midtpunktet, eller medianen, i utfallsrommet for realverdiutviklingen de neste 30 årene. Rundt medianen er det angitt henholdsvis 50 pst., 70 pst. og 90 pst. usikkerhetsvifter.⁷ Medianen og 50 pst. usikkerhetsviften, som inneholder halvparten av de simulerte utviklingsbanene, endres i liten grad ved en økning i aksjeandelen til 70 pst. I likhet med resultatene fra Mork-utvalgets analyser, tyder resultatene i figur 3.4 på at en økning i aksjeandelen til 70 pst. i liten grad påvirker den fremtidige realverdien av fondet, innenfor de mest

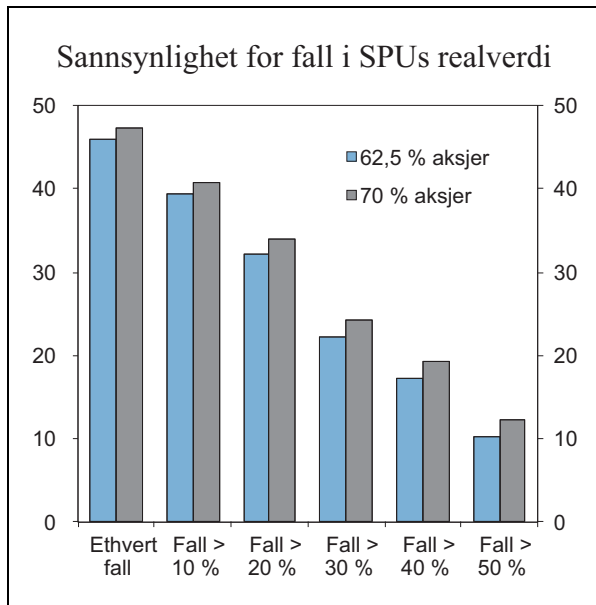
sannsynlige utfallene. Dette skyldes først og fremst handlingsregelen, som legger opp til at uttakene fra fondet over tid svarer til forventet realavkastning. Veksten i medianbanene i figuren gjenspeiler anslått fremtidig brutto tilførsel av petroleumsinntekter, som anslått i Perspektivmeldingen 2017.

En økning i aksjeandelen til 70 pst. vil øke sannsynligheten for svært høye eller svært lave fondsverdier. Risikoen for fall i fondets verdi på lang sikt kan illustreres ved sannsynligheten for at realverdien av SPU ved utgangen av en gitt periode er lavere enn dagens verdi av fondet og anslått brutto tilførsel av petroleumsinntekter frem til og med denne perioden. Figur 3.5 viser slike anslåtte sannsynligheter for fall i realverdien over de neste 30 årene basert på modellsimuleringer, med aksjeandeler på henholdsvis 62,5 pst. og 70 pst.

Figur 3.5 viser at det er en ikke-ubetydelig risiko for fall i realverdien av SPU også med dagens aksjeandel, og at risikoen kan antas å øke noe med en aksjeandel på 70 pst. Sannsynligheten for fall i realverdien av SPU over de neste 30 årene med dagens aksjeandel anslås til om lag 46 pst., mens sannsynligheten for at SPU halveres i verdi anslås til om lag 10 pst. Med en aksjeandel på

⁶ Det er lagt til grunn en forventet realavkastning av SPU på 2% pst. og 3 pst. som et årlig gjennomsnitt med aksjeandeler på henholdsvis 62,5 pst. og 70 pst., se avsnitt 3.1.3. Det er videre beregningsteknisk antatt log-normalfordelte aksje- og obligasjonskurser, men uten såkalt tilbakevending til gjennomsnittet for aksjekurser. Se for øvrig boks 8.1 i Mork-utvalgets rapport om andre beregningstekniske forutsetninger.

⁷ Spennet i viftene angir intervaller for fremtidig realverdi av SPU på ethvert fremtidig tidspunkt, som kan forventes med en sannsynlighet på henholdsvis 50 pst., 70 pst. og 90 pst. For eksempel viser figur 3.4A at med en aksjeandel på 62,5 pst. er det ifølge simuleringene 50 pst. sannsynlighet for at realverdien av SPU om 10 år (ved utgangen av 2026) ligger innenfor et intervall på 7 700–12 800 mrd. 2017-kroner, mens det er 70 pst. og 90 pst. sannsynlighet for at realverdien ligger innenfor intervaller på henholdsvis 6 800–14 700 mrd. 2017-kroner og 5 500–18 600 mrd. 2017-kroner.



Figur 3.5 Beregnede sannsynligheter for fall i realverdien av SPU over de neste 30 årene, med 62,5 prosent og 70 prosent aksjer, fordelt på fallstørrelse. Prosent

Kilder: NOU 2016: 20 og Finansdepartementet.

70 pst. anslås sannsynligheten for en halvering av realverdien av SPU å øke med 2 prosentenheter til drøyt 12 pst. Økningen i sannsynligheten for mindre fall er noe lavere.

Retningslinjene for finanspolitikken innebærer at det legges stor vekt på å jevne ut svingninger i økonomien for å sikre god kapasitetsutnyttelse. Uttaket fra fondet vil dermed kunne svinge med konjunkturerne i den norske fastlandsøkonomien. Mork-utvalget og Norges Bank forsøker på ulike måter å illustrere betydningen av dette.

Mork-utvalget legger i sine analyser beregningsteknisk til grunn en gradvis tilpasning i uttakene fra fondet ved store endringer i fondsverdien. Utvalget vurderte også betydningen for fremtidig realverdiutvikling i SPU av motkonjunkturpolitikk, som er modellert i form av uttak som forbigående er høyere enn forventet realavkastning, enten ved tilbakeslag i det internasjonale aksjemarkedet eller uavhengig av slike tilbakeslag. Utvalget viser til at en gradvis tilpasning av uttakene i liten grad påvirker sannsynligheten for fall i realverdien av SPU i simuleringene, så lenge uttakene over tid svarer til forventet realavkastning av fondet. Forbigående høye uttak som ikke motsvares av mindreforbruk i andre år, øker imidlertid sannsynligheten for fall i realverdien av SPU. Betydningen av forbigående høye uttak påvirkes i utvalgets analyser i liten grad av et

eventuelt sammenfall med tilbakeslag i globale aksjemarkeder.

Norges Bank har i sine analyser forsøkt å illustrere betydningen av at uttaket fra fondet tilpasses konjunktursituasjonen. For å modellere dette er det beregningsteknisk lagt til grunn at uttakene fra SPU vokser i takt med norsk økonomi, og at endringer i fondsverdi og konjunkturer jevnes ut rundt trendveksten. Med en slik antakelse øker sannsynligheten for fall i realverdien av fondet over simuleringsperioden. Det skyldes også at uttakene delvis frikobles fra fondsverdiutviklingen.

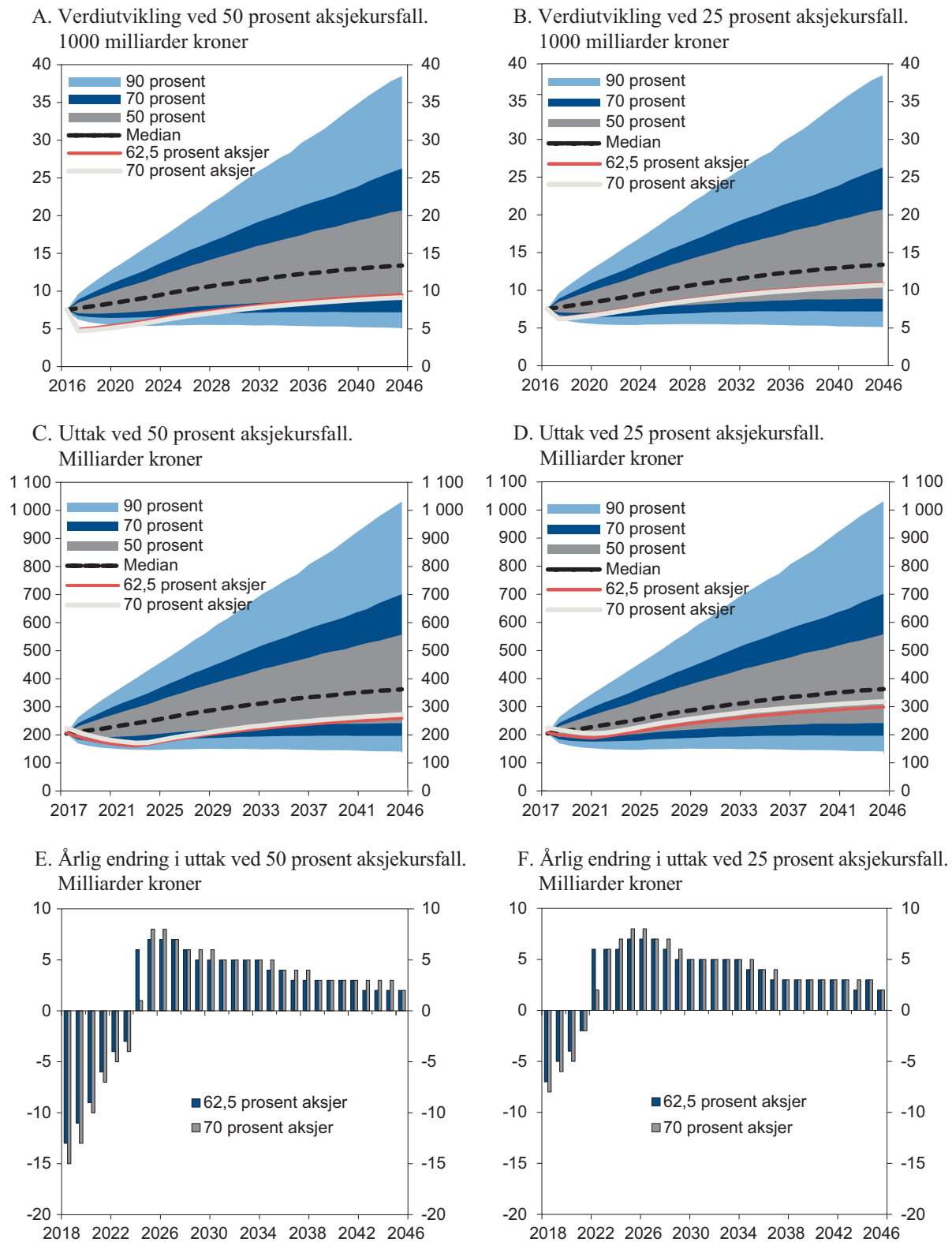
Effekten av et langvarig fall i aksjemarkedet

Aksjer forventes å gi en meravkastning over tid i forhold til obligasjoner. Det er derfor viktig at en evner å holde fast ved den valgte investeringsstrategien, også i perioder med uro i finansmarkedene. Generelt bør risikonivået ikke være høyere enn at en tåler ubehaget ved en stor verdinedgang, og ikke reduserer aksjeandelen i etterkant av et kursfall. Nedenfor illustreres utviklingen i fondsverdi og uttak under ulike antakelser om fall i aksjemarkedet.

Avkastningen av aksjeinvesteringene i SPU var i 2008 drøyt -40 pst. målt i internasjonal valuta. I første kvartal av 2009 falt aksjeverdiene ytterligere 10 pst. Høy brutto tilførsel av petroleumsinntekter og en svekkelse av kronekursen bidro imidlertid til at fondsverdien ved utgangen av første kvartal 2009 likevel var høyere enn ved inngangen til 2008. I tillegg førte en betydelig oppgang i aksjekursene utover i 2009 og 2010 til at store deler av det betydelige fallet i fondsverdien ble reversert.

Mork-utvalget anslår i sine analyser hvordan utviklingen i realverdien av SPU og fondets bidrag til statsbudsjettet vil kunne forløpe med ulike aksjeandeler fremover, dersom et kursfall tilsvarende det en opplevde under finanskrisen inntreffer. Utvalget la imidlertid ikke til grunn tilsvarende svekkelse av kronekursen og reversering av aksjekursene som under finanskrisen. I analysen settes brutto tilførsel av petroleumsinntekter lik anslagene fra Revidert nasjonalbudsjett 2016. Utvalget understreker at et slikt scenario innebærer en utvikling med et betydelig aksjekursfall, og dermed er svært lite fordelaktig. Utvalget anså en slik utvikling som lite sannsynlig, men ikke utenkelig.

Finansdepartementet har gjennomført to analyser – eller «stresstester» – hvor aksjemarkedet det første året antas å falle med henholdsvis

Simulert realverdiutvikling, uttak og endring i uttak fra SPU¹

Figur 3.6 Virkningen av et øyeblikkelig kursfall på 50 pst. og 25 pst. i det globale aksjemarkedet, sammenliknet med hovedscenariet i figur 3.4. Simulert realverdiutvikling, årlige uttak og endring i årlige uttak fra SPU 30 år frem i tid

¹ Det er lagt til grunn en gradvis tilpasning i uttakene.

25 pst. og 50 pst. Fra og med det andre året antas avkastningen å være i tråd med departementets anslag i avsnitt 3.1.3. Avkastningen av obligasjonsinvesteringene er beregningsteknisk antatt å være lik departementets forventede avkastning i hele perioden. Stresstesten med 50 pst. fall har likhetstrekk med Mork-utvalgets analyser av en forlenget og forsterket finanskriser.

Dersom aksjeinvesteringene etter et 50 pst. kursfall får en årlig avkastning tilsvarende departementets anslag, ville det ta om lag 20 år før aksjemarkedet når en ny toppnotering målt i realverdi. I perioden 1899–2016 har globale aksjekursfall på mellom 25 pst. og 50 pst. forekommet flere ganger.⁸ Derimot har det aldri tatt 20 år før en ny toppnotering er nådd for globale aksjer.

De beregningstekniske forutsetningene i denne stresstesten innebærer at aksjemarkedet utvikler seg svakere enn det gjorde i forbindelse med første og andre verdenskrig, børskrakket på slutten av 1920-tallet, oljeprissjokket på 1970-tallet, kollapsen av IT-boblen på starten av 2000-tallet og finanskrisen i 2008.

I scenariene er det lagt til grunn at uttakene over tid tilsvarende forventet realavkastning på $2\frac{3}{4}$ pst. ved 62,5 pst. aksjer og 3 pst. ved 70 pst. aksjer. Det er videre lagt til grunn at mindre endringer i uttakene som skyldes fall i fondsverdien gjennomføres umiddelbart, mens større endringer fordeles over seks år.⁹ Tilsvarende forutsetninger om en gradvis tilpasning i uttakene ble lagt til grunn i Mork-utvalgets analyser.

Figur 3.6A og 3.6B viser fondets realverdiutvikling i de skisserte scenarioene for aksjeandeler på henholdsvis 62,5 pst. og 70 pst.¹⁰ Behovet for å redusere det årlige uttaket fra fondet avhenger av størrelsen på verdifallet. Ved et aksjekursfall på 50 pst. innebærer de beregningstekniske forutsetningene at en med en aksjeandel på 62,5 pst. må redusere det årlige uttaket med 71 mrd. 2017-kroner. Med en aksjeandel på 70 pst. ville tilsvarende reduksjon vært 85 mrd. 2017-kroner. Et aksjekursfall på 25 pst. ville tilsvarende beregningsteknisk innebære et redusert uttak på 33 mrd. 2017-kro-

ner og 41 mrd. 2017-kroner ved henholdsvis 62,5 pst. og 70 pst. aksjer.

En reduksjon i uttaket på 71 og 85 mrd. 2017-kroner utgjør henholdsvis omlag 2,5 pst. og 3 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge, og må anses som en innstramming det i praksis vil være krevende å gjennomføre i løpet av ett år. Selv fordelt over flere år vil en slik innstramming være krevende. Samtidig er det flere eksempler på at kutt i denne størrelsesorden er gjennomført historisk. Både på 1980-tallet og 1990-tallet ble det gjennomført reduksjoner i budsjettunderskuddet i denne størrelsesorden i løpet av tre til fem år. Også i årene etter finanskrisen har flere andre land gjennomført kraftige budsjetttiltak for å redusere budsjettunderskuddet, enten ved å øke statens inntekter eller redusere utgiftene.

Figur 3.6C og 3.6D viser utviklingen over tid i de årlige uttakene som følger fra stresstesten med henholdsvis 50 pst. og 25 pst. aksjekursfall. Det er antatt tilsvarende praktisering av handlingsregelen som i Mork-utvalgets analyser. Den samlede reduksjonen i uttaket blir med en slik tilpasning av finanspolitikken noe lavere enn indikert over, siden uttaket når sitt laveste nivå etter at fondsverdien har begynt å stige igjen. Til tross for at nedgangen både i fondsverdi og uttak er større ved 70 pst. aksjer enn ved 62,5 pst., er de simulerte uttakene alltid størst ved en aksjeandel på 70 pst. Det skyldes at en høyere aksjeandel gir høyere forventet avkastning, og at en derfor tar ut en større prosentvis del av fondet hvert år.

Figur 3.6E viser årlig endring i uttak ved et kursfall for aksjer på 50 pst., og med de samme beregningstekniske forutsetninger om tilpasning i finanspolitikken som Mork-utvalget la til grunn. Andre forutsetninger vil gi noe andre resultater. Både med 62,5 pst. og 70 pst. aksjer faller uttaket de første fem årene etter kursfallet, før det begynner å stige igjen. Reduksjonen i uttaket er størst det første året med 13 mrd. kroner ved en aksjeandel på 62,5 pst. og 15 mrd. kroner ved en aksjeandel på 70 pst. Det tilsvarende om lag 0,5 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge. Figur 3.6F viser årlig endring i uttakene ved et aksjekursfall på 25 pst. Reduksjonen det første året på 7–8 mrd. kroner tilsvarende om lag 0,3 pst. av trend-BNP for Fastlands-Norge.

En reduksjon i uttaket i den størrelsesorden som er indikert ovenfor innebærer at uttaket fra fondet ved et kursfall på 50 pst. og en aksjeandel på 62,5 pst., vil stige fra $2\frac{3}{4}$ pst. til i underkant av 4 pst. av fondsverdien. Deretter avtar uttaket gradvis til $2\frac{3}{4}$ pst. i løpet av fem år. Ved 70 pst. aksjer vil uttaket som andel av fondsverdien stige fra 3 pst.

⁸ Departements beregninger er basert på datasettet Dimson-Marsh-Staunton Global Returns Data, målt i dollar.

⁹ I dette avsnittet er det lagt til grunn tilførsel som i Perspektivmeldingen 2017 og tilbakevektning av aksjeandelen til henholdsvis 62,5 pst. og 70 pst. dersom markedsutviklingen medfører avvik på mer enn fire prosentenheter. Verdien av SPU ved starten av perioden er satt lik verdien ved utgangen av 2016 på 7 510 mrd. kroner. Uttaket er beregningsteknisk satt til forventet realavkastning i utgangsåret. Se for øvrig boks 8.2 i Mork-utvalgets rapport.

¹⁰ Usikkerhetsviftene og medianen i figurene er de samme som i figur 3.4 med en aksjeandel på 62,5 pst.

til nesten 4½ pst. i året etter kursfallet, for deretter å avta til 3 pst. etter seks år. Ved et aksjekursfall på 25 pst. om lag halveres utslagene og tilbakevendingstiden reduseres med to år.

3.1.5 Sentrale hensyn ved valg av aksjeandel

Aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU er den viktigste beslutningen for forventet realavkastning og risiko i fondet. Valget av aksjeandel er en avveining mellom forventet avkastning og risiko. Avveiningen må se hen til flere hensyn, blant annet investeringenes formål og planer for anvendelse av fondskapitalen og fondets rolle i finanspolitikken. Videre må det ses hen til nasjonens øvrige eiendeler, siden det er den samlede risikoen i nasjonalformuen som har betydning. Avveiningen må også ta hensyn til politiske myndigheters toleranse for å bære risiko, både i form av evne til å håndtere perioder med store utslag i fondsverdien på kort sikt og tap på lang sikt. En bred, langsiktig forankring av risikonivået er en forutsetning for at investeringsstrategien skal være bærekraftig under skiftende markedsforhold.

Forventet avkastning og risiko

Historisk har investorer fått betydelig meravkastning på lang sikt ved å investere i aksjer fremfor obligasjoner. Aksjer innebærer samtidig større verdisvingninger enn obligasjoner og større risiko for tap over tid. Obligasjoner har historisk hatt lange perioder med lav realavkastning. Historisk avkastning er imidlertid ingen garanti for fremtidig avkastning. Finansdepartementet mener det er gode grunner til å forvente at aksjer også fremover vil gi høyere avkastning enn obligasjoner over tid, men merker seg at Mork-utvalget skriver at historiske data normalt ikke fanger opp alle delene av usikkerhetene om fremtidig avkastning. Utvalget mener også at merkastningen på aksjer er en kompensasjon for reell økonomisk risiko på både kort og lang sikt, og skriver at en sentral innsikt fra studier av finansielle markeder er at høy forventet avkastning ofte medfører høy sannsynlighet for tap i perioder hvor investorene er dårlig stilt til å håndtere dem. Norges Bank peker på at vedvarende lav økonomisk vekst kan påvirke den langsiktige inntjeningen hos bedriftene og gjennom dette muligens avkastningen av aksjer, men at en også kan forvente lave renter i et slikt scenario.

Forventet meravkastning av aksjer i forhold til obligasjoner bestemmes av investorenes krav til

kompensasjon for å bære risiko. Et høyere anslag på forventet meravkastning innebærer at en blir bedre kompensert for å bære risiko, og trekker isolert sett i retning av høyere aksjeandel. Mens banken peker på at forventet meravkastning av aksjer i forhold til obligasjoner er noe høyere enn i 2006, ettersom forventet terminpremie i dag er lavere, legger utvalget til grunn at forventet aksjepremie ikke er vesentlig endret. Finansdepartementet har i vurderingen av aksjeandelen i SPU ikke lagt avgjørende vekt på en mulig økt forventet aksjepremie.

Lavere samvariasjon mellom aksje- og obligasjonsavkastningen medfører isolert sett lavere forventet svingningsrisiko i SPU. Det skyldes at avkastningen av obligasjoner i mindre grad svinger i takt med aksjeavkastningen, slik at obligasjoner i perioder med fallende aksjekurser i større grad bidrar til å stabilisere fondets verdi. Norges Bank argumenterer for at fallet i samvariasjon mellom aksje- og obligasjonsavkastningen kan tilsi en høyere aksjeandel. Begrunnelsen er at fondet nå isolert sett trenger en lavere andel obligasjoner for å holde de forventede svingningene i fondsavkastningen på om lag samme nivå. På den annen side vil lavere samvariasjon trekke i retning av en lavere aksjeandel. I henhold til finanst teori vil obligasjoner isolert sett fremstå som mer attraktive for en investor når de i større grad demper svingninger i avkastningen. Hvilken effekt av lavere samvariasjon som dominerer, er blant annet avhengig av modelloppsett og hvilke risikopreferanser som legges til grunn. Finansdepartementet legger til grunn lavere samvariasjon fremover, og enkelte effekter av denne nedjusteringer er belyst i boks 3.4. Departementet har i vurderingen av aksjeandelen i SPU ikke lagt avgjørende vekt på lavere samvariasjon mellom aksje- og obligasjonsavkastningen.

Fondets formål og rolle i finanspolitikken

Formålet med investeringene i SPU er å sikre høyest mulig kjøpekraft målt i internasjonal valuta, med et moderat risikonivå. Målsettingen gjenspeiler at inntektene fra salg av olje og gass gir Norge inntekter i valuta, som bare kan brukes til å finansiere import nå eller senere. Gjennom overføringene til SPU blir statens netto valutainntekter fra olje og gass investert i aksjer, obligasjoner og eiendom i internasjonal valuta. Mengden utenlandske varer og tjenester kapitalen i fondet kan finansiere, avhenger av fondets verdi målt i internasjonal valuta, og ikke av kroneverdien.

Fondet har en lang horisont, i prinsippet uendelig. Som eier legger staten opp til å bevare fondets hovedstol ved at uttakene over tid skal tilpasses forventet realavkastning av fondet. Den løpende tilførselen av petroleumsinntekter til fondet forventes fortsatt å være betydelig i mange år fremover. Fondet har ingen øremerkede forpliktelser som begrenser toleransen for kortsiktige svingninger i markedsverdien. Sannsynligheten for store og uventede uttak målt som andel av fondets kapital vurderes som relativt lav. Det begrenser risikoen for å realisere store tap ved kortsiktige fall i aksjemarkedet.

Fondets lange horisont innebærer at en i investeringsstrategien kan legge mer vekt på forventet avkastning og risiko på lang sikt, enn på kortsiktige endringer i fondsverdien. Det er et godt utgangspunkt for å høste den forventede meravkastningen av å investere i aksjer i forhold til mer sikre obligasjoner. Samtidig må også andre og mer kortsiktige hensyn ivaretas.

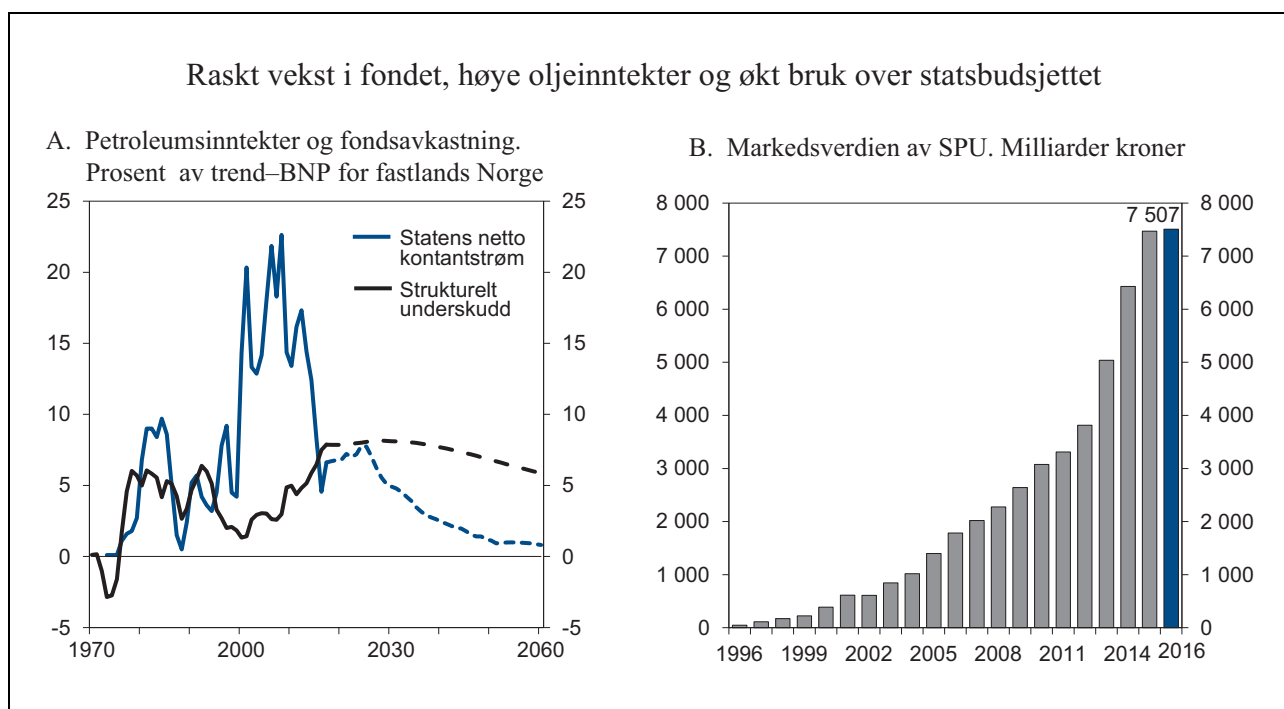
Markedsverdien av SPU har steget betydelig siden forrige vurdering av aksjeandelen. Fra utgangen av 2006 har fondet vokst fra om lag 1 800 mrd. kroner til om lag 7 500 mrd. kroner ved utgangen av 2016. Det tilsvarer en økning fra ett til nærmere tre års verdiskaping i den norske fastlandsøkonomien. Høy produksjon og høye priser på olje og gass har løftet statens netto kontant-

strøm fra petroleumsvirksomheten, som løpende er blitt tilført fondet, se figur 3.7. I tillegg har det vært god avkastning i de internasjonale finansmarkedene i perioden sett under ett.

I tiden som kommer ventes langt svakere vekst i fondskapitalen. Produksjonen på norsk sokkel har trolig passert toppen, og de siste årene har oljeprisen falt markert. Staten anslås likevel å ha betydelige oljeinntekter i mange år fremover, men på et lavere nivå enn de siste 10–15 årene. Det er også utsikter til lavere avkastning i de internasjonale finansmarkedene fremover. Deler av avkastningen de siste årene gjenspeiler kursgevinster på obligasjoner, som følge av at det internasjonale rentenivået har vært fallende i mange år.

Med fondets vekst har også bruken av oljeinntekter økt markert, slik handlingsregelen legger opp til. Den norske staten er dermed blitt mer avhengig av bidraget fra SPU for å finansiere sine utgifter. I realøkonomisk forstand er Norge som nasjon blitt mer avhengig av disse valutainntektene for å finansiere import. Mork-utvalget peker på at denne økte avhengigheten, i kombinasjon med avtakende petroleumsinntekter, isolert sett reduserer evnen til å bære risiko i SPU.

Etter hvert som fondet er blitt stort er det også blitt en ny kilde til ustabilitet for finanspolitikken. Mens det finanspolitiske rammeverket til nå har



Figur 3.7 Utvikling i petroleumsinntekter, budsjettunderskudd og fondets markedsverdi

Kilde: Finansdepartementet.

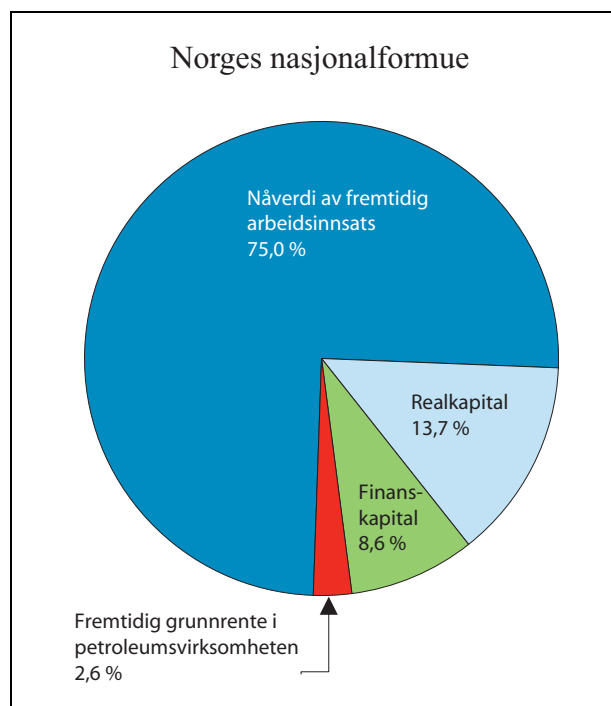
skjermet statsbudsjettet og norsk økonomi fra store svingninger i statens oljeinntekter, har utfordringen i økende grad vært å håndtere store svingninger i de internasjonale finansmarkedene og i kronekursen. Svingninger i fondets verdi, målt i norske kroner, blir mer krevende å håndtere når veksten i fondet flater ut.

Mork-utvalget mener at en ved valg av aksjeandel i SPU bør se hen til fondets rolle i finanspolitikken. Med fondets størrelse, og med en høy andel aksjer, mener utvalget at svingningene vil stille betydelige krav til fleksibilitet i finanspolitikken. De peker også på at et markert, langvarig fall i aksjemarkedet over tid vil kreve betydelige innstramminger for å holde uttaket innenfor handlingsregelens rammer og unngå å tære på formuen over tid. Utvalget understreker samtidig at dette først og fremst er et resultat av fondets størrelse, og at utslagene i verdien er blitt store relativt til Norges økonomi og offentlige finanser.

En endring i aksjeandelen på 10 prosentenheter har imidlertid begrenset betydning for svingningene i fondet, ifølge utvalgets beregninger. Departementet har merket seg at flertallet i utvalget peker på at finanspolitikken bør praktiseres fleksibelt for å håndtere slike svingninger, uavhengig av hvilken aksjeandel som velges. Departementet har også merket seg at mindretallet i utvalget mener at aksjeandelen må reduseres for å dempe svingningene i fondsverdien, slik at finanspolitikken sikres stabile overføringer fra fondet.

Norges Bank har analysert hvilke svingninger fondets verdi hadde ved forrige vurdering av aksjeandelen sammenliknet med i dag, målt som andel av statens utgifter. Banken anslår at selv med en aksjeandel nær null, ville utslagene fra svingninger i fondet til finanspolitikken vært høyere enn ved forrige vurdering av aksjeandelen. Det skyldes at fondet er blitt stort relativt til statens utgifter.

Etter departementets vurdering er en reduksjon i aksjeandelen et kostbart og lite treffsikkert virkemiddel for å håndtere utfordringene for finanspolitikken som følge av svingninger i fondsverdien. Samtidig mener departementet at en i praktiseringen av handlingsregelen bør ta hensyn til at risikoen for store svingninger i fondets verdi øker noe ved en økning i aksjeandelen. I Perspektivmeldingen 2017 varsler Regjeringen at en vil komme tilbake til denne problemstillingen i budsjettokumentene.



Figur 3.8 Netto nasjonalformue i 2016

Kilde: Finansdepartementet.

SPU og nasjonalformuen

Ifølge finansteori, bør en investor sette sammen sin finansielle formue slik at den gir et best mulig forhold mellom forventet avkastning og risiko i den samlede formuen. Mork-utvalget skriver at for SPU er det relevante perspektivet ikke statens, men Norges formue som nasjon.¹¹

Nasjonalformuen anslår kildene til nasjonens inntekter nå og i fremtiden. Formuen består av humankapital, realkapital, netto fordringer på utlandet i SPU og fremtidig grunnrente fra olje og gass i bakken. Nåverdien av fremtidig arbeidsinnsats, humankapitalen, er den aller viktigste delen av formuen og utgjør om lag 75 pst. SPU utgjør snart 9 pst. og verdien av olje og gass i bakken om lag 2½ pst., se figur 3.8. Anslagene gjelder for 2016 og er utarbeidet av Finansdepartementet til Perspektivmeldingen 2017.

Forholdet mellom verdien av finanskapitalen og olje og gass i bakken er vesentlig endret siden vurderingen av aksjeandelen i 2007. Den gang ble verdien av de gjenværende petroleumsressursene anslått til 7 pst. av nasjonalformuen, mens finan-

¹¹ Forholdet mellom SPU og nasjonalformuen er omtalt i kapittel 7.

skapitalen kun sto for 2 pst. Nå er forholdet motsatt. Endringene gjenspeiler høy produksjon av petroleum, rask vekst i verdien av SPU og i noen grad også utsikter til lavere oljepris enn i årene frem til prisfallet i 2014.

Mork-utvalget skriver at en i vurderingene av aksjeandelen bør se hen til andre deler av nasjonalformuen. Utvalget fremhever at en betydelig del av verdien av petroleumsformuen i bakken de siste tiårene er blitt vekslet om til en bredt diversifisert finansformue i SPU, noe som ifølge utvalget isolert sett kan trekke i retning av større evne til å bære risiko i fondet. Norges Bank og flere av høringsinstansene trekker også frem dette som et argument for å øke aksjeandelen i fondet.

Departementet mener det er gode grunner til å tro at risikoen i en veldiversifisert, global finansformue er lavere enn risikoen i et tilsvarende beløp plassert i olje og gass på norsk sokkel. Gjennom finansformuen i SPU har Norge et krav på en liten andel av verdens fremtidige verdiskaping. Verdien av den gjenværende petroleumsformuen avhenger derimot av prisene på to nær relaterte råvarer, olje og gass, og av kostnadene i én bestemt sektor. Det er derfor rimelig å legge til grunn at risikoen i petroleumsformuen er redusert siden forrige vurdering av aksjeandelen.

Departementet har merket seg at NHH i høringsinnspillet mener politisk risikobærende evne i større grad må vurderes ut fra synlig, ikke bare teoretisk risiko. I innspillet pekes det også på muligheten for at risikoen i human- og realkapitalen kan ha økt siden forrige vurdering av aksjeandelen. Større usikkerhet om utviklingen i produktiviteten og overgangen fra en oljebasert økonomi trekkes frem som mulige årsaker. De ulike delene av humankapitalen er usikre og grovt anslåtte størrelser. Også samspillseffekter mellom de ulike delene av nasjonalformuen er vanskelig å tallfeste. Selv om dette er usikkert, finner vi ikke sterke holdepunkter for at risikoen i human- og realkapitalen skulle være betydelig høyere nå enn ved forrige vurdering av aksjeandelen, eller for at det samlede risikonivået er økt som følge av samspillseffekten.

Politisk forankring

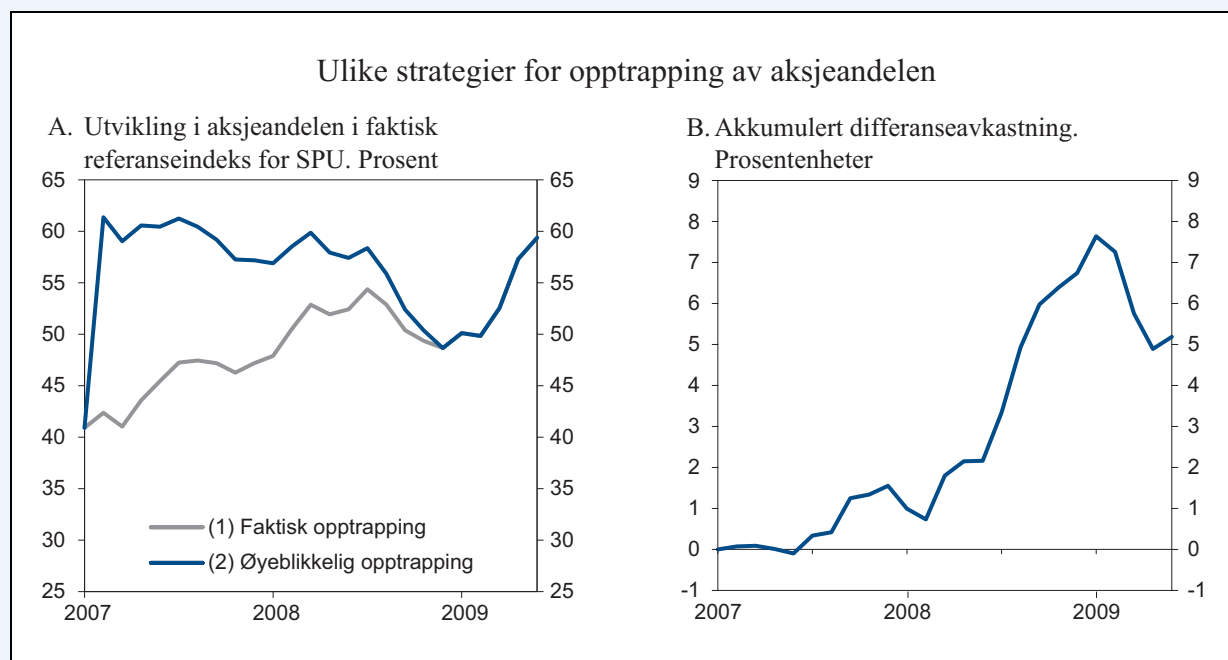
Aksjeandelen og risikoen i fondet er økt over tid. Som andre viktige veivalg er beslutningene om aksjeandel forankret i Stortinget. Bred forankring av og oppslutning om hovedlinjene for forvaltningen av fondet legger til rette for å holde fast ved en langsiktig strategi, særlig i perioder med uro i finansmarkedene.

Aksjer er mer risikable enn obligasjoner og kan gi store verdifall på kort sikt. Det kan medføre at oppslutningen om investeringsstrategien og rammeverket for fondet svekkes, og risiko for at en legger om strategien i perioder med uro i finansmarkedene. Departementet vil peke på at dersom en kaster om på strategien i perioder med uro i markedene, vil en ikke nødvendigvis høste en langsiktig risikopremie, noe også Mork-utvalget påpeker. Det vil kunne trekke avkastningen av fondet ned over tid.

Det er vanskelig å tallfeste eller måle i hvor stor grad den politiske forankringen av investeringsstrategien kan bidra til å slutte opp om den valgte strategien i perioder med store verdifall. En indikasjon kan være de erfaringene en så langt har hatt med fall i fondets verdi. Erfaringene etter verdifallet i finansmarkedene i finanskrisetåret 2008 var at en evnet å holde fast ved den valgte investeringsstrategien. Stortinget sluttet opp om den valgte investeringsstrategien og den da pågående opptrappingen av aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst., til tross for betydelig uro og usikkerhet om den fremtidige utviklingen i finansmarkedene. I innstillingen til fondsmeldingen for 2010 skrev flertallet i finanskomiteen at det er bred enighet om den overordnede langsiktige strategien og målsettingen for fondet. Det ble også vist til at erfaringene fra finanskrisen viser at det er viktig å holde fast ved fondets langsiktige investeringsstrategi, særlig i turbulente tider.

Finansdepartementet vil samtidig peke på at opplevelsen av verdifallene gjennom finanskrisen kan ha vært mildnet av forholdsvis gunstige omstendigheter. Tilførselen av petroleumsinntekter var høy og kronekursen svekket seg, slik at utslagene i fondets verdi ble dempet. Målt i norske kroner økte verdien av fondet i 2008. Aksjekursene tok seg dessuten godt opp igjen etter forholdsvis kort tid. Etter departementets syn bør en være varsom med å legge til grunn at disse gunstige omstendighetene vil inntreffe samtidig også ved neste store fall i aksjemarkedene. Petroleumsinntektene og tilførselen til fondet har avtatt markert. En kan heller ikke legge til grunn at kronen vil svekke seg og motvirke utslagene målt i internasjonal valuta, eller at aksjekursene vil ta seg raskt opp igjen.

Mork-utvalget drøfter erfaringene med rammeverket under finanskrisen, og peker også på forhold som gjør at overføringsverdien kan være begrenset. Departementet har merket seg at utvalgets flertall mener at den politiske risikoen for en brå omlegging av fondets strategi er redusert siden forrige vurdering av aksjeandelen.

Boks 3.5 Opptappingen av aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. i 2007–2009

Figur 3.9 Aksjeandel og differanseavkastning ved to ulike strategier for opptapping av aksjeandelen. Juli 2007 – juni 2009

Kilde: Finansdepartementet.

Innfasing av ny aksjeandel er en avveining av flere hensyn. En høyere forventet avkastning på aksjer fremfor obligasjoner tilsier isolert sett en rask innfasing av en ny, høyere aksjeandel. Samtidig er det risiko for at det i ettertid viser seg at tidspunktet ikke var optimalt, f.eks. fordi innfasingen fant sted i en periode der aksjemarkedet i etterkant viste seg å være høyt priset. Å endre aksjeandelen medfører også transaksjonskostnader. Handel av store volumer over en kort periode kan dessuten påvirke kursene på verdipapirene i ugunstig retning. Slike hensyn tilsier at en bruker lang tid på å gjennomføre innfasingen.

I det følgende beskrives de finansielle konsekvensene av den gradvise innfasingen av økt aksjeandel fra 40 til 60 pst. i perioden juni 2007 – juni 2009, sammenliknet med en umiddelbar innfasing. Departementet understreker at resultatene av ulike innfasingstrinsipper er bestemt av markedsutviklingen og at en ny innfasing kan gi vesentlig forskjellige resultater.

I juni 2007 ble det besluttet å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. I samsvar med omtalen i fondsmeldingen for 2006 ble det besluttet å tilpasse den nye aksjeandelen over tid. Retningslinjene for innfasing av høyere aksjeandel tilsa en jevn opptapping i strategisk referanseindeks med én prosentenhet ved hvert månedsskifte fra og med utgangen av juni 2007.¹ For faktisk referanseindeks skulle all tilflyt brukes til å kjøpe aksjer, samtidig som det skulle overføres 10 mrd. kroner månedlig fra obligasjoner til aksjer. Reglene for full tilbakevektning ble senere

endret til kun å gjelde på nedsiden, det vil si ved fall i aksjemarkedet.

Departementet har foretatt en analyse av avkastningen i SPU hvor to alternative innfasingstrategier er sammenliknet: den faktiske opptappingen til 60 pst. aksjeandel (alternativ 1) og en øyeblikkelig innfasing hvor hele økningen på 20 prosentenheter ville ha blitt foretatt i juli 2007 (alternativ 2).

I figur 3.9A er aksjeandelen beregnet som andel av aksje- og obligasjonsporteføljen, og ikke av SPUs totalportefølje som også omfattet eiendom. Som en forenkling er det lagt til grunn samme drift rundt strategisk aksjeandel i alternativene faktisk og øyeblikkelig opptapping.

Figur 3.9B viser akkumulert differanseavkastning mellom den faktiske opptappingsstrategien og strategien med øyeblikkelig opptapping. Beregningen viser at den faktiske opptappingsplanen bidro til høyere avkastning enn alternativet med øyeblikkelig opptapping. Den akkumulerte avkastningsdifferansen er på om lag 5 prosentenheter ved utgangen av juni 2009. Den betydelige avkastningsdifferansen skyldes den særskilte markedsutviklingen i innfasingperioden, hvor aksjemarkedet falt i perioden november 2007 til februar 2009 for så å stige kraftig igjen. Transaksjonskostnadene i den faktiske innfasingen var også lave, blant annet fordi de løpende tilførselene til fondet ble brukt til å gjennomføre endringen.

¹ I tillegg fantes det særregler for ekstraordinær opptapping dersom aksjemarkedet steg mye i en måned.

3.1.6 Departementets vurderinger av aksjeandelen

Formålet med investeringene i SPU er høyest mulig kjøpekraft målt i internasjonal valuta, med et moderat risikonivå. Aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen er den enkeltbeslutningen som har størst betydning for forventet avkastning og risiko i fondet.

Departementet mener det er gode grunner til å forvente at aksjer også fremover vil gi høyere avkastning over tid enn obligasjoner, slik de har gitt historisk. Samtidig tilsier hensynet til spredning av risiko på kort og lang sikt at fondet fortsatt bør være bredt investert, og at en er tjent med å ha en moderat andel obligasjoner. Sammenliknet med obligasjoner vil aksjer gi større variasjon i avkastningen som faktisk realiseres. Analysene over viser at et stort og langvarig fall i aksjemarkedet kan føre til at det må foretas krevende innstramminger i finanspolitikken.

Forventet realavkastning av SPU har falt markert de siste årene. Forventet realavkastning anslås nå til om lag 2¾ med dagens aksjeandel og om lag 3 pst. med en aksjeandel på 70 pst. Et lavere anslag for forventet avkastning er ikke et argument for å øke aksjeandelen, og dermed risikonivået i fondet. Departementet vil peke på at risikonivået i SPU må være bærekraftig over tid.

Fondskonstruksjonen og handlingsregelen innebærer at SPU har en lang tidshorisont. En lang horisont er et godt utgangspunkt for å investere i aksjer. I Perspektivmeldingen 2017 legger Regjeringen opp til at uttaket fra SPU, dvs. bruken av fondsinntekter over statsbudsjettet, over tid skal tilsvare 3 pst. av fondets verdi, mot tidligere 4 pst. Nedjusteringen støtter opp under fondets lange tidshorisont.

Sentralt for vurderingen av aksjeandelen er evnen til å bære risiko, herunder politiske myndigheters evne til til å holde fast ved investeringsstrategien, også gjennom perioder med store fall i fondsverdien. En overvurdering av evnen til å bære risiko vil kunne ha store kostnader. Departementet har merket seg at flertallet i Mork-utvalget baserer sitt råd på at evnen til å bære risiko er økt siden forrige vurdering av aksjeandelen. En slik vurdering må ta hensyn til mange forhold. Utvalget viser blant annet til erfaringene fra finanskrisen, der det selv i urolige tider var bred politisk oppslutning om fondets strategi, og til at den samlede petroleumsformuen er bedre diversifisert. Departementet har samtidig merket seg at utvalget peker på at statsbudsjettet er blitt mer avhengig av inntektene fra fondet. Departementet leg-

ger til grunn at evnen til å bære risiko alt i alt nå kan vurderes å være høyere.

Etter en samlet vurdering mener Regjeringen at aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU bør økes til 70 pst., opp fra gjeldende 62,5 pst. Denne økningen vil isolert sett innebære at forventet årlig avkastning øker noe sammenliknet med gjeldende aksjeandel. Samtidig vil en høyere aksjeandel øke forventede svingninger i fondsverdien noe, både på kort og lang sikt. Regjeringen mener at risikoen med en aksjeandel på 70 pst. alt i alt vil være akseptabel.

Departementet vil understreke at forslaget om å øke aksjeandelen ikke er basert på at en vurderer tidspunktet for å øke aksjeandelen som særskilt gunstig. En innfasing av en høyere aksjeandel vil måtte gjennomføres gradvis over tid, og planer for dette vil bli utarbeidet i samråd med Norges Bank. Det vil alltid være en risiko for at det i ettertid viser seg at tidspunktet ikke var optimalt. Slik risiko kan reduseres ved at en bruker lang tid på å gjennomføre økningen. Etter at aksjeandelen ble vedtatt økt fra 40 pst. til 60 pst. i 2007, ble det brukt om lag to år på innfasingen, se boks 3.5 for nærmere gjennomgang.

3.2 Investeringer i unotert infrastruktur

3.2.1 Innledning

Finansdepartementet vurderte i fondsmeldingen for 2015 om det burde åpnes for investeringer i unotert infrastruktur i SPU. Som ledd i departementets arbeid ble en ekspertgruppe (van Nieuwerburgh, Stanton og de Bever) og Norges Bank bedt om råd. Et sentralt spørsmål var om fondet hadde fortrinn for slike investeringer sammenliknet med andre investorer. Det ble pekt på at investeringer i infrastruktur er utsatt for stor regulatorisk og politisk risiko. I meldingen ble det fremhevet at *unoterte* investeringer i infrastruktur generelt innebærer store eierandeler, noe som gjør eventuelle investeringer mer synlige og lettere gjenstand for kritikk. Det ble også pekt på at potensielle regulatoriske konflikter med andre lands myndigheter om viktige fellesgoder innebærer risiko for fondets omdømme.

Departementets vurdering var at et åpent og politisk forankret statlig fond som SPU er mindre egnet enn andre investorer til å bære den særlige risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur. Det ble også fremhevet at markedet for unotert infrastruktur er lite for SPU, og at det vil være nyttig å høste mer erfaring fra unotert eiendom før

en eventuelt utvider til nye typer investeringer. Etter en samlet vurdering la Finansdepartementet ikke opp til å åpne for at SPU kan investeres i unotert infrastruktur nå.

Ved Stortingets behandling av meldingen ba et flertall i finanskomiteen om at regjeringen arbeider videre med å vurdere unotert infrastruktur og komme tilbake til spørsmålet i denne meldingen. Som en del av vurderingene ble regjeringen bedt om å belyse hvordan risikoen og de særskilte utfordringene ved slike investeringer kan rammes inn, herunder omdømmerisiko, og hvordan en kan sikre størst mulig åpenhet om slike investeringer. Regjeringen ble også bedt om å belyse hvordan dette har vært håndtert i andre fond.

Med bakgrunn i denne merknaden har Finansdepartementet bedt om innspill både fra Norges Bank og en ekstern konsulent.

3.2.2 Norges Banks vurderinger

Norges Bank ble i brev 29. juni 2016 bedt om å utdype den særskilte risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur og hvordan den kan håndteres i forvaltningen av SPU. Banken ble også bedt om å beskrive et eventuelt opplegg for rapportering om slike investeringer. Banken skulle videre vurdere hvordan investeringer i unotert infrastruktur kan reguleres i mandatet fra Finansdepartementet, hvordan slike investeringer kan tilpasses den nye modellen for regulering av unoterte eiendomsinvesteringer, og om en eventuell åpning for unotert infrastruktur vil kunne påvirke forventninger til samlet meravkastning i SPU.

Norges Bank vurderer i brev 20. desember 2016 disse sidene ved investeringer i unotert infrastruktur. Banken viser samtidig til sitt brev 2. desember 2015, som inneholdt bankens råd i forbindelse med vurderingen i fondsmeldingen for 2015. Sistnevnte brev inneholder en bredere vurdering av investeringer i unotert infrastruktur, med utgangspunkt i analysen banken gjorde høsten 2015.

Investeringsrestriksjoner

Norges Bank foreslår å ramme inn risikoen ved investeringer i infrastrukturprosjekter langs dimensjonene *land*, *type anlegg*, *type prosjekt* og *samarbeid/eierskap*. Banken mener risikoen kan reduseres ved å begrense investeringene til land som både har velfungerende rettssystemer og hvor myndighetene har erfaring med private eiere av infrastruktur. En mulig begrensning kan være

å velge de mest utviklede landene i Europa, Nord-Amerika og Oseania. En gradvis tilnærming til denne type investeringer kan innebære å begrense investeringene til områdene energi, kommunikasjon og transport. Dette er områder som banken både anser å være i vekst og hvor det er aksept for privat eierskap. Risikoen i infrastrukturprosjekter anses større i tidlige faser av utbyggingen, og kan reduseres ved å velge prosjekter med stor grad av sikkerhet om fremtidig inntjening. Banken anser det ikke som naturlig å gjennomføre de eventuelle første investeringsprosjektene på egenhånd. Aktuelle samarbeidspartnere kan være multilaterale/regionale utviklingsbanker eller nasjonale infrastrukturbanker. Det vil kunne bidra til en lokal forankring. Det kan i tillegg settes begrensninger på fondets eierandel.

Rammeverk

Norges Bank anser at eventuelle unoterte infrastrukturinvesteringer bør være underlagt samme type regulering som fondets unoterte eiendomsinvesteringer.¹² Det innebærer at referanseindeksen ikke vil inneholde en egen allokering til unotert infrastruktur, men at investeringene inngår i rammen for avvik fra referanseindeksen. Banken anbefaler at det settes en øvre grense for hvor stor andel av fondet som kan investeres i unotert infrastruktur.

Operativ gjennomføring

Dersom det åpnes opp for investeringer i unotert infrastruktur har Norges Bank i sitt brev indikert hvordan de vil tilnærme seg investeringsbeslutningene og at de vil bygge kompetanse gradvis, slik som da det ble åpnet opp for investeringer i unotert eiendom. Banken anser at de vil kunne bygge på eksisterende kompetanse og beslutningsstruktur i den operative gjennomføringen.

Åpenhet

Norges Bank viser til dagens rapporteringskrav i mandatet for SPU og til bankens rapportering. Banken skriver at de vil gi samme detaljerte informasjon om fondets investeringer i unotert infrastruktur som om fondets øvrige investeringer, herunder et bredest mulig bilde av hvilke forhold som driver avkastningen og hvilken type risiko investeringene eksponerer fondet mot.

¹² Se omtale i avsnitt 3.4.

Tabell 3.4 Sammenlikning av egenskapene til unoterte investeringer i infrastruktur og eiendom¹

		Unotert infrastruktur	Unotert eiendom
Marked	Størrelse	~4 800 mrd. kroner	~56 000 mrd. kroner
	Modenhetsgrad ²	Lav	Høy
	Heterogenitet av aktiva	Høy	Lav
Kompleksitet	Viktighet for lokal-samfunnet	Høy	Lav
	Eksposering til politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko	Høy	Lav
Åpenhet	Eksterne opplysningskrav	Høy	Lav
	Kvalitet på markedsdata	Lav	Middels
	Informasjon til majoritets-eiere	Investordrevet	Investordrevet

¹ Denne vurderingen er relativ og veiledende for det gjennomsnittlige segment i hver aktivaklasse.

² For eksempel i form av standardisering av praksis og rammeverk for transaksjoner, i tillegg til antall tjenesteytere og deres grad av spesialisert ekspertise.

Kilde: McKinsey.

3.2.3 Rapport fra ekstern konsulent

På oppdrag fra Finansdepartementet har konsultentselskapet McKinsey skrevet en rapport om særskilte utfordringer ved investeringer i unotert infrastruktur, herunder politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko. Selskapet ble av departementet bedt om å gi konkrete og relevante eksempler på slike utfordringer, samt å gjennomgå hvordan statlige investeringsfond og store, globale investorer håndterer disse utfordringene.

McKinsey skriver i sin rapport¹³ at markedet for investeringer i unoterte infrastruktur er mindre, mer komplekst og ikke så velutviklet som markedet for investeringer i unotert eiendom, se tabell 3.4.

Både infrastrukturinvesteringer og investeringer i eiendom omtales som realaktiva, men det er samtidig markerte forskjeller mellom de to aktivaklassene. Infrastruktur er gjerne eid av offentlige myndigheter. Det private markedet for infrastruktur er mindre enn markedet for fast eiendom, samtidig som det ikke er like utviklet. I infrastrukturmarkedet er praksis og rammeverk for transaksjoner i mindre grad standardisert. Infrastrukturanlegg som for eksempel vannforsyning har en viktig rolle for lokalsamfunnene, er godt synlig og

oppfattes gjerne som fellesgoder. Dette gjør at de ofte er underlagt streng statlig regulering.

McKinsey påpeker at markedet for infrastruktur er mer variert og spenner fra kraftnett og broer til flyplasser og sykehus. Aktiva innen infrastruktur er mindre omsatt enn aktiva innen fast eiendom, hvor man kan finne aktive annenhåndsmarkeder for et bredt spekter av egenkapital- og gjeldsinstrumenter. Samtidig finnes det segmenter innen infrastruktur med mindre kompleksitet, for eksempel termisk produksjon av kraft med brensel fra kull, olje eller naturgass. Mens eiendomsmarkedet for det meste er konkurranseutsatt, er infrastrukturen ofte naturlige monopoler eller kvasi-monopoler, som kraftnett, flyplasser og veier. For tjenester levert av disse kan ikke lokalsamfunnene uten videre bytte til en annen leverandør.

McKinsey skriver at selv om unotert infrastruktur er utsatt for tilsvarende risikofaktorer som andre aktivaklasser, er en i relativt større grad utsatt for regulatorisk, politisk og omdømmemessig risiko. Dette skyldes at infrastrukturprosjekter ofte er viktig for lokale myndigheter og at engasjementet blant berørte interessenter er høyt. Risikoprofilen til investeringer i unotert infrastruktur varierer fra prosjekt til prosjekt, og det må derfor foretas en grundig risikovurdering for hvert enkelt prosjekt. Tabell 3.5 gir en oversikt over relevante tema innen hver risikokategori.

¹³ Rapporten er tilgjengelig på departementets nettsider.

Tabell 3.5 Eksempler på ulike typer risiko ved investeringer i unotert infrastruktur

Risikokategori	Underkategori	Eksempler på problemstillinger
Politisk risiko	Sikkerhet og stabilitet	Sosial uro Terrorisme Krig
	Juridisk	Nasjonalisering Oppheving eller revidering av eksisterende avtaler Retningsendringer i politikken for forvaltning av infrastruktur
	Ledelse og regimer	Valg (f.eks. demokratisk eller kvasi-demokratisk) Statskupp
	Politikk og policyer	Skattelovgivning Arbeidsrett Miljøkrav
Regulatorisk risiko	Regulatorisk forutsigbarhet	Grad av åpenhet for direkte investeringer fra og handel med utlandet Reforhandling av eksisterende avtaler Endringer i rammeverket for offentlig-privat partnerskap Plutselige og uventede kutt i støtteordninger Endringer i regulerte tariffer Begrensninger for prisendringer Handelsbegrensninger Inkonsistente definisjoner og håndheving
	Regulatorisk effektivitet	Uklare krav Forsinkelser i beslutningsprosesser og tidsskjema
Omdømme-risiko	Miljø-, samfunns-, og styringsmessige faktorer (ESG)	Miljøskader, f.eks. luft- og støyforurensing Omlokalisering av mennesker og lokalsamfunn Mangel på lokalt innhold eller mangfold Korrupsjon Lederlønnninger og frynsegoder
	Helse, miljø og sikkerhet (HMS)	Skader Langsiktige funksjonshemninger eller kroniske tilstander Dødsfall
	Konflikter mellom interesser	Energiforsyning vs. forstyrrende teknologi Lokale næringer og minoritetsinteresser vs. utenlandsk teknologi
	Rettstvister	Tiltale (f.eks. grunnet ESG- eller HMS-forhold) Ufrivillig medsaksøker
	Annen negativ publisitet	Påstander eller negative pressekampanjer Gjenstand for politisk debatt Blokader fra interessegrupper Tilknytning til annenpart Tilknytning til tredjepart

Kilde: McKinsey.

Tabell 3.6 Eksempler på risikostyring på ulike nivåer

Nivå	Eksempel på risikoreducerende tiltak
Land/region	Grundige vurderinger av aksepten for privat eierskap til offentlig infrastruktur over tid og på tvers av skiftende politiske regimer.
Reguleringsmyndighet	Grundige vurderinger av hvor stabilt og avansert rammeverket for å regulere offentlig-privat samarbeid er.
Nærmiljø	Aktivt engasjement med lokale myndigheter og andre interessenter ved for eksempel å love lokale arbeidsplasser dersom man får tilslaget på investeringsprosjektet.
Prosjekt	Strengt krav til ansvarlig forvaltning av prosjektet (vektlegging av miljøkriterier, samfunnsmessige konsekvenser og gode prinsipper for selskaps- og eierstyring, såkalte ESG-faktorer) og til helse, miljø og sikkerhet (HMS) samt omfattende offentlig rapportering.
Partner	Foreta en omfattende og grundig analyse av partnervalg og i enkelte tilfeller velge en anerkjent nasjonal partner for å kompensere for at man er en utenlandsk investor.

Kilde: McKinsey.

Politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko forbundet med investeringer i unotert infrastruktur omfatter et bredt spekter av mulige problemstillinger. McKinsey peker på at risikoen drives av manglende stabilitet hos politiske myndigheter samt deres evne til å påvirke investeringene, for eksempel gjennom endringer i lovgivning eller regulering. Investeringene kan påvirkes av endringer i politikken for forvaltning av infrastruktur, eller ved direkte endringer i lovgivning på områder som skatt, arbeidsrett og miljø. Eksempler på regulatorisk risiko kan være fare for reforhandling av eksisterende avtaler, endringer i rammeverket for offentlig-privat samarbeid eller endringer i støtteordninger. I sin rapport har McKinsey omtalt enkelte (anonymiserte) eksempler på hendelser som har skadet omdømmet til investorer i unotert infrastruktur.

Siden infrastrukturinvesteringer er samfunnsviktige aktiva som tiltrekker seg betydelig oppmerksomhet, er spekteret av og sannsynligheten for omdømmemessig risiko stor. De fleste infrastrukturinvesteringer er både langsiktige og har en høy grad av synlighet i lokalsamfunnet, slik at risikoen for å bli assosiert med tvilsomme handlinger fra andre- eller til og med tredjeparter er høyere. Omdømmemessig risiko kan for eksempel oppstå ved miljøskader eller skade på personer i lokalsamfunnet, forstyrrelser i leveranser av tjenester eller konflikter mellom interessenter. For investorer som investerer på vegne av skattebetalere kan det å reise erstatningssøksmål ha særskilte nega-

tive omdømmeeffekter, spesielt om investoren er et stort fond som i saken står mot et mindre velstående lokalsamfunn.

I rapporten pekes det på at investorer kan styre regulatorisk, politisk og omdømmemessig risiko på fem ulike nivåer: land eller regional myndighet, reguleringsmyndighet, nærmiljø, prosjekt (drifts-selskap) og partner (som medinvestor, driftspartner eller underleverandør). Rapporten beskriver en rekke tiltak for risikostyring innen hvert nivå, se tabell 3.6.

På nasjonalt eller regionalt nivå er det ifølge rapporten viktig å utvikle en forståelse av stabiliteten til det politiske og forretningsmessige systemet, prioriteringene til regulerende myndighet og tjenestemenn, og den generelle oppfatningen av private investeringer fra utenlandske investorer.

På reguleringsnivå kan investorer se på reguleringsprosessen, hvor avansert det relevante rammeverket for offentlig-privat partnerskap er, og erfaring med hvordan regulerende myndighet har administrert nåværende og tidligere rammeverk og kontrakter. Det viktigste risikoreducerende tiltaket er ifølge McKinsey å konsentrere seg om investeringer på områder hvor reguleringen er konsekvent og forutsigbar.

En aktiv involvering i lokalsamfunnet er ifølge rapporten en fordel siden dette typisk både påvirker utformingen av infrastrukturinvesteringer og opplever å bli påvirket av disse. Slik involvering kan hjelpe investorer med å forstå lokale prioriterin-

ger, bekymringer og forbehold rundt et infrastrukturprosjekt, eller identifisere muligheter for å forbedre anleggets ytelse.

På prosjektnivå gjelder de samme hensyn som for andre realaktiva når det gjelder miljø-, samfunns- og styringsmessige spørsmål (ESG) og problemstillinger knyttet til helse, miljø og sikkerhet (HMS). Men fordi innflytelsen fra samfunn og regulerende myndighet er større for infrastrukturaktiva, er det viktigere å vurdere og ta opp bekymringene til lokalsamfunn og myndigheter. For en utenlandsk investor mener McKinsey det kan være en god strategi hovedsaklig å velge lokale partnere som har fokus på involvering av lokalsamfunn og samarbeid med regulerende myndighet, eller kun samarbeide med partnere som har lang erfaring med ESG- og HMS-spørsmål.

McKinsey skriver at investorer i unotert infrastruktur kan deles i tre hovedgrupper. De tre typene investorer har ulike tilnærminger til risikostyringen. Den første gruppen består av såkalte *hybridinvestorer* som baserer seg på fondsløsninger fordi investorene er små eller mer uerfarne. Disse investorene overlater langt på vei risikostyringen av enkeltprosjektene til utvalgte partnere som for eksempel fondsforvaltere, og styrer selv risiko kun på porteføljenivå. De to siste gruppene av investorer foretar selv direkteinvesteringer i unotert infrastruktur. Det skilles mellom *direkte investorer* og *spesialister*.

Direkte investorer har god kjennskap til infrastrukturinvesteringer og legger stor vekt på kontraktsutforming og insentivstruktur. Spesialister har ekspertkunnskap og støtter seg i mindre grad på medinvestorer enn direkte investorer. Det er vanlig at både direkteinvestorer og spesialister stiller med egne ansatte som styremedlemmer i prosjektselskaper som de kontrollerer.

McKinsey skriver at det for alle de tre investorgruppene er nødvendig med ekspertise innen infrastrukturinvesteringer i eget styre, da styret ofte involveres direkte ved slike investeringer. Direkte involvering kan ifølge McKinsey være nødvendig på grunn av investeringenes størrelse og behov for aktivt eierskap, samt krav til særskilt rammeverk for risikostyring og rapportering.

3.2.4 Departementets vurderinger

Departementet viser til at rapporten fra McKinsey peker på at store og langsiktige investorer har økt sine investeringer i unotert infrastruktur de siste årene, blant annet ut fra ønske om risikospredning, stabil avkastning og behov for langsiktig

styring av finansielle eiendeler og forpliktelser. Samtidig er markedet for unotert infrastruktur i dag lite målt som andel av det tilgjengelige investeringsmarkedet.

I forbindelse med fondsmeldingen for 2015 la både Norges Bank og en ekspertgruppe vekt på at å åpne for investeringer i unotert infrastruktur vil utvide SPUs investeringsunivers og kan legge til rette for å utnytte fondets særtrekk og fortrinn. I vurderingen i fjorårets fondsmelding pekte samtidig departementet på at flere viktige forhold taler mot å åpne for slike investeringer.

Et vesentlig hensyn ved vurderingen av unotert infrastruktur i fondsmeldingen for 2015 var regulatorisk og politisk risiko. Departementet viste til at det for slike investeringer er vanlig med langvarige kontrakter der lønnsomheten påvirkes direkte av andre lands myndigheter, gjennom tariffer og øvrige rammebetingelser. Ved unoterte investeringer vil fondet ha store eierandeler, slik at investeringer blir mer synlige og lettere gjenstand for kritikk. Konflikter med andre lands myndigheter om regulering av transport, energiforsyning og andre viktige fellesgoder vil generelt være krevende, og innebære risiko for fondets omdømme. Samtidig kan høye transaksjonskostnader og lavere omsettelighet gjøre det vanskeligere å selge seg ut av unoterte investeringer hvis det skulle oppstå problemer.

I tillegg er forvaltning av unoterte investeringer mer kompleks og ressurskrevende enn for noterte investeringer, og det er behov for å bygge opp en annen og mer spesialisert kompetanse. Det er også generelt vanskelig å evaluere resultater fra slike investeringer, samt å måle og styre risiko. Det gjør det krevende å vurdere om slike investeringer gir bedre risikodiversifisering eller høyere forventet avkastning for gjennomsnittsinvestoren. Et relevant spørsmål blir da om forvalter kan forventes å bedre forholdet mellom avkastning og risiko gjennom fortrinn sammenliknet med andre investorer.

Etter departementets oppfatning understøtter McKinsey-rapporten i hovedsak departementets vurderinger i fjorårets fondsmelding. I rapporten pekes det på at markedet for unotert infrastruktur er lite, og det anses å ha lavere grad av modenhet og mindre ensartede investeringer enn markedet for unotert eiendom. Aktivaklassen favner bredt, fra strømproduksjon og havner til sosial infrastruktur som sykehus og fengsler. Markedspraksis er lite standardisert og varierer på tvers av sektorer og land. Det er få sammenliknbare transaksjoner som kan støtte opp under verdifastsettelser. Det står i kontrast til unotert eiendom, som er en lang

større aktivaklasse med etablerte standarder, tilretteleggertjenester, samt flere og mer ensartede transaksjoner.

McKinsey peker også på at infrastrukturprosjekter ofte er viktige for lokale myndigheter og at det politiske engasjementet kan være høyt. De fleste prosjektene er naturlige monopoler, eller kvasi-monopoler, slik som strømmett, broer og flyplasser. I slike markeder kan ikke lokalsamfunnene velge en annen tilbyder. Leverandøren kan heller ikke velge en annen kundekrets. Det øker den politiske risikoen, den regulatoriske risikoen og omdømmerisikoen ved investeringer i unotert infrastruktur. McKinsey peker også på at slike investeringer er komplekse og kan variere mye fra prosjekt til prosjekt. De krever derfor spesialisert kompetanse i flere ledd i investororganisasjonen, også på styrenivå.

Infrastrukturinvesteringer stiller også større krav til oppfølging enn andre unoterte investeringer. I mange tilfeller vil det være nødvendig å delta i styret i investeringsprosjektene. Norges Bank har så langt ikke hatt som strategi å gå inn i styret i selskaper fondet er investert i.

Norges Bank legger opp til å bygge opp kompetanse og gradvis tilnærme seg investeringsmulighetene, dersom det åpnes for investeringer i unotert infrastruktur. Det var også strategien for de første investeringene i unotert eiendom. Investeringer i unotert infrastruktur krever tettere oppfølging enn noterte investeringer og dermed flere ansatte. Departementet vil peke på at en større og mer kompleks organisasjon vil stille større krav til ledelse og styringsstruktur.

Banken mener videre at risikoen kan begrenses ved å investere i modne prosjekter og tradisjonelle sektorer som energi, kommunikasjon og transport i utviklede land i Europa og Nord-Amerika. Det kan også stilles krav om samarbeid med partnere og begrensninger på fondets eierandel. Departementet vil peke på at det likevel er store forskjeller fra prosjekt til prosjekt, også innen samme sektor og marked. Den risikoreduserende effekten av å velge enkeltområder eller -sektorer er derfor mindre enn ved investeringer i unotert eiendom.

Departementet har merket seg at begrensninger banken foreslår vil innebære at det ikke investeres i umodne prosjekter eller i utviklingsland. Dersom departementet skulle legge andre føringer på investeringene som for eksempel bidrag til det grønne skiftet eller utviklingsformål, vil det verken være forenlig med fondets finansielle målsetting eller bankens uttalte strategi for å begrense risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur.

SPU er stort, statlig eid og har en lang tidshorisont. Disse særtrekkene kan gi fondet fordeler sammenliknet med andre investorer. Størrelsen og den lange tidshorisonten kan isolert sett legge til rette for unoterte investeringer. På den annen side stiller det statlige eierskapet store krav til åpenhet og politisk forankring. Det gjenspeiles i fondets strategi, som er bygget opp gradvis med stor vekt på noterte investeringer og lave forvaltningskostnader. Investeringene som det her vurderes om en skal åpne opp for, er unoterte og særlig utsatt for politisk og regulatorisk risiko, samt omdømmerisiko. Det er grunn til å tro at forventet avkastning på slike investeringer vil avhenge av hvor mye slik risiko en investor påtar seg.

Finansdepartementet mener et åpent og politisk forankret statlig fond som SPU ikke er godt egnet til å bære den særlige risikoen ved investeringer i unotert infrastruktur. Departementets vurdering er at de nye momentene som er fremkommet støtter opp under konklusjonen i fondsmeldingen for 2015. På bakgrunn av dette legges det ikke opp til å åpne for investeringer i unotert infrastruktur i SPU nå.

Departementet viser til at ny regulering for unotert eiendom ble fastsatt fra 1. januar 2017. Samtidig vurderer et offentlig utvalg ledet av Svein Gjedrem sentralbankloven og styringsstrukturen i Norges Bank, herunder alternative styrings- og selskapsmodeller for SPU. Erfaringen og utviklingen på disse områdene kan ha betydning for en eventuell senere utvidelse av investeringsuniverset til andre typer unoterte investeringer.

3.3 Retningslinjer for statsobligasjoner

3.3.1 Bakgrunn

Obligasjoner utgjør med virkning fra 1. januar i år 37,5 pst. av den strategiske referanseindeksen for SPU, mens resten består av aksjer. Av obligasjonsdelen utgjør statsobligasjoner 70 pst. og selskapsobligasjoner 30 pst. Obligasjoner har lavere forventet avkastning enn aksjer, men også lavere risiko, se avsnitt 3.1. Obligasjoner bidrar derfor til å dempe svingningene i fondets samlede verdi. I tillegg bidrar obligasjoner med likviditet. Det følger av mandatet fra Finansdepartementet at fondet i all hovedsak skal investeres i statsobligasjoner med lav kredittrisiko. Investeringene er derfor i hovedsak i høy- og mellominntektsland.

Norges Bank kan innenfor rammene i mandatet investere i alle omsettelige obligasjoner. Det er

gjort unntak for rentebærende instrumenter utstedt av land som er gjenstand for særlig omfattende FN-sanksjoner eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang, og der Norge har sluttet opp om tiltakene (statsobligasjonsunntaket). For tiden er Nord-Korea og Syria utelukket fra investeringsuniverset i henhold til denne bestemmelsen. Ved utgangen av tredje kvartal 2016 var fondet investert i statsobligasjoner i 53 land, med en samlet markedsverdi på i underkant av 2 000 mrd. kroner.

Ved behandlingen av fondsmeldingen for 2015 hadde Stortingets finanskomité følgende merknad, se Innst. 326 S (2015–2016):

«Komiteen mener det bør vurderes retningslinjer for fondets investeringer i statsobligasjoner som et verktøy for Norges Bank i vurderingen av finansiell risiko. Komiteen anmoder regjeringen om å be Norges Bank gjøre nærmere rede for sitt arbeid med godkjenning av investeringer i statsobligasjoner, herunder vurderinger av landrisiko og oppfølgingen av mandatbestemmelsen om å ta hensyn til statsfinansiell styrke. Som en del av dette bes Norges Bank utdype hvordan det tas hensyn til åpenhet og ansvarlighet i offentlige budsjettprosesser hos utstederlandene og risiko knyttet til illegitim gjeld, herunder hvorvidt rammeverk utviklet i IMF og OECD vil kunne være egnet i den forbindelse. Regjeringen bes om å komme tilbake med sine vurderinger i forbindelse med neste års fondsmelding. Komiteen viser videre til de siste års utvikling av denne type retningslinjer som et resultat av finanskrisen og den påfølgende gjeldskrisen i Europa. Komiteen påpeker samtidig at en ikke ønsker at slike retningslinjer skal føre til at fondet oppfattes som et utenrikspolitisk virkemiddel, og at objektive kriterier derfor legges til grunn.»

Som del av oppfølgingen av komiteens merknad ba Finansdepartementet om Norges Banks vurderinger i brev 29. juni 2016. Bankens synspunkter, noen internasjonale utviklingstrekk og departementets vurderinger følger nedenfor.

3.3.2 Norges Banks vurderinger

Norges Bank ga i brev henholdsvis 19. desember 2016 og 9. februar 2017 sine vurderinger av problemstillingene som ble tatt opp av finanskomiteen. Banken viser til mandatet fra Finansdepartementet og bestemmelsene om investeringsunivers for gjeldsinstrumenter (§ 3-1), krav om god-

kjenning av markeder og instrumenter (§ 4-10), krav om kredittvurdering av gjeldsinstrumenter (§ 3-5 tredje ledd) og krav om å ta hensyn til statsfinansiell styrke ved sammensetning av statsobligasjonsinvesteringene (§ 3-5 fjerde ledd). I brevene redegjøres det for hvordan disse bestemmelsene er fulgt opp.

Investeringsunivers for gjeldsinstrumenter

Norges Bank viser til at SPU kan investeres i alle omsettelige statsobligasjoner med unntak av land omfattet av det nevnte statsobligasjonsunntaket. SPU kan heller ikke investeres i obligasjoner utstedt av den norske stat eller i norske kroner.

Krav om godkjenning av markeder og instrumenter

Norges Bank skal i henhold til mandatet fra departementet godkjenne alle markeder og instrumenter det investeres i. For obligasjoner godkjennes markedet for den valutaen obligasjonen er utstedt i. Obligasjonstypen godkjennes som instrument. Eksempler på obligasjonstyper er statsobligasjoner i lokal valuta, statsobligasjoner i fremmed valuta og selskapsobligasjoner. For statsobligasjoner utstedt i lokal valuta gjennomgår banken - for landet hvor markedsplassen befinner seg - grundig forhold som lovgivende rammeverk, rettssikkerhet, korrupsjon, skattesystem og eventuelle begrensninger på utføring av kapital. For slike obligasjoner vil hjemlandet til markedsplassen normalt sammenfalle med utstederlandet. Formålet er å sørge for at investeringene er tilstrekkelig sikre. Banken viser til at eventuell risiko for at det kan stilles spørsmål ved legitimiteten av statsgjelden vil komme frem i denne sammenheng.

Banken skriver at:

«I arbeidet med å godkjenne et nytt marked eller instrument benytter banken flere eksterne kilder, som for eksempel World Bank's Worldwide Governance Indicators, Verisk Maplecroft, Economist Intelligence Unit, UNTAD Investment Policy Hub, Heritage Foundation/Wall Street Journal Economic Freedom World Ranking og Transparency International Corruption Perceptions Index. Banken innhenter i tillegg informasjon fra uavhengige juridiske rådgivere i det aktuelle landet.»

For statsobligasjoner utstedt i en fremmed valuta tar bankens godkjenning utgangspunkt i markedsplassen for obligasjoner i denne valutaen og det finansielle instrumentet statsobligasjoner. Det

er ingen godkjenning av landet som utsteder statsobligasjonen som sådan. Slike obligasjoner har, på samme måte som fondets andre obligasjonsinvesteringer, en kredittvurdering, se nedenfor.

Statsobligasjoner utstedt i fremmed valuta utgjorde ved utgangen av 3. kvartal 0,7 pst. av fondets obligasjonsinvesteringer, ifølge bankens brev. På samme tidspunkt var 31 valutaer godkjent for investeringer i statsobligasjoner. Antall valutaer har vært uendret siden 2013.

Banken mener at rammeverkene utarbeidet av IMF og OECD som finanskomiteen viser til, primært er laget for utstedere av statsgjeld og enheter som har ansvar for offentlige budsjettprosesser, og ikke for investorer i statsobligasjoner. Det vises også til IMF's og OECD's retningslinjer for offentlige budsjettprosesser. Bankens vurdering er at relevante punkter i disse retningslinjene allerede er ivarettatt gjennom bankens godkjenningsprosess, og at de gjenspeiles i kredittvurderingen til ulike utstedere.

Krav om kredittvurdering av gjeldsinstrumenter

Det følger av Finansdepartementets mandat at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at obligasjoner med høy risiko – kredittvurdering lavere enn «investment grade» – ikke utgjør mer enn 5 pst. av markedsverdien av fondets samlede investeringer i obligasjoner. Bestemmelsen skal legge til rette for at banken kan holde obligasjoner i beholdningen frem til forfall, selv om de skulle bli nedgradert. Ved utløpet av 2015 utgjorde obligasjoner med høy risiko om lag 2 pst. av markedsverdien av obligasjonsporteføljen.

Videre er det i mandatet stilt krav om at det skal foreligge en kredittvurdering for alle investeringer i gjeldsinstrumenter. Det foreligger i dag en eksternt kredittvurdering fra de tre største kredittvurderingsbyråene for alle fondets investeringer i statsobligasjoner. Banken skriver følgende:

«Kredittvurderingsbyråenes vektlegging av institusjonell kvalitet er spesielt relevant for spørsmålene banken er bedt om å gi innspill til. Både Moody's og Fitch vurderer institusjonell kvalitet med utgangspunkt i indikatorer fra Verdensbanken. Åpenhet, stabilitet, forutsigbarhet, ansvarlighet i offentlige prosesser og kvalitet i budsjettstyringen tillegges stor vekt av alle de tre byråene. Moody's vurderer i tillegg hvorvidt offentlig makt brukes til privat nytte som spesielt viktig. S&P vurderer om det kan reises spørsmål ved legitimiteten av gjeld

utstedt av tidligere myndigheter. Dersom dette er tilfellet, vil landet automatisk få laveste score på vurderingen av institusjonell kvalitet. Obligasjoner utstedt av land i denne kategorien vil bli vurdert som høyrisiko av S&P.»

Krav om å ta hensyn til statsfinansiell styrke

Sammensetningen av fondets referanseindeks for statsobligasjoner tar utgangspunkt i BNP-vekter. Dette innebærer at land som utsteder mer gjeld enn andre, alt annet like, vil få en lavere andel enn i en markedsvektet indeks.

Norges Bank skal ifølge mandatet søke å ta hensyn til statsfinansiell styrke i sammensetningen av investeringene i statsobligasjoner. Banken skriver at den for statsobligasjoner utstedt i euro har innført særskilte landfaktorer som innebærer at land med svake statsfinanser får en lavere vekt i porteføljen. For øvrige statsobligasjoner viser banken til at det er vanskelig å avvike fra BNP-vekter i statsdelen av fondets referanseindeks for obligasjoner uten å overskride rammen for avvik fra referanseindeksen (forventet relativ volatilitet) på 1,25 prosentenheter.

3.3.3 Internasjonale utviklingstrekk

Statsfinansielle kriser har oppstått en rekke ganger gjennom historien, blant annet som følge av kriger, revolusjoner og andre politiske hendelser. I kjølvannet av finanskrisen i 2008 fikk flere stater problemer med å betjene sin gjeld. Slike problemer oppstår gjerne i forbindelse med økonomiske tilbakeslag eller ved bankkriser, selv om grunnlaget ofte er lagt ved høye underskudd og opplåning før krisen oppsto. I nyere tid har det også vært tilfeller der regimer som er kommet til makten ikke anerkjenner eller ønsker å betjene gjeld opptatt av tidligere regimer. Begge tilfeller representerer en finansiell risiko for kreditorer.

Privatpersoner eller selskaper som ikke betjener sin gjeld eller finner andre løsninger med kreditorene, vil normalt bli slått konkurs. Lover og regler for konkurser finnes i de fleste land. Det bidrar til forutsigbarhet, avklaring og til å ivareta ulike interesser. For stater finnes det derimot ingen slike ordninger. I praksis håndteres slike situasjoner gjennom forhandlinger, blant annet ved hjelp av ulike fora som den såkalte Paris-klubben¹⁴.

De siste årene har det vært internasjonal interesse for å utarbeide bedre kjøreregler for statlig lånevirkksomhet. Norge har vært en pådriver i dette arbeidet. Et konkret resultat er

UNCTADs prinsipper for å understøtte ansvarlige statlige utlån og låneopptak. Prinsippene stiller blant annet krav om åpenhet, at långiver skal vurdere låneopptakets bærekraft, og at låntaker har formell myndighet til å inngå avtalen. Etterlevelse av prinsippene kan være mer utfordrende når låntakerne er land med svakt utviklet styresett. Prinsippene har fått støtte fra FNs generalforsamling og bilateral tilslutning fra flere land, herunder Tyskland og Norge. Finansdepartementet er kjent med at disse temaene for tiden også er til diskusjon i en arbeidsgruppe under G20.

Det daværende danske rådet for samfunnsansvar la i 2013 frem en veiledning om ansvarlige investeringer i statsobligasjoner. Rådet var tilknyttet Erhvervsstyrelsen, et direktorat under det danske næringsdepartementet. Bakteppet for rapporten var især flere danske institusjoners investeringer i statsobligasjoner utstedt av åtte afrikanske land. I veiledningen trekkes det opp to prinsipper for investeringer i statsobligasjoner. Det første er at internasjonale sanksjoner og forbud fra FN og EU alltid skal overholdes. Det andre er at investorer skal arbeide for at internasjonale prinsipper for samfunnsansvar skal etterleves, med henvisning til UNGP og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. I veiledningen rådes investorene også til åpenhet om sine investeringer og sitt arbeid med samfunnsansvar. Rapporten anerkjenner samtidig at statsobligasjoner utgjør en særskilt type investering, som ikke rommer de samme mulighetene for aktivt eierskap, engasjement og investorsamarbeid som for eksempel investeringer i aksjer.

3.3.4 Departementets vurderinger

Målet for forvaltningen av SPU er høyest mulig avkastning innenfor rammen av moderat risiko. Det er bred politisk enighet om at fondet ikke skal være et virkemiddel i utenriks- eller miljøpolitikken. Statsobligasjoner har lavere forventet avkastning enn aksjer, men bidrar til å dempe svingningene i fondets samlede verdi og til likviditet.

Forvaltningen av SPU skjer innenfor et mandat fastsatt av Finansdepartementet. Flere av bestemmelsene i mandatet omhandler investerin-

ger i statsobligasjoner. Det er blant annet krav til godkjenning av alle markeder og finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen, til kredittvurderinger og om å ta hensyn til statsfinansiell styrke. Videre er det krav om at forvaltningen skal legges opp med sikte på at minst 95 pst. av obligasjonene skal ha lav kredittrisiko, såkalt investment grade. Åpningen for en andel på inntil 5 pst. med høyere kredittrisiko innebærer at banken kan holde obligasjoner i beholdningen frem til forfall, selv om de skulle bli nedgradert. Fondet kan ikke investeres i obligasjoner utstedt av stater som er gjenstand for særlig omfattende FN-sanksjoner eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang rettet mot et bestemt land, og der Norge har sluttet opp om tiltakene. Videre gjelder mandatets bestemmelser om fondet som ansvarlig investor også for investeringene i obligasjoner.

Finansdepartementet har merket seg hvordan Norges Bank i sin operative forvaltning følger opp bestemmelsene i mandatet fra departementet. Redegjørelsen fra banken viser at det er etablert systemer og rutiner for å følge opp de problemstillingene finanskomiteen er opptatt av. Departementet deler bankens vurdering av at hensynet til finansiell risiko ved investeringer i statsobligasjoner må anses ivaretatt i dagens mandat. Departementet legger til grunn at Norges Bank jevnlig vurderer hvilke kilder og indikatorer det er hensiktsmessig å se hen til i den operative gjennomføringen av forvaltningen.

Noen stater utsteder obligasjoner i fremmed valuta. Banken kan i utgangspunktet investere i slike obligasjoner, men de inngår ikke i fondets referanseindeks. Mandatet stiller som nevnt krav om at banken skal *«godkjenne alle finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen og alle markeder som det investeres i»*, se § 4-10. Bestemmelsen krever ikke en eksplisitt godkjenning av det enkelte utstederland, såfremt det foreligger en kredittvurdering av obligasjonen og den utstedes i en valuta banken har godkjent. For obligasjoner utstedt i fremmed valuta foretar banken derfor ikke en særskilt vurdering av utstederlandet.

Finansdepartementet legger i denne meldingen opp til å endre mandatet (§ 4-10) slik at hovedstyret skal godkjenne hvert enkelt utstederland av statsobligasjoner. Det innebærer at det enkelte utstederland må godkjennes for statsobligasjoner utstedt i fremmed valuta. Godkjenningen skal baseres på en vurdering av finansiell risiko.

Finansdepartementet har merket seg de to prinsippene for investeringer i statsobligasjoner som det danske rådet for samfunnsansvar peker

¹⁴ Paris-klubben er et uformelt forum som består av representanter fra 22 av verdens største økonomier. Verdensbanken og IMF deltar også fast på møtene. Forumets rolle er å finne koordinerte og bærekraftige løsninger for låntakerland med betalingsproblemer, i form av restrukturering, inkludert ettergivelse, av gjeld ved behov. Forumet ble etablert i 1956. I tillegg til de faste medlemmene kan andre kreditorland delta i enkeltsaker på ad hoc-basis.

på i sin veiledning. For SPU del er det allerede i dag et statsobligasjonsunntak. I tillegg er det uttrykt i mandatet til Norges Bank at fondet skal forvaltes ansvarlig, basert blant annet på internasjonale prinsipper som OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, se boks 6.1. Etter departementets vurdering er dagens forvaltning av SPU godt i tråd med de to prinsippene som trekkes opp i nevnte veiledning.

Regjeringen er opptatt av at det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen av SPU. Som oppfølging av finanskomiteens merknad har Norges Bank redegjort for sitt arbeid med å følge opp bestemmelsene i mandatet fra departementet om investeringer i statsobligasjoner. Departementet legger opp til å endre mandatet for SPU slik at det stilles krav om at Norges Bank skal redegjøre for rutiner og systemer for godkjenning av utstedere av statsobligasjoner i årsrapporteringen om forvaltningen av fondet.

Finansdepartementets vurdering er at bestemmelsene i mandatet, sammen med de endringene som nå foreslås, på en god måte vil ivareta hensynene finanskomiteen viser til i sin merknad.

Finansdepartementet legger til grunn at Norge i internasjonale fora fortsatt vil støtte opp under utviklingen av bedre kjøreregler for statlig lånevirkksomhet. Departementet legger videre til grunn at Norges bidrag inn i dette arbeidet ivaretas på myndighetsnivå, ikke gjennom forvaltningen av SPU. Det er i tråd med at fondet ikke skal være et virkemiddel i utenrikspolitikken, noe finanskomiteen også viser til i sin merknad.

Ved en endring i aksjeandelen i SPU er det lagt opp til en gjennomgang av sammensetningen av referanseindeksen for obligasjoner, se avsnitt 3.1. Som del av en slik gjennomgang vil det være naturlig å se på flere forhold, herunder landrisiko, antall land det investeres i og mandatets krav om at banken skal søke å ta hensyn til statsfinansiell styrke i sammensetningen av investeringene i statsobligasjoner.

3.4 Reguleringen av investeringer i unotert eiendom

3.4.1 Bakgrunn

I 2008 ble det besluttet å åpne opp for unoterte eiendomsinvesteringer i SPU og at inntil 5 pst. av fondet skulle plasseres i en egen eiendomsportefølje. Det ble lagt til grunn at oppbyggingen av eiendomsinvesteringene skulle motsvares av en reduksjon i obligasjonsandelen i fondet. I tråd med dette endret Finansdepartementet i 2010

mandatet for forvaltningen av SPU til å tillate unoterte eiendomsinvesteringer. Norges Bank kjøpte den første eiendommen i 2011.

Finansdepartementet fastsatte en internasjonal, takstbasert eiendomsindeks (MSCI/IPD-indeksen) som avkastningsmål for eiendomsporteføljen. Mens referanseindeksene for aksje- og obligasjonsinvesteringene i SPU legger til rette for at risiko kan reduseres gjennom bred spredning av investeringene og danner grunnlaget for avkastnings- og risikomåling i disse aktivaklassene, er det ikke mulig å kjøpe en liten andel av alle eiendommene som inngår i MSCI/IPD-indeksen. Det gjør det utfordrende å måle avkastning og ramme inn risiko i unoterte eiendomsinvesteringer på tilsvarende måte som for noterte aksjer og obligasjoner. I reguleringen av eiendomsinvesteringene som ble fastsatt i 2010 ble derfor den faktiske eiendomsporteføljen inkludert i den strategiske referanseindeksen for SPU.

Et sentralt tema i fondsmeldingen for 2015 var om omfanget av unoterte eiendomsinvesteringer i SPU burde økes, og om reguleringen av slike investeringer burde endres. Vurderingene tok utgangspunkt i råd fra Norges Bank og en ekspertgruppe bestående av Stijn Van Nieuwerburgh, Richard Stanton og Leo de Bever. Både ekspertgruppen og banken pekte blant annet på at markedsrisikoen i eiendomsinvesteringene burde styres bedre, og at det valgte avkastningsmålet for disse investeringene var lite egnet.

Finansdepartementet la i fondsmeldingen for 2015 opp til å ta eiendomsporteføljen ut av den strategiske referanseindeksen for SPU. Det ble lagt vekt på at referanseindeksene for aksjer og obligasjoner er bedre egnet for å vurdere Norges Banks resultater i eiendomsforvaltningen enn MSCI/IPD-indeksen. Det ble vist til at resultatene med den nye reguleringen vil bli målt mot bredt sammensatte indekser som i utgangspunktet kan følges tett, og til lave kostnader. En slik regulering er i tråd med at det ikke finnes gode referanseindekser for unotert eiendom, og at forventet avkastning, som for andre strategier som innebærer avvik fra referanseindeksen, vil avhenge av forvalters fortrinn og valg av konkrete investeringer. Det ble samtidig vist til at sammensetningen av den strategiske referanseindeksen ville bli justert, slik at den samlede markedsrisikoen i SPU holdes om lag uendret.

Med bakgrunn i anbefalingene om bedre styring av markedsrisikoen i eiendomsinvesteringene, la Finansdepartementet opp til at alle eiendomsinvesteringer inkluderes i rammen for forventet relativ volatilitet på lik linje med andre

avvik fra referanseindeksen. Rammen for forventet relativ volatilitet på 1,25 prosentenheter ble forutsatt uendret. Det ble i tillegg lagt opp til en øvre begrensning av unoterte eiendomsinvesteringer på 7 pst. av kapitalen i SPU. Reguleringen innebærer at andelen unotert eiendom og innretningen av disse investeringene vil avgjøres av Norges Bank innenfor rammene fastsatt i mandatet fra departementet. Stortinget sluttet seg til endringene under sin behandling av meldingen, se innstilling 326 S (2015–2016).

I fondsmeldingen for 2015 ble det pekt på at en utfordring med den nye reguleringen av eiendomsinvesteringene er at det er vanskelig å anslå markedsrisikoen i unoterte investeringer. På denne bakgrunn ba Finansdepartementet Norges Bank i brev 24. juni 2016 om å gi råd om implementering av den nye reguleringen, herunder hvilken aksjeandel som er forenlig med å holde nivået på markedsrisikoen i SPU om lag uendret. Brevet ble omtalt i Nasjonalbudsjettet 2017. Banken oversendte sine råd og vurderinger i brev 10. oktober 2016.

Finansdepartementet fastsatte 20. desember 2016 ny regulering av eiendomsinvesteringer i mandatet for SPU, med virkning fra 1. januar 2017. Endringene i mandatet er basert på forslag sendt Norges Bank 23. november 2016 og bankens svarbrev 8. desember 2016. Mandatet for SPU og de omtalte brevene er tilgjengelige på departementets nettsider. Endringene som følger av den nye reguleringen er nærmere omtalt nedenfor.

3.4.2 Aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU

I fondsmeldingen for 2015 viste Finansdepartementet til ekspertgruppens analyser, som tyder på at verdiutviklingen i eiendomsinvesteringer er knyttet opp til verdiutviklingen i aksjemarkedet. Også Norges Bank har tidligere vist til at eiendomsinvesteringene påvirker samlet markedsrisiko i fondet.¹⁵ Når eiendomsporteføljen ikke lenger skal inngå i fondets strategiske referanseindeks, kan det tas hensyn til dette ved å endre aksjeandelen i referanseindeksen.

I sitt råd om ny regulering av eiendomsinvesteringer i brev 10. oktober 2016, viser Norges Bank til at avkastningen av en global portefølje av unoterte eiendomsinvesteringer ikke kan obser-

veres løpende i markedet. Markedsrisikoen i slike investeringer må derfor beregnes med utgangspunkt i mest mulig representative data (tidsserier). Basert på historiske data har banken forsøkt å anslå markedsrisikoen i unotert eiendom ved å beregne sammenhenger mellom avkastningen i aksjemarkedet og avkastningen av henholdsvis unoterte, globale eiendomsindekser og noterte eiendomsfond. I brevet viser banken til at resultatene av slike beregninger er avhengig av hvilke data som legges til grunn, tidsperioden sammenhengene beregnes over og tilgjengelig datafrekvens. Banken skriver at det derfor ikke finnes ett riktig svar på hvordan investeringer i unotert eiendom påvirker samlet markedsrisiko i referanseindeksen. Beslutningen om justering av aksjeandelen må derfor til en viss grad baseres på skjønn.

Norges Bank mener det vil være rimelig å legge til grunn at en global, diversifisert portefølje av unoterte eiendomsinvesteringer over tid vil ha en markedsrisiko, uttrykt ved svingninger i aksjemarkedet, på om lag 0,5. Dette innebærer at avkastningen av unoterte eiendomsinvesteringer forventes å svinge i samme retning, men ikke like mye, som avkastningen av det globale aksjemarkedet. Banken viser til at en slik vurdering stemmer godt overens med tilnærmingen i sammenliknbare fond banken har dialog med, og er på linje med funn i akademiske studier. Gitt en global, unotert eiendomsportefølje med verdi tilsvarende 5 pst. av SPU, tilsvarer anslaget en økning i aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen med 2,5 prosentenheter, til 62,5 pst., dersom den samlede markedsrisikoen skal holdes om lag uendret.

Finansdepartementet deler Norges Banks vurderinger av at det ikke finnes et entydig svar på hvordan investeringer i unotert eiendom påvirker samlet risiko i den strategiske referanseindeksen, og at en beslutning om justering av aksjeandelen derfor til en viss grad må baseres på skjønn. Departementet har merket seg at banken mener en aksjeandel på 62,5 pst. i den strategiske referanseindeksen vil bidra til at markedsrisikoen i en referanseindeks satt sammen av kun aksjer og obligasjoner vil være om lag på samme nivå som tidligere, gitt en global, unotert eiendomsportefølje med verdi tilsvarende 5 pst. av SPU.

Eiendomsporteføljen ble med virkning fra 1. januar 2017 tatt ut av den strategiske referanseindeksen for SPU. Med bakgrunn i Norges Banks vurderinger ble aksje- og obligasjonsandelene i den strategiske referanseindeksen for fondet satt til henholdsvis 62,5 pst. og 37,5 pst. med virkning fra samme dato.

¹⁵ Se Norges Banks brev 26. november 2015 til Finansdepartementet. Brevet er tilgjengelig på departementets nettsider.

Aksjeandelen i den *faktiske* referanseindeksen for SPU ble med virkning fra 1. januar 2017 justert med den implisitte aksjeeksponeringen i de unoterte eiendomsinvesteringene i fondet ved utgangen av 2016. Justeringen er ment å sikre en mest mulig kostnadseffektiv tilpasning til den nye strategiske referanseindeksen, og ble gjort i samråd med Norges Bank. For å ta hensyn til den nye aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen for SPU, fastsatte Finansdepartementet med virkning fra samme dato oppdaterte regler for tilbakevektning av den faktiske referanseindeksen, se avsnitt 2.1.

3.4.3 Risikoregulering, rapportering og andre endringer i mandatet for SPU

I mandatet for forvaltningen av SPU er det åpnet for at Norges Bank kan avvike fra referanseindeksen innenfor gitte risikorammer. Rammen for forventet relativ volatilitet er sentral. Den nye reguleringen av eiendom innebærer at de unoterte eiendomsinvesteringene skal inkluderes i rammen for forventet relativ volatilitet på lik linje med andre avvik fra referanseindeksen.

Norges Bank skriver i brev 10. oktober 2016 at kjøp og salg av eiendom fremover vil finansieres med salg og kjøp av både aksjer og obligasjoner. Det vises til at en «tilpasset finansieringsløsning», hvor verdipapirene som selges varierer med typen av eiendom, etter bankens syn er den beste måten å gjennomføre disse transaksjonene på. Banken begrunner dette med at disse salgene vil kunne gjennomføres på en måte som eliminerer valutarisikoen og begrenser markedsrisikoen. En tilpasset finansieringsløsning vil ifølge banken også være robust for endringer i sammensetningen av den faktiske referanseindeksen, og vil kunne justeres over tid ved endringer i markedsforholdene. Banken skriver videre at en slik tilpasset finansieringsløsning er den løsningen som best ivaretar hensynet til samlet avkastning og risiko i fondet, og ligger bak bankens forslag om et helhetlig rammeverk i brev 26. november 2015 til Finansdepartementet. Med bakgrunn i valg av en tilpasset finansieringsløsning, skriver banken at det er behov for å endre enkelte av bestemmelsene i mandatet for fortsatt å kunne styre, måle og rapportere om resultatene i forvaltningen på en relevant og konsistent måte.

Finansdepartementet har merket seg at Norges Bank mener en finansiering av unoterte eiendomsinvesteringer som er tilpasset den enkelte, konkrete investering, er den løsningen som best ivaretar hensynet til samlet avkastning og risiko i

SPU. Tilpassede salg og kjøp av aksjer og obligasjoner for å finansiere eiendomsinvesteringer, medfører at banken kan styre den samlede markeds- og valutarisikoen i SPU innenfor risikoramene fastsatt i mandatet fra departementet. Dette prinsippet, som innebærer at kjøp av enkeltaktiva finansieres med salg av andre enkeltaktiva innenfor rammene i mandatet, ligger til grunn også for andre strategier som innebærer avvik fra referanseindeksen. Departementet mener bankens valg av finansieringsløsning legger til rette for at eiendomsinvesteringene inkluderes i rammen for forventet relativ volatilitet på lik linje med andre avvik fra referanseindeksen.

Som Finansdepartementet skrev i fondsmeldingen for 2015, har Norges Bank tidligere vist til at avvikene mellom avkastningen av referanseindeksen for SPU og fondets investeringer på kort og mellomlang sikt kan bli noe større, når eiendomsinvesteringene omfattes av rammen for forventet relativ volatilitet, enn hva som til nå har vært tilfellet.

Norges Bank viser i brev 10. oktober 2016 til at det må beregnes en representativ tidsserie for fondets unoterte eiendomsinvesteringer for at disse skal kunne inngå i beregningene av forventet relativ volatilitet. Banken har vurdert tre ulike metoder for å beregne en slik tidsserie, med utgangspunkt i avkastningen av unoterte eiendomsindekser og noterte eiendomsfond. Banken vektlegger å kunne videreføre dagens estimeringsperiode og frekvens i beregningen av forventet relativ volatilitet, og mener det er hensiktsmessig å velge en metode som det er mulig å etterprøve for fagmiljøer utenfor banken. På dette grunnlaget har banken tatt i bruk en risikomodell utviklet av indeksleverandøren og konsultentselskapet MSCI (MSCI Barra PRE2). Modellen beregner avkastningsserier for de unoterte eiendomsinvesteringene i SPU basert på simuleringsteknikker og daglige priser for aksjer i noterte eiendomsfond. De beregnede avkastningsseriene innarbeides i målinger av forventet relativ volatilitet i SPU på lik linje med avkastningen av fondets noterte aksje- og obligasjonsinvesteringer.

Norges Bank har i tråd med mandatet § 4-3 annet ledd forelagt Finansdepartementet den fastsatte metoden for å beregne forventet relativ volatilitet i forvaltningen. Departementet har godkjent metoden.

I mandatet for SPU er det også fastsatt andre rammer og krav som er ment å begrense og spre den relative risikoen i forvaltningen, herunder i de unoterte eiendomsinvesteringene. Finansdepartementet har i all hovedsak videreført de sær-

skilte kravene til investeringer i unotert eiendom i den nye eiendomsreguleringen. Dette gjelder blant annet krav om at den unoterte eiendomsporteføljen skal være veldiversifisert geografisk, over sektorer og over eiendommer, samt krav om supplerende risikorammer. Samtidig er det fra 1. januar 2017 presisert i mandatet at supplerende risikorammer skal fastsettes av *Norges Banks hovedstyre*. Departementets vurdering er at de videreførte rammer og krav er i tråd med den valgte delegeringen av unoterte eiendomsinvesteringer, og at de bidrar til å ramme inn den relative risikoen i forvaltningen.

I tråd med at eiendomsporteføljen tas ut av den strategiske referanseindeksen for SPU og at alle eiendomsinvesteringer inkluderes i rammen for forventet relativ volatilitet, opphevet Finansdepartementet med virkning fra 1. januar 2017 bestemmelsen i mandatet om et eget avkastningsmål for eiendomsporteføljen.

Mandatet fra Finansdepartementet fastsetter en eierandelsbegrensning på 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap. Norges Bank foreslår i brev 10. oktober 2016 en videreføring av muligheten til å eie mer enn 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt eiendomsselskap, uavhengig av om selskapet er notert eller unotert. Banken begrunner dette med at muligheten til å kunne eie mer enn 10 pst. av aksjene i børsnoterte eiendomsselskap gir rom for å kunne vurdere ulike typer samarbeid med andre aktører. Det vises til at omfanget av investeringer i børsnoterte eiendomsselskap vil være begrenset og innenfor rammer fastsatt av hovedstyret.

Finansdepartementet har i det oppdaterte mandatet videreført muligheten til å eie mer enn 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i noterte eiendomsselskap. I mandatet § 3-5 tredje ledd er det stilt krav om at hovedstyret skal fastsette en ramme for hvor stor andel fondet kan eie av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt, notert eiendomsselskap. Hovedstyret har fastsatt en øvre ramme på 30 pst. eierandel i slike selskaper.

Det er stor offentlig interesse om resultatene i SPU, herunder resultatene av ulike strategier innenfor både aksje- og obligasjonsforvaltningen. Finansdepartementet fastsatte med virkning fra 1. februar 2016 mer detaljerte krav til Norges Banks offentlige rapportering om risiko og resultater i forvaltningen. Det er blant annet stilt krav om en særskilt redegjørelse for alle investeringsstrategier som medfører betydelige kostnader eller stor relativ risiko, rapportering om kildene til mer- og mindreavkastning i aksje- og obligasjonsporteføl-

jene og av inntekter og kostnader i forvaltningen. Det er også stilt krav om at hovedstyret skal vurdere resultatene i forvaltningen og rapportere om valg av investeringsstrategier som benyttes for henholdsvis aksje-, obligasjons- og eiendomsforvaltningen. Departementet legger vekt på at den offentlige rapporteringen kan understøtte lønnsomme, langsiktige strategier i forvaltningen, se omtalen av de nye rapporteringskravene i fondsmeldingen for 2015.

Norges Bank viser i brev 10. oktober 2016 til at en etablering av referanseporteføljer for de ulike delene av forvaltningen vil gjøre det mulig for hovedstyret å fastsette rammer for risikotaking for ulike deler av investeringsporteføljen, og danne grunnlaget for en relevant og konsistent rapportering av resultater i ulike deler av forvaltningen.

Finansdepartementet har i brev henholdsvis 23. november 2016 og 20. desember 2016 til Norges Bank, vist til at en legger til grunn at dagens referanseindekser for aksje- og obligasjonsporteføljene fortsatt skal danne grunnlaget for måling av og rapportering om resultatene i forvaltningen av SPU – også for aksje- og obligasjonsporteføljene separat. Resultatene i aksje- og obligasjonsforvaltningen måles mot bredt sammensatte indekser som i utgangspunktet kan følges tett, og til lave kostnader. Departementet har likevel merket seg at Norges Banks forslag til finansiering av eiendomsinvesteringer vil kunne ha betydning for målingen av differanseavkastning i aksje- og obligasjonsporteføljene. Departementet har på denne bakgrunn pekt på at eventuelle bidrag til differanseavkastning i aksje- og obligasjonsporteføljene fra finansiering av eiendomsinvesteringer bør rapporteres særskilt. Departementet er kjent med at endringen i regulering av eiendomsinvesteringer kan innebære brudd i enkelte rapporterte tidsserier, som ved andre omlegginger i mandatet. I brev 20. desember 2016 til Norges Bank har departementet vist til at det er stilt krav om offentliggjøring av beregningsmetoder og data, se mandatet § 6-3.

Norges Bank skriver i brev 10. oktober 2016 at den offentlige rapporteringen om avkastning og risiko i eiendomsporteføljen i 2016 ble utvidet med en egen eiendomsrapport (for 2015). Banken viser til at denne rapporten forsøker å gi et bredest mulig bilde av hvilke forhold det er som driver avkastningen på de unoterte eiendomsinvesteringene og typer av risiko de unoterte eiendomsinvesteringene er eksponert for. Banken skriver at den vil videreutvikle denne rapporten for å sikre størst mulig åpenhet om forvaltningen av unoterte eiendomsinvesteringer.

Finansdepartementet har merket seg at Norges Bank legger opp til å sammenlikne avkastningen av de unoterte eiendomsinvesteringene med avkastningen av et bredt sett av alternativer. Departementet legger til grunn at banken vil sammenlikne avkastningen med indekser fra MSCI/IPD, en indeks av noterte eiendomsselskap (såkalte «REITs»), referanseindeksen for SPU, og finansieringen av de unoterte eiendomsinvesteringene.

3.5 Organisering av investeringene i unotert eiendom

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

I tråd med finanskomiteens innstilling ba Finansdepartementet i brev 29. juni 2016 Norges Bank om å legge frem sine vurderinger. Norges Bank uttaler i brev 15. september 2016 at den ønsker å etablere en holdingstruktur i Norge, og at formålet særlig er å forenkle styring og kontroll av investeringene i unotert eiendom. Banken peker på at etablering av en norsk holdingstruktur vil legge til rette for en god og oversiktlig rapporteringsstruktur internt, og vil være med i tråd med Norges Banks sentraliserte styringsmodell hvor viktige beslutninger i forvaltningen av SPU tas i Norge. Finansdepartementet er i prinsippet enig med Norges Bank i at det er ønskelig at eiendomsinvesteringene organiseres i en norsk holdingstruktur eiet av Norges Bank. Saken reiser imidlertid komplekse problemstillinger som må utredes før Norges Bank kan beslutte hvordan investeringene i unotert eiendom i SPU skal organiseres. Finansdepartementet vil komme tilbake til saken.

3.6 Gjennomgang av Norges Banks forvaltning

I fondsmeldingen for 2009 varslet departementet at det legges opp til regelmessige gjennomganger

av Norges Banks forvaltning av SPU i begynnelsen av hver stortingsperiode. Det ble redegjort for slike evalueringer i fondsmeldingene både for 2009 og 2013, blant annet basert på analyser og vurderinger fra internasjonalt anerkjente eksperter innen kapitalforvaltning og vurderinger fra Norges Bank.

I fondsmeldingen for 2017, som legges frem våren 2018, tar departementet sikte på å gjennomgå bankens forvaltning av SPU på nytt. I tråd med Stortingets behandling av fondsmeldingen for 2015, se anmodningsvedtak nr. 761, 3. juni 2016, legges det opp til at gjennomgangen vil omfatte en vurdering av resultater, nytte og kostnader av ulike investeringsstrategier, både på kort og lang sikt.

3.7 Styringsstrukturen i Norges Bank

Utviklingen i investeringsstrategien og veksten i fondskapitalen stiller krav til god styring av og kontroll med forvaltningen av SPU. Norges Bank har bygd opp en kompetent organisasjon og over tid levert gode resultater i forvaltningen av fondet. Etter initiativ fra Regjeringen ble det i 2015 opprettet en ny stilling som visesentralbanksjef, som har fått særlig ansvar for kapitalforvaltningen. Regjeringen oppnevnte også et utvalg ledet av Svein Gjedrem som vurderer sentralbankloven og styringsstrukturen i Norges Bank. Under behandlingen av fondsmeldingen for 2015 ba Stortinget regjeringen om å utvide utvalgets mandat til også å omfatte en vurdering av alternative styrings- og selskapsmodeller for SPU. Finansdepartementet utvidet utvalgets mandat i brev 15. juni 2016, i tråd med Stortingets anmodningsvedtak. Fristen for å levere innstillingen ble samtidig utsatt fra 10. april 2017 til 30. juni 2017.

3.8 Investeringer i unoterte aksjer

I mandatet for forvaltning av SPU er det åpnet for at Norges Bank kan investere fondet i unoterte eiendomsselskaper¹⁶ og i aksjer i unoterte selskaper der styret har uttrykt en intensjon om børsnotering. Det er imidlertid ikke åpnet for at banken kan investere SPU i aksjer i unoterte selskaper på generelt grunnlag.

Aksjeinvesteringer i unoterte selskaper organiseres blant annet gjennom fondskonstruksjoner,

¹⁶ Se avsnitt 3.4 for en omtale av den nye reguleringen av unoterte eiendomsinvesteringer.

noe som skyldes at direkteinvesteringer i enkelt-selskaper ofte krever betydelige ressurser og spesialisert kompetanse. Mange store, institusjonelle investorer har investeringer i såkalte aktive eierfond – gjerne kalt «private equity» – der en ekstern forvalter med spesialkompetanse investerer i unoterte selskaper på vegne av et investor-kollektiv eller partnerskap.¹⁷ Målsettingen med slike fondskonstruksjoner er å høste en finansiell gevinst ved å ta ut underliggende verdier i selskapene gjennom et fremtidig salg eller en børsnotering.

Finansdepartementet har tidligere omtalt unoterte aksjeinvesteringer i SPU i fondsmeldingen for 2010, basert på råd fra Norges Bank, Strategirådet for SPU og en rapport utarbeidet av professor Ludovic Phalippou ved Universitetet i Oxford.¹⁸ Rådene var ikke entydige. Det ble blant annet pekt på at aktive eierfond har svært høye eksterne forvaltningskostnader og at investorer i slike fond i gjennomsnitt ikke har oppnådd meravkastning historisk, etter kostnader, sammenliknet med noterte investeringer. Rådene var basert på forskningsresultater som forelå på dette tidspunktet. I fondsmeldingen ble det samtidig trukket frem at store, langsiktige investorer kan oppar-

beide fortrinn innen unoterte investeringer. For investeringer i aktive eierfond innebærer slike fortrinn eksempelvis kompetanse i å identifisere de beste forvalterne og samtidig få tilgang til å investere hos disse.

I fondsmeldingen for 2010 konkluderte Finansdepartementet med ikke å åpne opp for unoterte aksjeinvesteringer i SPU, men at det kunne være naturlig å komme tilbake til spørsmålet på et senere tidspunkt. Departementet viste blant annet til at det var ønskelig å opparbeide erfaringer fra investeringer i unotert eiendom, at unoterte markeder var i utvikling og at en ny gjennomgang ville kunne bygge på nye forskningsresultater.

Finansdepartementet legger nå opp til å gjøre en ny vurdering av om det bør åpnes opp for unoterte aksjeinvesteringer i SPU og hvordan slike investeringer eventuelt vil kunne reguleres i mandatet til Norges Bank. I tråd med den overordnede finansielle målsettingen for fondet vil departementet legge til grunn vurderinger av forventet avkastning og risiko, samt vurderinger av mulighetene for at Norges Bank kan utnytte særtrekk ved SPU til å opparbeide fortrinn innen slike investeringer. Det tas sikte på å legge frem vurderingen i forbindelse med fondsmeldingen for 2017, som legges frem våren 2018. Som ledd i arbeidet vil departementet blant annet innhente råd og vurderinger fra Norges Bank.

¹⁷ Se omtale av aktivafordelingen i andre store fond i boks 3.1 og i NOU 2016: 20.

¹⁸ De mottatte rådene er tilgjengelige på Finansdepartementets nettsider.

4 Statens pensjonsfond Norge: strategi og resultater

4.1 Dagens investeringsstrategi

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

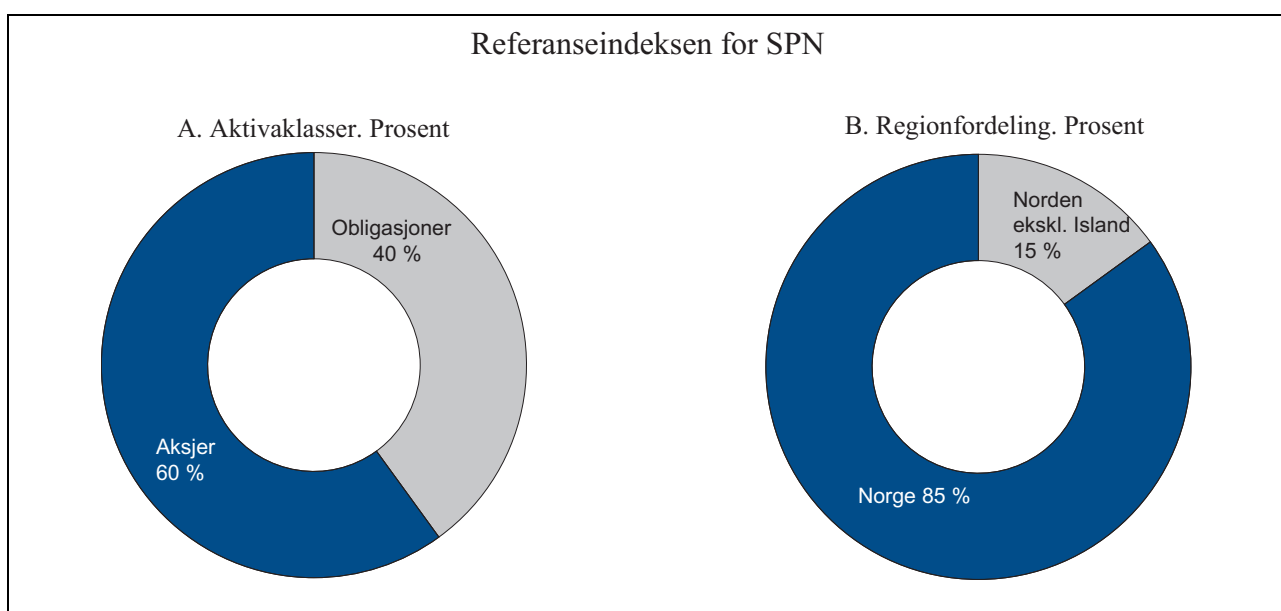
Folketrygdfondet skal over tid oppnå høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Investeringsstrategien for SPN fremgår av mandatet fra Finansdepartementet, og er uttrykt ved valg og sammensetning av referanseindeks. Forvaltningen rammes i tillegg inn ved blant annet ulike risikorammer. Referanseindeksen for SPN består av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner, med en andel på 85 pst. i Norge og 15 pst. i Norden for øvrig utenom Island, se figur 4.1.

Fondets særtrekk, som størrelse og langsiktighet, skiller SPN fra mange andre investorer i det norske og nordiske kapitalmarkedet. Størrelse gir blant annet mulighet til å utnytte størrelsesfordeler i forvaltningen. Fondets relative størrelse i det norske kapitalmarkedet innebærer samtidig at det er krevende å gjøre store

endringer i sammensetningen av investeringene i løpet av kort tid. Fondets lange horisont legger til rette for å utnytte langsiktige forvaltningsstrategier, som å opptre motsyklisk og høste tidsvarierende risikopremier, innenfor den overordnede finansielle målsettingen.

Regler om tilbakevektning (rebalansering) er en del av investeringsstrategien for SPN. Tilbakevektning innebærer at fondet kjøper seg opp i den aktivaklassen som har hatt svakest verdiutvikling for å opprettholde den faste fordelingen mellom aksjer og obligasjoner fastsatt i mandatet. For å unngå markedspåvirkning, samt å sikre en forsvarelig gjennomføring av forvaltningsoppdraget, er de detaljerte reglene for tilbakevektning unntatt offentlighet.

Folketrygdfondet avviker fra referanseindeksen, innenfor gitte rammer. Formålet er å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og å oppnå meravkastning over tid. Rammen for forventet relativ volatilitet, som sier noe om hvor mye avkastningen av SPN normalt vil kunne forventes å avvike fra referanseindeksen, er sentral. Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen



Figur 4.1 Strategisk referanseindeks for SPN

Kilde: Finansdepartementet.

med sikte på at annualisert forventet relativ volatilitet ikke overstiger tre prosentenheter. I tillegg er det fastsatt krav om supplerende risikorammer for forvaltningen.

Mandatet for SPN åpner for investeringer i unoterte selskaper i de tilfeller hvor selskapets styre har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert markeds plass. Det er ikke åpnet for at SPN på generelt grunnlag kan investeres i unoterte eiendeler som eiendom og infrastruktur, se omtale i fondsmeldingen for 2015.

4.2 Resultater

4.2.1 Markedsutvikling

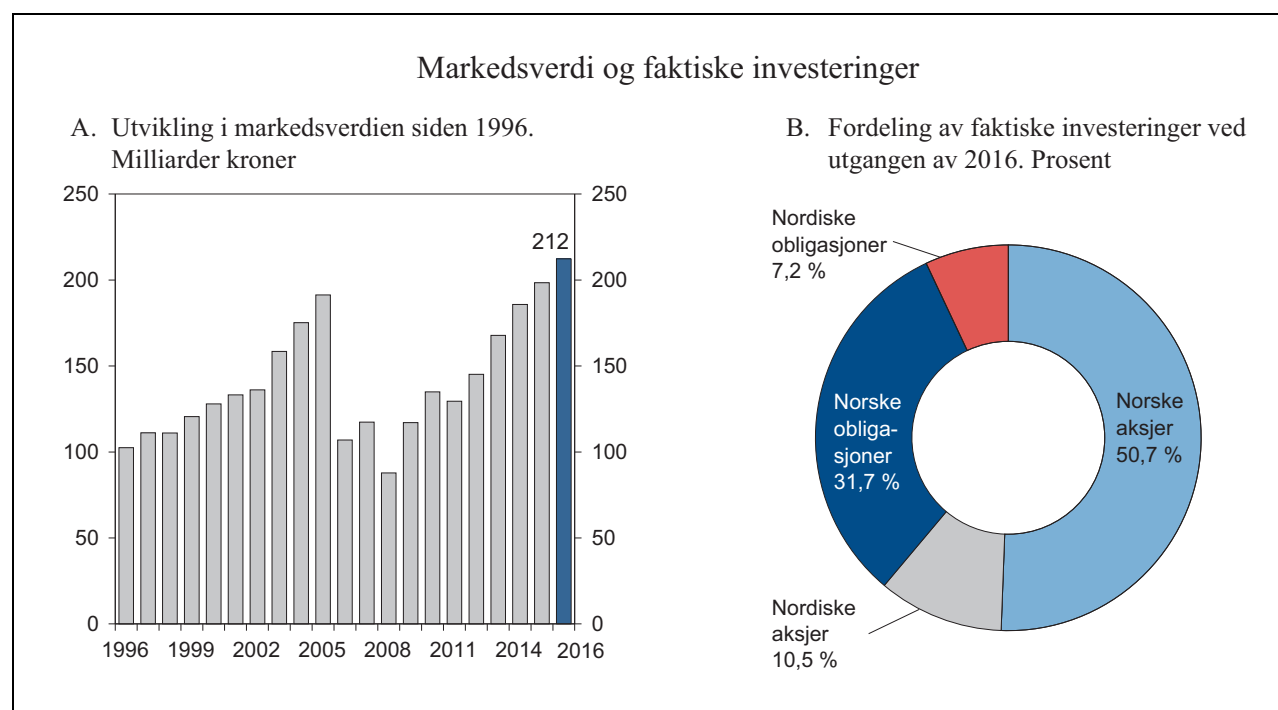
Det norske aksjemarkedet hadde en positiv utvikling i 2016. Hovedindeksen ved Oslo Børs steg 12,1 pst. Utviklingen i de øvrige nordiske aksjemarkedene SPN er investert i var noe svakere. Målt i lokal valuta steg aksjemarkedene i Sverige og Finland henholdsvis 9,2 pst. og 7,8 pst., mens aksjemarkedet i Danmark falt 9,8 pst.¹

¹ Avkastningen av det svenske, finske og danske aksjemarkedet i 2016 tar utgangspunkt i henholdsvis OMXSB-, OMXHB- og OMXCB-indeksen.

Rentene på norske og nordiske statsobligasjoner med lang tid til forfall falt i første halvår av 2016, men økte betydelig mot slutten av året. Ved utgangen av 2016 var renten på norske tiårige statsobligasjoner om lag 1,7 pst. Renten på tilsvarende obligasjoner utstedt av Danmark, Finland og Sverige var lavere. Private selskaper må normalt betale en høyere rente enn staten for å låne penger, såkalt kredittpåslag. Dette påslaget falt i 2016, spesielt for obligasjonslån utstedt av industribedrifter og banker.

4.2.2 Markedsverdi

SPN hadde ved utgangen av 2016 en markedsverdi på 212 mrd. kroner, se figur 4.2A. Det er en økning på nærmere 14 mrd. kroner etter fradrag for forvaltningskostnader, sammenliknet med verdien ved inngangen til året. Fondets aksjeportefølje hadde på samme tid en markedsverdi på om lag 130 mrd. kroner, hvorav verdien av aksjer i norske selskaper var 107 mrd. kroner og verdien av aksjer i de øvrige nordiske landene SPN er investert i var 22 mrd. kroner. Obligasjonsporteføljen hadde en verdi på om lag 83 mrd. kroner, som var fordelt på 67 mrd. kroner i obligasjoner fra utstedere i Norge og 15 mrd. kroner i obliga-



Figur 4.2 Markedsverdien av SPN siden 1996 og fordelingen av faktiske investeringer ved utgangen av 2016¹

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

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Tabell 4.1 Avkastning av SPN i 2016, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2016, målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2016	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2016
<i>SPN</i>					
Faktisk portefølje	7,06	8,21	10,46	7,17	7,30
Referanseindeks	5,89	6,95	9,80	6,05	6,74
Meravkastning (prosent-enheter)	1,17	1,26	0,66	1,12	0,56
<i>Aksjer¹</i>					
Faktisk portefølje	10,46	10,33	13,89	6,53	8,33
Referanseindeks	8,66	8,40	13,16	4,93	6,92
Meravkastning (prosent-enheter)	1,79	1,93	0,73	1,60	1,41
<i>Obligasjoner²</i>					
Faktisk portefølje	2,17	4,90	5,17	6,17	5,89
Referanseindeks	1,82	4,52	4,51	5,41	5,65
Meravkastning (prosent-enheter)	0,35	0,37	0,66	0,76	0,23
<i>Realavkastning</i>					
Inflasjon	3,55	2,59	2,11	2,09	2,09
Kostnader	0,09	0,08	0,09	0,08	0,05
Netto realavkastning	3,31	5,40	8,09	4,89	5,06

¹ Første nordiske aksjeinvestering ble gjort i mai 2001.

² Første nordiske obligasjonsinvestering ble gjort i februar 2007.

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

sjoner fra utstedere i andre nordiske land.² Fordeelingen av investeringene i SPN ved utgangen av 2016 er vist i figur 4.2B.

4.2.3 Avkastning

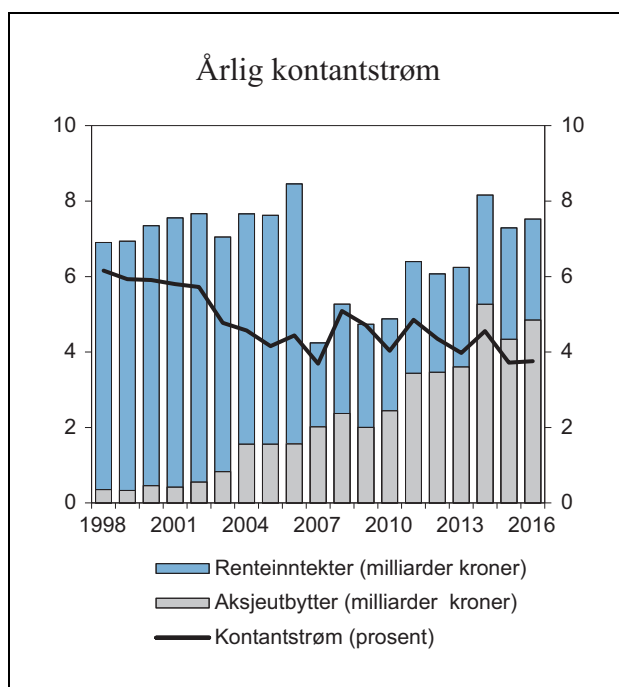
Avkastningen av SPN i 2016 var 7,1 pst. målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader, se tabell 4.1. Det var positiv avkastning i både

aksje- og obligasjonsporteføljen. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig avkastning av SPN vært 7,3 pst. Det tilsvarer en gjennomsnittlig årlig realavkastning etter kostnader på 5,1 pst.

Den norske kronen styrket seg mot euro og svenske og danske kroner i 2016. Det medførte at avkastningen av SPNs investeringer i Finland, Sverige og Danmark var lavere målt i norske kroner enn i lokal valuta.

Obligasjonsinvesteringene i SPN gir løpende renteinntekter til fondet. Også aksjeinvesteringene gir inntekter, siden mange selskaper utbetaler utbytte til aksjonærene. Sammen utgjør disse kontantstrømmene, med tillegg av såkalte omvur-

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



Figur 4.3 Utvikling i årlig kontantstrøm i SPN. Milliarder kroner og som andel av gjennomsnittlig fondsverdi¹

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

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

deringer eller endringer i aksje- og obligasjonskurser, avkastningen av SPN. I 2016 var summen av aksjeutbytter og renteinntekter 7,5 mrd. kroner, eller om lag 3,8 pst. målt som andel av gjennomsnittlig verdi av SPN, se figur 4.3. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig kontantstrøm i SPN tilsvart 4,7 pst., målt som andel av gjennomsnittlig verdi av fondet.

Aksjer

Avkastningen av aksjeporteføljen i SPN var 10,5 pst. i 2016, se tabell 4.1. Økte priser på olje og laks bidro til at det var høyest avkastning av aksjeinvesteringene i selskaper innen henholdsvis energi- og konsumvaresektorene. Aksjeinvesteringene i selskaper innen forbruksvare- og helsevernsektorene ga lavest avkastning. Aksjer i nordiske selskaper hadde i gjennomsnitt lavere avkastning enn aksjer i norske selskaper. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig avkastning av aksjeporteføljen vært 8,3 pst.

Obligasjoner

Avkastningen av obligasjonsporteføljen i SPN var 2,2 pst. i 2016. Det var høyest avkastning av investeringene i ansvarlige lån og i høyrenteobligasjoner utstedt av industriselskaper. Investeringer i obligasjoner utstedt av stat og øvrig offentlig sektor ga lavest avkastning. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig avkastning av obligasjonsporteføljen vært 5,9 pst.

Rentenivået er noe høyere i Norge enn i de øvrige nordiske landene. Det bidrar til høyere renteinntekter fra de norske obligasjonene i obligasjonsporteføljen. Renteendringer medfører samtidig omvurderinger av obligasjonsverdiene. Jo lengre løpetid en obligasjon har, desto større blir omvurderingen som følge av en gitt renteendring. For en obligasjonsportefølje benyttes gjerne målet *durasjon*, som angir gjennomsnittlig løpetid for alle obligasjonene i porteføljen basert på en vektning av fremtidige rente- og kupongutbetalinger. Jo lengre durasjon, desto større kurstap eller kursgevinster i obligasjonsporteføljen ved henholdsvis renteøkninger og rentefall. Ved utgangen av 2016 hadde obligasjonsporteføljen i SPN en durasjon på 4,8 år, om lag som for referanseindeksen. Renten på femårige norske statsobligasjoner økte noe i 2016. Det bidro isolert sett til kurstap på norske obligasjoner. Renter på tilsvarende svenske, danske og finske statsobligasjoner falt i 2016, noe som isolert sett bidro til kursgevinster på obligasjoner utstedt i de øvrige nordiske landene.

Reduserte kredittpåslag i 2016 bidro isolert sett til kursgevinster på obligasjoner utstedt av private selskaper.

4.2.4 Meravkastning i forvaltningen

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

Avkastningsforskjellen mellom de faktiske investeringene og referanseindeksen omtales som brutto meravkastning, og er et mål på de resultater som Folketrygdfondet har oppnådd i forvaltningen av SPN. Dette resultatmålet reflekterer arbeidsdelingen mellom departementet og Folketrygdfondet på en god måte, og er også et rimelig anslag på netto verdiskaping i forvaltningen. Se fondsmeldingen for 2015 for en nærmere omtale

av brutto meravkastning som resultatmål for forvaltningen.

Meravkastning i 2016

Folketrygdfondet oppnådde i 2016 en avkastning av SPN som var 1,2 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen, se tabell 4.1. Meravkastningen skyldes en noe annen sammensetning av investeringene i SPN enn referanseindeksen. I 2016 var avkastningen av aksjeporteføljen 1,8 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for aksjer, mens avkastningen av obligasjonsporteføljen var 0,3 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen for obligasjoner. Fordelt på sektorer var det aksjer i selskaper innen energi- og konsumvaresektoren som bidro mest til meravkastningen i aksjeforvaltningen, mens kredittpremier fra obligasjonslån innen bank- og finanssektoren og høyrenteobligasjoner utstedt av industribedrifter bidro mest til meravkastningen i obligasjonsforvaltningen. Inntekter fra utlån av verdipapirer til andre investorer bidro også til meravkastningen. Bidragene til samlet meravkastning fra ulike investeringsstrategier er omtalt i avsnitt 4.2.8.

Meravkastning over tid

Finansdepartementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra forvaltningen av SPN på 0,25–0,5 prosentenheter. Siden januar 1998 har Folketrygdfondet oppnådd en gjennomsnittlig årlig avkastning av SPN som er 0,6 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Den oppnådde brutto meravkastningen i SPN i perioden januar 1998–2016 kan anslås å tilsvare nærmere 12 mrd. kroner, hvorav over 10 mrd. kroner skyldes meravkastning i aksjeporteføljen.³ Figur 4.4 viser utviklingen i brutto meravkastning.

³ Brutto meravkastning i milliarder kroner er beregnet ved å multiplisere meravkastningen i hver måned med kapitalen ved inngangen til måneden, for deretter å summere over alle månedene. Beregningen tar følgelig ikke med effekten av rentes-rente. En tidvis noe annen fordeling mellom aksjer og obligasjoner i SPN enn i referanseindeksen i perioden 1998–2006, såkalte allokeringseffekter, innebærer at akkumulert meravkastning for SPN er noe høyere enn summen av akkumulert meravkastning i aksje- og obligasjonsporteføljene. Deler av allokeringseffektene skyldes at Folketrygdfondets rammer for forvaltningen av SPN i denne perioden var fastsatt med utgangspunkt i bokført verdi av aktivaene, ikke markedsverdi.

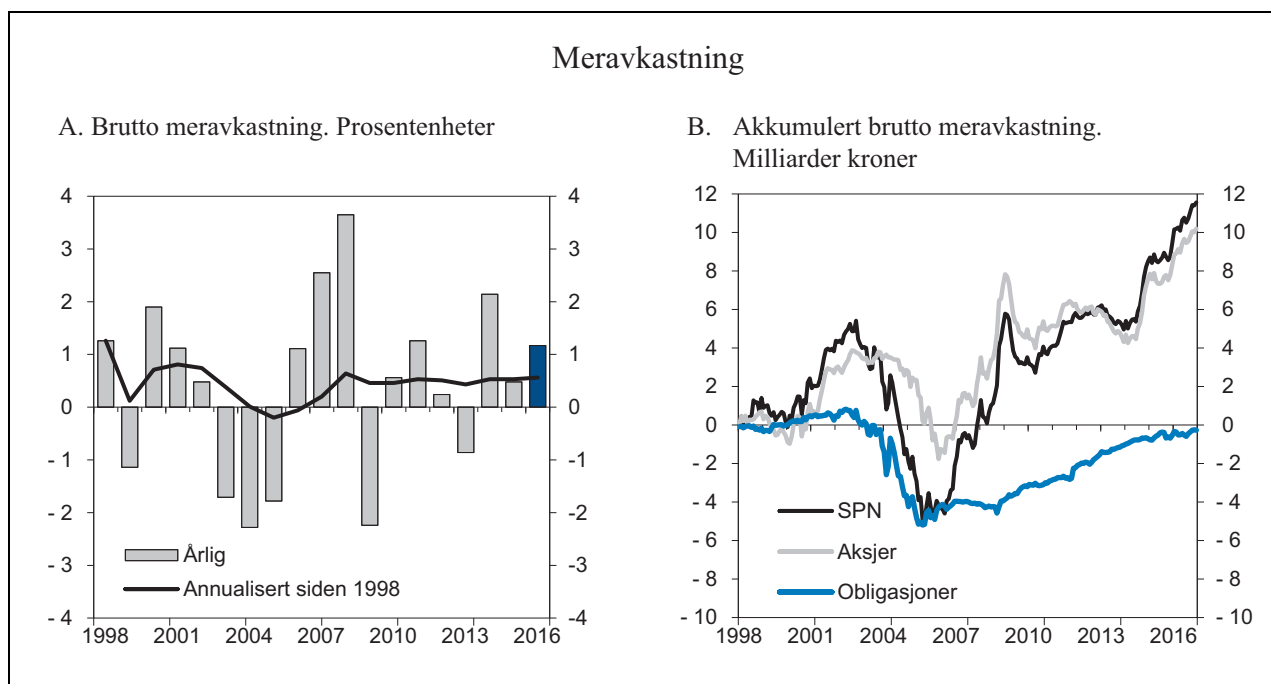
4.2.5 Risikojustert avkastning

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

I finanslitteraturen benyttes ulike modeller og måltall for å vurdere meravkastning i forhold til risikoen som forvalter har tatt, herunder *informasjonsraten* og *Sharpe-raten*. I litteraturen benyttes også modeller for å forklare historiske resultater der en skiller mellom avkastning forvalter oppnår gjennom å ta systematisk risiko og avkastning som skyldes andre avvik. Det er stor usikkerhet forbundet med slike metoder, se omtale i fondsmeldingen for 2015. Finansdepartementet gjennomgår regelmessig forvaltningen av SPN, hvor risikotakingen analyseres og vurderes. Analysene av risikotaking i de siste gjennomgangene av forvaltningen av SPN tyder på at Folketrygdfondets oppnådde meravkastning ikke kan forklares med økt systematisk risikotaking.

Sharpe-rate

Sharpe-raten måler forholdet mellom avkastningen av SPN utover en risikofri plassering av kapitalen og den absolutte risikoen i fondet. I 2016 oppnådde Folketrygdfondet en Sharpe-rate for SPN som var 0,2 høyere enn for referanseindeksen, se tabell 4.2 og figur 4.5A. Det tyder på at Folketrygdfondets forvaltning bidro til bedre betaling for risikoen i SPN, sammenliknet med å investere i tråd med referanseindeksen. Målt over perioden siden januar 1998 er forskjellen mellom Sharpe-raten for SPN og referanseindeksen 0,1. Den høyere Sharpe-raten for SPN sammenliknet med referanseindeksen følger av at Folketrygdfondet over tid har oppnådd meravkastning, sam-



Figur 4.4 Brutto meravkastning (differanseavkastning) av Folketrygdfondets forvaltning av SPN i 2016 og siden 1998

tidig som forvaltningen har bidratt til lavere absolutt risiko i fondet enn i referanseindeksen.

Informasjonsrate

Informasjonsraten måler meravkastningen Folketrygdfondet har oppnådd i forvaltningen i forhold til den relative risikoen. I 2016 var informasjonsraten for SPN 2,1, se tabell 4.2 og figur 4.5B. Det betyr at hver prosentenheter relativ risiko i gjennomsnitt ble kompensert med 2,1 prosentenheter meravkastning. Målt på denne måten bidro Folketrygdfondets forvaltning til at SPN fikk svært godt betalt for den relative risikoen som ble tatt både i aksje- og obligasjonsporteføljen. Siden januar 1998 har Folketrygdfondet oppnådd en informasjonsrate for SPN på 0,4. Fondet har i denne perioden fått om lag like godt betalt for den relative risikoen i både aksje- og obligasjonsporteføljen.

4.2.6 Risiko og rammer

Absolutt risiko

Folketrygdfondet har beregnet at *forventede svingninger* i avkastningen av SPN ved utgangen av 2016 var 7,9 pst., målt ved årlig standardavvik. Det tilsvarer forventede svingninger i verdien av SPN på om lag 17 mrd. kroner. Under en antakelse om normalfordelte avkastningstall forventes

svingningene i ett av tre år å være større enn ett standardavvik.

Absolutt volatilitet i SPN og i aksje- og obligasjonsporteføljene, basert på faktiske månedlige avkastningstall, viser at *historiske svingninger* i SPN har vært lavere enn svingningene i referanseindeksen, se figur 4.6A. Folketrygdfondets forvaltning har dermed historisk bidratt til å redusere svingningene i avkastningen av SPN. Samtidig viser figuren at svingningene i referanseindeksen i stor grad bestemmer avkastningssvingningene i fondet. I forbindelse med gjennomgangen av Folketrygdfondets forvaltning av SPN, omtalt i fondsmeldingen for 2014, viste Finansdepartementets beregninger at over 98 pst. av svingningene i avkastningen av SPN i perioden januar 1998–2014 kunne forklares av svingninger i avkastningen av referanseindeksen. Andelen av svingningene som kan forklares av svingninger i referanseindeksen har økt over tid.

Relativ risiko

Ved utgangen av 2016 var *forventet relativ volatilitet* i SPN 0,6 prosentenheter, om lag som ved inngangen til året. Folketrygdfondet utnytter dermed en liten andel av rammen på 3 prosentenheter fra Finansdepartementet.

Realisert relativ volatilitet er et uttrykk for den historiske relative risikoen i SPN, målt ved sving-

Tabell 4.2 Risiko og risikojustert avkastning i SPN i 2016, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2016. Årlige tall basert på månedlige observasjoner¹

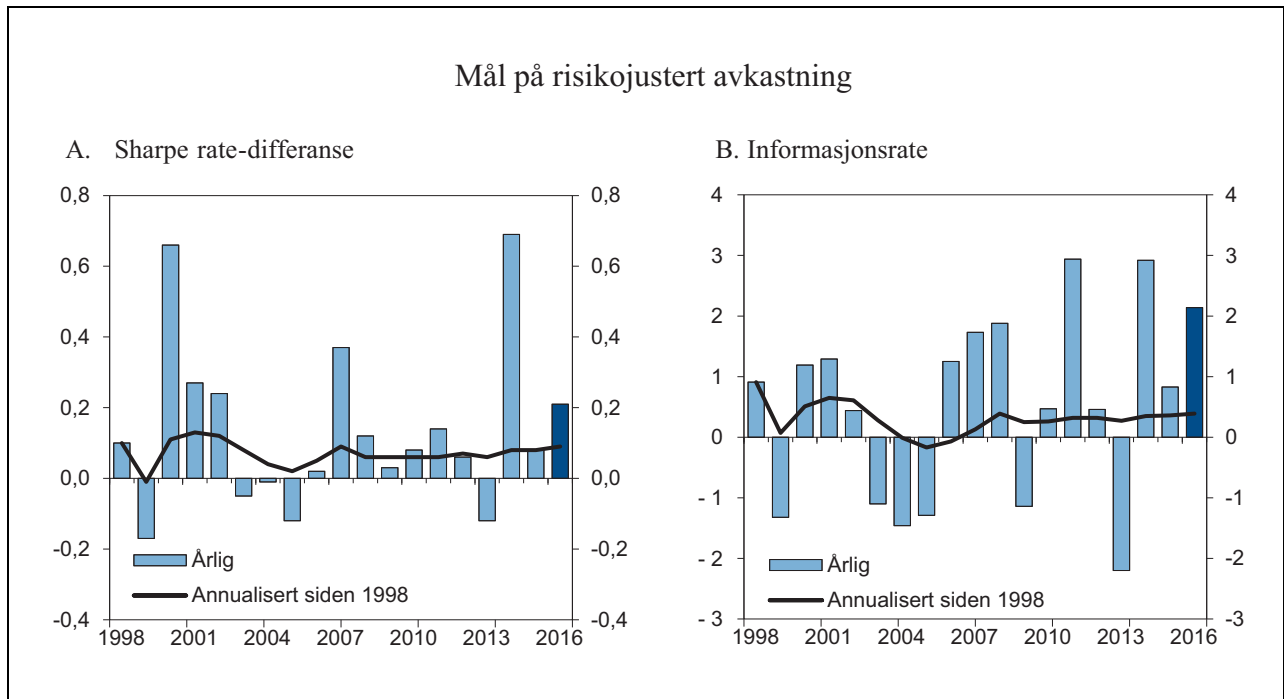
	2016	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2016
<i>SPN</i>					
Absolutt volatilitet faktisk portefølje (pst.)	6,33	5,66	6,26	10,58	8,19
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	6,65	5,94	6,50	11,21	8,74
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,51	0,59	0,56	1,19	1,21
Sharpe rate-differanse	0,21	0,26	0,14	0,12	0,09
Informasjonsrate	2,14	1,98	1,05	0,83	0,39
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet faktisk portefølje (pst.)	11,07	9,66	10,55	18,59	19,64
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	11,48	10,15	10,93	19,74	20,88
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,69	0,92	0,91	2,03	3,47
Sharpe rate-differanse	0,17	0,22	0,10	0,08	0,07
Informasjonsrate	2,34	1,87	0,67	0,63	0,30
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet faktisk portefølje (pst.)	2,25	2,26	2,29	2,64	2,56
Absolutt volatilitet referanseindeks (pst.)	2,42	2,35	2,41	2,66	2,85
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,44	0,40	0,40	0,66	0,76
Sharpe rate-differanse	0,19	0,22	0,34	0,28	0,17
Informasjonsrate	0,77	0,89	1,55	1,09	0,28

¹ Folketrygdfondet benytter i sin rapportering ukentlige observasjoner som grunnlag for beregning av relativ volatilitet, Sharpe rate-differanse og informasjonsrate i 2016, og korrigerer ikke for antall frihetsgrader. Det gir i noen tilfeller avvik sammenliknet med Finansdepartementets beregninger.

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

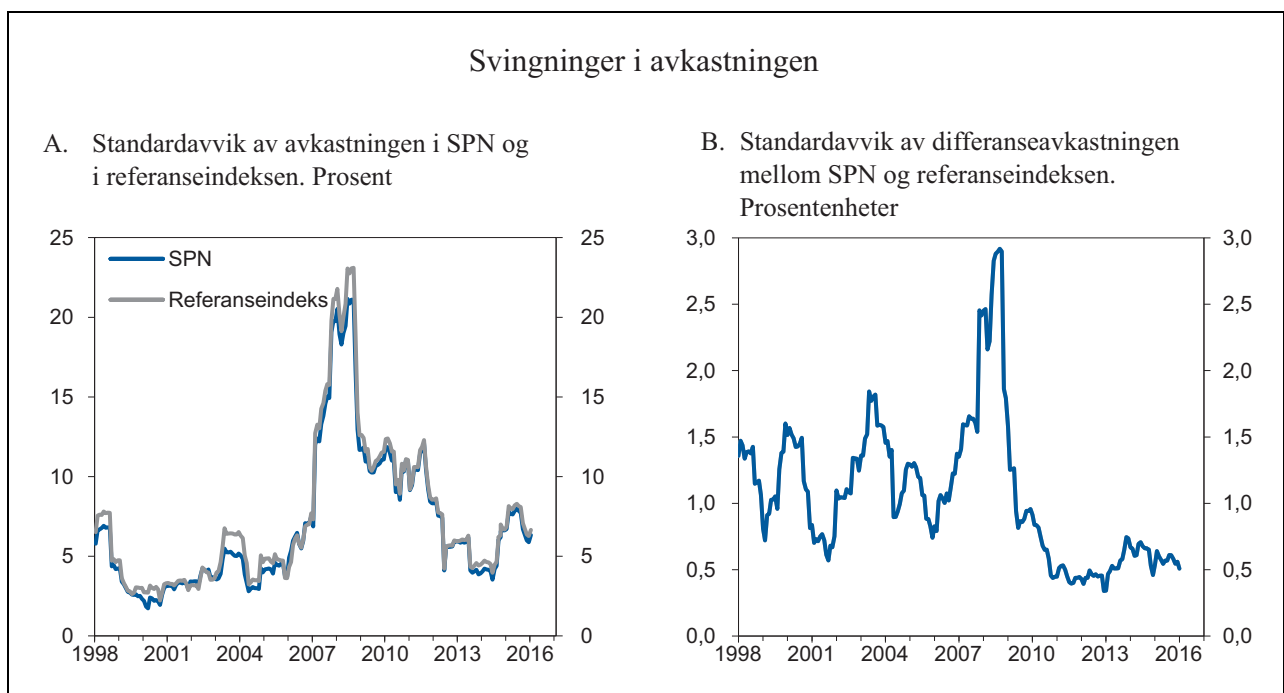
ninger i meravkastningen. Det siste året har svingningene i avkastningsforskjellen mellom SPN og fondets referanseindeks vært om lag 0,5 prosentenheter, se figur 4.6B. Bidragene til realisert forventet volatilitet fra ulike investeringsstrategier er omtalt i avsnitt 4.2.8. Både forventet og

realisert relativ volatilitet var ved utgangen av 2016 på et lavt nivå sammenliknet med gjennomsnittet siden januar 1998. Dette samsvarer med analysene som viser at svingninger i avkastningen av referanseindeksen forklarer en stor og økende del av avkastningen av SPN.



Figur 4.5 Risikojustert avkastning for SPN. Årlig og siden 1998

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.



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

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Relativ volatilitet påvirkes generelt av flere faktorer, inkludert svingninger i markedet. I perioder med store markedsbevegelser må en derfor regne med at relativ volatilitet vil øke, selv uten endringer i sammensetningen av investeringene. I fondsmeldingen for 2014 ble det gitt en nærmere omtale av forhold som påvirker den målte relative volatiliteten.

Kredittrisiko

Basert på markedsverdien av og kredittkarakteren⁴ til obligasjonslånene i porteføljen, kan det beregnes en samlet verdivektet kredittkvalitet for SPNs obligasjonsinvesteringer. I 2016 var verdivektet kredittkvalitet i obligasjonsporteføljen, målt ved kredittkarakter, AA. Verdivektet kredittkvalitet var uendret sammenliknet med inngangen til året. Folketrygdfondet har i 2016 samtidig økt andelen lån i obligasjonsporteføljen med lavest kredittkvalitet, såkalte høyrenteobligasjoner.

Høyrenteobligasjoner inngår ikke i referanseindeksen for SPN. Finansdepartementet har i mandatet for forvaltningen av SPN åpnet for at Folketrygdfondet kan investere i høyrenteobligasjoner, innenfor en ramme.⁵ Ved utgangen av 2016 utgjorde høyrenteobligasjoner 7,4 pst. av markedsverdien av selskapsobligasjonene i SPN, eller 5,4 pst. av obligasjonsporteføljen samlet sett. Det er godt innenfor rammen fra departementet.

Enkeltinvesteringer

SPN skal være en finansiell investor, og det er et mål å spre risikoen på mange ulike verdipapirer. Finansdepartementet har fastsatt i mandatet for forvaltningen av SPN at fondet maksimalt kan eie inntil 15 pst. av aksjekapitalen eller egenkapitalbevisene i ett enkelt selskap i Norge, og inntil 5 pst. i ett enkelt selskap i Sverige, Danmark og Finland. Ved utgangen av 2016 var den største eierandelen i ett enkelt selskap i Norge 13,8 pst., mens den var 1,5 pst. i de øvrige nordiske landene SPN er investert i.

⁴ Standard & Poor's skala for kredittkvalitet er AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D, hvor AAA er beste karakter. Obligasjoner med kredittkarakter AAA til og med BBB anses å ha høy kredittverdighet og kalles med et samlebegrep «investment grade». Obligasjoner med lavere kredittkarakter anses for å ha lav kredittverdighet og kalles høyrenteobligasjoner eller «high yield».

⁵ Høyrenteobligasjoner skal under normale markedsforhold ikke utgjøre mer enn 25 pst. av netto markedsverdi av obligasjonsporteføljen, justert for netto markedsverdi av statsobligasjonene.

4.2.7 Forvaltningskostnader

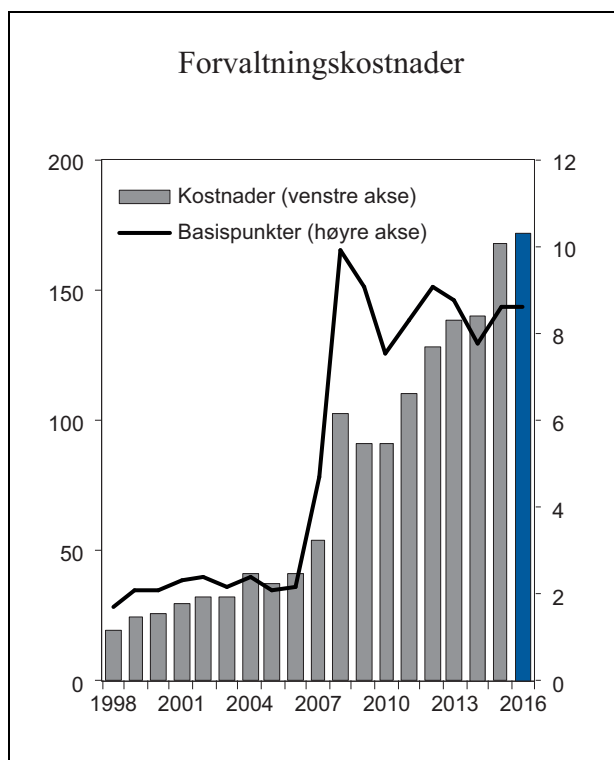
Folketrygdfondet får dekket faktiske årlige forvaltningskostnader for SPN innenfor en ramme fastsatt av Finansdepartementet. For 2016 ble det fastsatt en kostnadsramme på 177 mill. kroner, inkludert investeringer. Folketrygdfondets forvaltningskostnader for SPN utgjorde 171,7 mill. kroner, inkludert et utbytte på 0,7 mill. kroner til staten. Målt som andel av gjennomsnittlig kapital til forvaltning i 2016 utgjorde kostnadene 8,6 basispunkter (0,086 pst.).

Kostnadsutvikling over tid

Figur 4.7 viser utviklingen i forvaltningskostnadene over tid. Kostnadene for forvaltningen av SPN økte betydelig i 2007 og 2008, både målt i kroner og i basispunkter. Dette skyldtes dels tilbakebetalingen av 101,8 mrd. kroner til staten da Folketrygdfondets deltakelse i kontolånsordningen ble avsluttet i desember 2006, som om lag halverte markedsverdien av SPN. Samtidig ble det fra 2007 stilt strengere krav til styring og kontroll av risiko og rapportering, noe som medførte behov for investeringer og flere ansatte. Sammen med generell lønnsøkning har det bidratt til økte kostnader. Målt som andel av kapital til forvaltning har forvaltningskostnadene for SPN vært forholdsvis stabile de siste årene.

Internasjonal sammenlikning av kostnadene

Det kanadiske selskapet CEM Benchmarking Inc. sammenlikner på oppdrag fra Finansdepartementet kostnadene i SPN med kostnadene i andre fond internasjonalt. I rapporten for 2015, som er tilgjengelig på departementets nettsider, fremgår det at kostnadene i SPN er vesentlig lavere enn for andre sammenliknbare fond. Dette skyldes i hovedsak at SPN ikke er investert i aktiva som unoterte aksjer og unotert eiendom og infrastruktur, som generelt har høyere kostnader enn noterte aksjer og obligasjoner. CEM finner imidlertid at kostnadene i SPN er lave selv når en justerer for forskjeller i aktivafordeling. Den viktigste forklaringen på de lave kostnadene, justert for aktivafordeling, er at all forvaltning av SPN gjøres internt i Folketrygdfondet, og at den interne forvaltningen har lave kostnader sammenliknet med andre fond.



Figur 4.7 Forvaltningskostnader for SPN i 2016 og siden 1998. Millioner kroner (venstre akse) og basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

4.2.8 Resultater av Folketrygdfondets investeringsstrategier

Strategier

De ulike investeringsstrategiene som benyttes i forvaltningen av SPN er beskrevet i Folketrygdfondets strategiplan.⁶ Både i aksje- og obligasjonsforvaltningen vektlegger Folketrygdfondet strategier innenfor *verdipapirvalg*. I aksjeforvaltningen benyttes både kvantitative og kvalitative kriterier for å velge ut selskaper. Det vises blant annet til:

- *Kvalitetsselskaper*. Folketrygdfondet forsøker å identifisere selskaper som i stor grad oppfyller kvalitative kriterier innenfor strategi, ledelse, styre, eierstruktur, eierstyring og samfunnsansvar, og som har mulige konkurransefortrinn og vekstmuligheter.
- *Overoptimisme*. Folketrygdfondet søker å investere mindre i – eller unngå – selskaper som det etter Folketrygdfondets syn er for positive forventninger til.

⁶ Strategiplanen er tilgjengelig på Folketrygdfondets nettsider.

- *Trendskift*. Folketrygdfondet vektlegger å være tidlig ute med å identifisere vesentlige endringer i rammebetingelser som kan påvirke forretningsmuligheter for sektorer og selskaper.

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

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

Folketrygdfondet har videre etablert såkalte *avledede strategier*. Disse strategiene søker å oppnå meravkastning gjennom hovedsakelig verdipapirutlån og likviditetsforvaltning i aksje- og obligasjonsporteføljene. En annen aktivaklassedeling enn referanseindeksen, såkalt *allokering*, er ifølge Folketrygdfondet ikke en strategi som vektlegges i utnyttelsen av risiko- og kostnadsrammene.

Resultater i 2016

Ifølge Folketrygdfondet skyldes meravkastningen i SPN i 2016 i hovedsak de ulike strategiene innenfor verdipapirvalg i aksje- og obligasjonsforvaltningen, se tabell 4.3A. Strategier for verdipapirvalg bidro med 1,1 prosentenheter av meravkastningen i SPN, hvorav verdipapirvalg i aksjeforvaltningen utgjorde 1,0 prosentenhet og verdipapirvalg i obligasjonsforvaltningen utgjorde 0,1 prosentenheter. Avledede strategier bidro med 0,1 prosentenheter, og skyldtes i all hovedsak inntekter fra utlån av verdipapirer.

I aksjeforvaltningen medførte strategiene at SPN hadde en større andel av investeringene i fiskeoppdrett- og oljeselskaper, og en mindre andel av investeringene i oljeservice- og utstyrselskaper, sammenliknet med referanseindeksen. I obligasjonsforvaltningen medførte strategiene en større andel av investeringene i obligasjoner

Tabell 4.3 Bidrag til brutto meravkastning, forvaltningskostnader og forventet relativ volatilitet fra de ulike investeringsstrategiene i 2016. Prosentenheter

	Aksje- investeringer	Obligasjons- investeringer	Totalt	Bidrag til forvaltnings- kostnadene
<i>A: Bidrag til brutto meravkastning og kostnader</i>				
Allokering	0,00	0,00	0,00	0,00
Verdipapirvalg	0,95	0,14	1,09	0,08
Avledede strategier	0,06	0,01	0,07	0,01
Totalt	1,01	0,16	1,17	0,09
<i>B: Bidrag til forventet relativ volatilitet per 31. desember 2016</i>				
Allokering	0,00	0,00	0,00	–
Verdipapirvalg	0,54	0,07	0,61	–
Avledede strategier	0,00	0,00	0,00	–
Totalt	0,54	0,07	0,61	–

Kilde: Folketrygdfondet.

med kredittpåslag, sammenliknet med referanseindeksen.

Ifølge Folketrygdfondet, kan forvaltningskostnadene på 0,09 pst. i 2016 henføres til en tenkt passiv forvaltning av SPN (0,04 pst.), eierskapsutøvelse (0,01 pst.), merkostnader som skyldes de ulike strategiene for verdipapirvalg (0,03 pst.) og avledede strategier (0,01 pst.). I tabell 4.3 er kostnadene til eierskapsutøvelse og en tenkt passiv forvaltning av SPN rapportert som del av kostnadene ved ulike strategier for verdipapirvalg.

Bidraget fra de ulike investeringsstrategiene til utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet er også vist i tabell 4.3B. Folketrygdfondets aktive risikotaking, målt på denne måten, er i all hovedsak i de ulike strategiene for verdipapirvalg i aksjeforvaltningen. Ved utgangen av 2016 sto disse strategiene for 0,5 prosentenheter av forventet relativ volatilitet i SPN på 0,6 prosentenheter, mens strategier for verdipapirvalg i obligasjonsforvaltningen sto for 0,1 prosentenheter. De avledede strategiene synes i liten grad å trekke på rammen for forventet relativ volatilitet.

Resultater over tid

Tabell 4.4 viser resultatene av Folketrygdfondets investeringsstrategier i perioden 2007–2016. Siden 2007 er den gjennomsnittlige årlige brutto

meravkastningen i forvaltningen av SPN 1,1 prosentenheter. Ifølge Folketrygdfondet, kan meravkastningen hovedsakelig henføres til de ulike strategiene innen verdipapirvalg i aksje- og obligasjonsforvaltningen. Verdipapirvalg i aksjeforvaltningen i perioden 2007–2016 utgjorde 0,8 prosentenheter av meravkastningen i SPN, mens verdipapirvalg i obligasjonsforvaltningen utgjorde 0,3 prosentenheter. Bidraget fra de avledede strategiene var svakt positivt, og skyldtes i all hovedsak inntekter fra utlån av verdipapirer.

Ifølge Folketrygdfondet, kan de årlige forvaltningskostnadene i perioden 2007–2016 på i gjennomsnitt 0,08 pst. av kapitalen i SPN, henføres til en tenkt passiv forvaltning av SPN (0,05 pst.), eierskapsutøvelse (0,01 pst.), merkostnader som skyldes de ulike strategiene for verdipapirvalg (0,03 pst.) og avledede strategier (0,00 pst.). I tabell 4.4 er kostnadene ved eierskapsutøvelse og en tenkt passiv forvaltning av SPN rapportert som del av kostnadene ved ulike strategier for verdipapirvalg.

4.2.9 Departementets vurderinger

Avkastningen av SPN var 7,1 pst. i 2016 målt i norske kroner, og før fradrag for forvaltningskostnader. Avkastningen av aksjeinvesteringene var 10,5 pst., mens avkastningen av obligasjonsinvesteringene

Tabell 4.4 Bidrag til brutto meravkastning og forvaltningskostnader fra de ulike investeringsstrategiene i perioden 2007–2016. Prosentenheter

	Aksje- investeringer	Obligasjons- investeringer	Totalt	Bidrag til forvalt- ningskostnadene
Allokering	0,00	0,00	0,00	0,00
Verdipapirvalg	0,82	0,28	1,10	0,08
<i>kvalitet</i>	0,56	–	–	–
<i>overoptimisme</i>	0,22	–	–	–
<i>trendskift</i>	0,02	–	–	–
<i>kredittutstedere</i>	–	0,28	–	–
<i>renteavvik</i>	–	0,01	–	–
<i>annet</i>	0,02	–	–	–
Avledede strategier	0,01	0,00	0,01	0,00
Totalt	0,83	0,30	1,12	0,08

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

gene var 2,2 pst. Økte priser på olje og laks bidro til god avkastning av aksjeinvesteringene i selskaper innen henholdsvis energi- og konsumvaresektorene. Fallende kredittpåslag bidro isolert sett til god avkastning av investeringene i ansvarlige lån og i høyrenteobligasjoner utstedt av industriselskaper. Rentenivået var fortsatt lavt ved utgangen av året, og en må derfor være forberedt på lav avkastning av obligasjoner fremover. De siste årene har fallende renter gitt kursgevinster for fondet, men rommet for ytterligere gevinster er begrenset når rentene allerede ligger på et lavt nivå.

Avkastningen av SPN var i 2016 nær den gjennomsnittlige årlige avkastningen av fondet på 7,3 pst. siden januar 1998. Finansdepartementet er tilfreds med en gjennomsnittlig årlig realavkastning av SPN på 5,1 pst. etter kostnader siden januar 1998.

Folketrygdfondet oppnådde i 2016 en avkastning av SPN som var 1,2 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Meravkastningen var svært høy sett i forhold til utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet, både i 2016 og sammenliknet med gjennomsnittlig utnyttelse av rammen siden januar 1998. Departementet legger vekt på utviklingen i resultatene over tid. Departementet er godt tilfreds med at gjennomsnittlig årlig brutto avkastning siden januar 1998 har vært om lag 0,6 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Det er noe høyere enn departe-

mentets uttrykte øvre forventning til meravkastning over tid.

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

4.3 Kontroller

4.3.1 Attestasjonsoppdrag

Revisjonsselskapet Ernst & Young gjennomgår regelmessig hvordan Folketrygdfondet har implementert enkelte deler av mandatet fra Finansdepartementet. Oppdraget er en del av departementets oppfølging av og kontroll med forvaltningen av SPN. Rapportene fra disse gjennomgangene, såkalte attestasjonsuttalelser, er tilgjengelig på departementets nettsider.

Et område som er gjennomgått i 2016 er Folketrygdfondets utforming og implementering av rammeverket for måling og styring av kredittrisiko i porteføljen. Dette omfatter de måle-, risikostyrings- og kontrollprosessene som er etablert for å måle og styre kredittrisiko. Som del av oppdraget har revisor blant annet gjennomgått styrende dokumenter og annet relevant skriftlig materiale, hatt møter med ledere og ansatte i Folketrygdfondet og gjennomgått relevante prosesser. Revisor har ikke kontrollert om risikostyrin-

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

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

I 2015 gjennomgikk revisor Folketrygdfondets utforming og implementering av rammeverket for

beregning av referanseindeksen, herunder beregning av indeksens avkastning i 2015. Som del av Finansdepartementets oppfølging av og kontroll med forvaltningen av SPN har revisor også i 2016 verifisert avkastningen av referanseindeksen. Revisor har gjennomgått Folketrygdfondets prosess og metode for beregning av referanseindeksens avkastning, foretatt en etterregning av referanseindeksens avkastning og kontrollert et utvalg av indeksverdiene som inngår i beregningene mot de som mottas fra eksterne indeksleverandører.

Attestasjonsuttalelsen konkluderer med at beregningen av avkastningen av den samlede referanseindeksen for SPN i det alt vesentlige er i samsvar med mandatet for forvaltningen av SPN fastsatt av Finansdepartementet.

5 Statens pensjonsfond Norge: videreutvikling av strategi og forvaltning

5.1 Nye krav til rapportering og styring av risiko

5.1.1 Bakgrunn

Folketrygdfondet forvalter SPN etter et mandat fastsatt av Finansdepartementet. Mandatet uttrykker investeringsstrategien for SPN, blant annet gjennom bestemmelser om sammensetningen av referanseindeksen og rammer for Folketrygdfondets risikotaking, se avsnitt 4.1. Det er åpnet for at Folketrygdfondet kan avvike noe fra referanseindeksen, innenfor rammene gitt i mandatet. Rammene gir Folketrygdfondet et visst handlingsrom, med sikte på å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og å oppnå meravkastning over tid.

Rammen for forventet relativ volatilitet, som sier noe om hvor mye avkastningen av SPN normalt vil kunne forventes å avvike fra referanseindeksen, er sentral. Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at annualisert forventet relativ volatilitet ikke overstiger 3 prosentenheter. Mandatet fra Finansdepartementet stiller i tillegg krav om supplerende risikorammer for forvaltningen. Disse rammene er ment å ramme inn risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av risikomålet forventet relativ volatilitet.

Med virkning fra 16. desember 2016 endret Finansdepartementet mandatet for forvaltningen av SPN. Endringene innebærer mer detaljerte krav til rapportering om risikoen Folketrygdfondet tar i forvaltningen av SPN og krav om en supplerende risikoramme for store tap som kan forventes å inntreffe sjeldent.¹ Formålet med de nye kravene er å styrke åpenheten om forvaltningen av SPN, bedre understøtte lønnsomme, langsiktige strategier i forvaltningen og å styrke innram-

mingen av risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av forventet relativ volatilitet. Kravene bygger på tilsvarende endringer i mandatet for forvaltningen av SPU, som ble fastsatt med virkning fra 1. februar 2016, se omtale i fondsmeldingen for 2015.

5.1.2 Ny supplerende risikoramme

Det finnes ikke ett risikomål som fanger opp alle dimensjoner av risiko i forvaltningen av SPN. For å ramme inn risiko benyttes derfor flere mål i ulike deler og nivåer av forvaltningen.

I tillegg til å regulere Folketrygdfondets adgang til å avvike fra referanseindeksen gjennom rammen for forventet relativ volatilitet, stiller mandatet fra Finansdepartementet krav om supplerende risikorammer for forvaltningen. Dette omfatter blant annet rammer for minste sammenfall mellom fondets investeringer og referanseindeksen, kreditt- og likviditetsrisiko, gjeldsfinansiering og innlån av verdipapirer. Innsikt i de operasjonelle konsekvensene av slike supplerende rammer krever nærhet til markedet, og den konkrete utformingen er derfor delegert til Folketrygdfondet. Rammene skal likevel legges frem for departementet før planlagt ikrafttredelse.

SPN har en lang tidshorisont. Det legger til rette for at Folketrygdfondet i forvaltningen kan utnytte langsiktige forvaltningsstrategier, som å opptre motsyklisk og høste tidsvarierende risikopremier. Som Finansdepartementet tidligere har pekt på, kan slike strategier medføre lange perioder med høyere eller lavere avkastning enn referanseindeksen. De kan videre slå klart negativt ut i perioder med markedssuro. Det er derfor viktig at risikoen ved slike investeringsstrategier styres og rapporteres på en god måte.

Forventet relativ volatilitet fanger ikke i tilstrekkelig grad opp slik risiko. Det er derfor i mandatet for forvaltningen av SPN med virkning fra 16. desember 2016 stilt krav om at Folketrygdfondet skal fastsette en supplerende ramme

¹ Forslag til nye krav i mandatet ble i brev 6. desember 2016 sendt Folketrygdfondet til uttalelse. Folketrygdfondet ga sin uttalelse i brev 12. desember 2016. Mandatet for forvaltningen av SPN og de omtalte brevene er tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider.

for store forventede negative avvik mellom avkastningen av SPN og referanseindeksen (forventet ekstremavvik).

Mens rammen for forventet relativ volatilitet måler og setter en øvre grense for hvor mye avkastningen av fondet normalt vil forventes å kunne avvike fra referanseindeksen, skal rammen for forventet ekstremavvik måle og sette en grense for det negative avviket som kan forventes i ekstreme tilfeller.

Rammen for forventet relativ volatilitet legger en statistisk fordeling til grunn for risikomålingen. Rammen for forventet ekstremavvik utformes derimot slik at fremtidige utfall angis med utgangspunkt i historiske simuleringer for dagens portefølje. Forventet ekstremavviksrisiko måles dermed med bakgrunn i anslag for de mest negative avvikene mellom avkastningen av SPN og referanseindeksen som historisk har inntruffet med en portefølje som i dag.

Folketrygdfondet la i brev 10. mars 2017 rammen for forventet ekstremavviksrisiko frem for Finansdepartementet. Folketrygdfondet legger opp til at rammen fastsettes slik at det negative avviket mellom avkastningen av SPN og referanseindeksen som kan forventes i ekstreme tilfeller, ikke skal overstige 9 prosentenheter. I situasjoner med ekstreme markedsbevegelser eller andre forhold som kan føre til brudd på rammen for forventet ekstremavviksrisiko, legger Folketrygdfondet opp til at administrerende direktør skal informere styret umiddelbart og anbefale tiltak som styret skal behandle. I tilfeller der omstendighetene krever at beslutning om tiltak må treffes før et styremøte kan avholdes, har styrets arbeidsutvalg, som består av styrets leder og nestleder, fullmakt til å fatte en slik beslutning.

5.1.3 Nye krav til rapportering

Regjeringen er opptatt av at det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen av Statens pensjonsfond. Åpenhet om forvaltningen styrker muligheten for å holde fast ved lønnsomme, langsiktige strategier i perioder med svake resultater.

Finansdepartementet har med virkning fra 16. desember 2016 i mandatet § 6-1 fastsatt et klart formål med Folketrygdfondets offentlige rapportering: Det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen av SPN innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppgavet. Rapporteringen skal videre gi rettvise og utfyllende informasjon om Folketrygdfondets

valg og prioriteringer, resultatene som oppnås og utnyttelsen av rammene som følger av mandatet.

I brev 12. desember 2016 fremgår det at Folketrygdfondet legger stor vekt på åpenhet om forvaltningen av SPN. Folketrygdfondet peker samtidig på at en som stor aktør i det norske finansmarkedet også fremover vil ivareta fondets finansielle interesser i praktiseringen av åpenhet om forvaltningen av SPN. Finansdepartementet har merket seg dette.

Krav til innhold i Folketrygdfondets offentlige rapportering om forvaltningen av SPN er fastsatt i mandatet § 6-2. Det skilles mellom tre nivåer: strategi-, kvartals- og årsrapportering.

Strategirapportering skal bidra til offentlig forankring av investeringsstrategiene som benyttes i forvaltningen. Det skal blant annet gjøres rede for investeringsstrategier fastsatt av styret i Folketrygdfondet, herunder overordnede prinsipper for valg av strategier, avkastnings- og risikoenegenskaper ved strategiene og vurderinger av hvordan strategiene tar sikte på å utnytte særtrekk ved SPN og Folketrygdfondets fortrinn i kapitalforvaltningen. Det er stilt krav om strategirapportering regelmessig og minst hvert tredje år.

I mandatet § 1-4 er det nå understreket at det er Folketrygdfondets *styre* som skal ha en strategisk plan for forvaltningen. I brev 6. desember 2016 har Finansdepartementet presisert at dette ansvaret ikke kan delegeres.

Bestemmelsene om kvartals- og årsrapportering er utvidet med krav om at Folketrygdfondet skal gjøre særskilt rede for kildene til mer- og mindreavkastning i forvaltningen. I bestemmelsene om årsrapportering er det videre stilt krav om at Folketrygdfondet skal redegjøre særskilt for resultatene av alle investeringsstrategier som medfører betydelige kostnader eller stor relativ risiko.² Kravet er ment å bidra til åpenhet og offentlig forankring av enkeltstrategier som har stor betydning for de relative resultatene i SPN. For hver av disse strategiene skal det redegjøres for bidraget til differanseavkastningen, utnyttelse av rammene for forventet relativ volatilitet, forventet ekstremavviksrisiko og forvaltningskostnader.

I de nye bestemmelsene om årsrapportering er det stilt krav om at Folketrygdfondet skal redegjøre særskilt for forholdet mellom avkast-

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

ning og risiko i SPN. I omtalen av de nye rapporteringskravene for SPU i fondsmeldingen for 2015, viste Finansdepartementet til at rapportering generelt bør gi innsikt i om forvalter har skapt høyere avkastning enn det som alternativt kunne vært oppnådd ved å øke risikoen gjennom tilpasninger i referanseindeksen. Det ble samtidig understreket at det ikke finnes et entydig svar på hvordan risiko, sett i ettertid, har påvirket resultatene, eller hvilke tilpasninger som kan gjøres i referanseindeksen. Mandatene for forvaltningen av SPU og SPN stiller derfor krav om at det skal benyttes flere metoder og måltall for å rapportere risikojustert avkastning.

I mandatet for forvaltningen av SPN § 6-3 har Finansdepartementet stilt krav om at data og

metoder som benyttes i den offentlige rapporteringen så langt som mulig skal beskrives og gjøres offentlig tilgjengelig.

De nye kravene til Folketrygdfondets offentlige rapportering innebærer at kvartalsresultater skal offentliggjøres tidligere enn det som før var tilfellet. Kvartalsrapportering for første og tredje kvartal skal i henhold til de nye kravene offentliggjøres senest én måned etter kvartalets slutt, mens rapportering for andre kvartal skal offentliggjøres senest to måneder etter kvartalets slutt. I tråd med dette endret Finansdepartementet med virkning fra 16. desember 2016 forskrift om årsregnskap m.m. for Folketrygdfondet tilsvarende. Årsrapportering skal, som i dag, offentliggjøres senest tre måneder etter årets slutt.

6 Ansvarlig forvaltning

6.1 Dagens rammeverk

Målet med investeringene i Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor rammen av moderat risiko. Fondet skal også være en ansvarlig investor. Finansdepartementet legger i mandatet til grunn at god finansiell avkastning over tid vil avhenge av velfungerende markeder og en bærekraftig utvikling. Det antas særlig å gjelde for en stor, diversifisert og langsiktig investor hvor avkastningen over tid i stor grad vil være bestemt av verdiskapingen i økonomien. Enkeltselskaper vil isolert sett kunne oppnå en gevinst ved ikke å ta hensyn til alvorlig skade som påføres andre, såkalte negative eksterne virkninger. For en universell og langsiktig eier vil derimot gevinsten kunne motsvares av lavere avkastning i andre deler av porteføljen eller frem i tid.

Finansdepartementet fastsetter overordnede retningslinjer og rammer for Norges Banks og Folketrygdfondets arbeid med den ansvarlige forvaltningen av henholdsvis SPU og SPN. Mandatene for forvaltningen av SPU og SPN viser til internasjonale prinsipper og standarder som FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Disse internasjonale standardene angir normer for god selskapsstyring og stiller forventninger til selskapers håndtering av blant annet miljømessige og samfunnsmessige forhold, se boks 6.1.

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

Norges Bank og Folketrygdfondet tar investeringsbeslutninger og utøver eierrettigheter uav-

hengig av Finansdepartementet, innenfor rammene gitt i mandater og retningslinjer. Figur 6.1 viser rolle- og ansvarsfordelingen for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond.

Hensyn til eierstyring, selskapsledelse, miljø og samfunnsforhold er integrert i forvaltningen av SPU og SPN. Viktige virkemidler er blant annet å fremme standarder, prinsipper og forskning på området. Forvalterne av de to fondene uttrykker forventninger til selskapene og er i dialog med dem om aktuelle tema og saker, samt stemmer på generalforsamlinger. Håndtering av risiko står sentralt i arbeidet.

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, se boks 6.2. Noen kriterier innebærer at selskaper utelukkes på grunnlag av produkter, som tobakk, våpen og kull. Andre kriterier for utelukkelse legger til grunn atferd, som grove brudd på menneskerettigheter eller alvorlig miljøskade. Etikkrådet gir råd om observasjon og utelukkelse av selskaper. Beslutningene i slike saker tas av Norges Bank.

Mandatet fra Finansdepartementet innebærer at SPU ikke kan investeres i rentebærende instrumenter utstedt av stater som er gjenstand for omfattende FN-sanksjoner, eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang, og der Norge har sluttet opp om tiltakene. For tiden er Nord-Korea og Syria utelukket fra investeringsuniverset etter denne bestemmelsen. Listen over omfattede land vurderes jevnlig, ettersom internasjonale sanksjoner og tiltak endres over tid. Med bakgrunn i at Iran har oppfylt sine innledende forpliktelser under den såkalte «Joint Comprehensive Plan of Action» er landet fra februar 2016 ikke lenger omfattet av unntaket.

Rammeverket for og bruken av virkemidler i den ansvarlige forvaltningen av SPU og SPN er i stor grad basert på en felles plattform. Arbeidet med ansvarlig forvaltning er nærmere omtalt i avsnitt 6.2.

Boks 6.1 Internasjonale standarder og prinsipper

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

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

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

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

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

FNs Global Compact

FNs Global Compact er i dag verdens største initiativ for næringslivets samfunnsansvar med over 12 000 tilsluttede deltakere fra om lag 170 land. Initiativet er frivillig og retter seg først og

fremst mot næringslivet. Selskapene oppfordres til å overholde ti overordnede prinsipper om menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljø og anti-korrupsjon. I tillegg skal deltakerne årlig rapportere om arbeidet med prinsippene i sin virksomhet. Resultatene offentliggjøres i den årlige rapporten «Global Corporate Sustainability Report».

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

G20/OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse

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

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

Boks 6.2 Retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU

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

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

- produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper,
- produserer tobakk,
- har et vesentlig innslag av termisk kull i virksomheten, eller
- selger våpen eller militært materiell til stater der fondet ikke tillates å investere i statsobligasjonene.

Våpenkriteriet omfatter kjemiske våpen, biologiske våpen, antipersonellminer, udetekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, klasevåpen og kjernevåpen.¹ Fondet skal heller ikke være investert i selskaper som utvikler eller produserer sentrale komponenter til denne typen våpen.

Kriteriet for tobakk er begrenset til selve tobakksproduktet, og omfatter ikke tilhørende produkter som filter og smakstilsetninger eller salg av tobakksprodukter. Alle selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer dyrker tobakksplanter eller bearbeider tobakk frem til sluttproduktet, skal utelukkes. Tobakk er et produkt som skiller seg ut ved at det er risiko for alvorlig sykdom og død som følge av normal

bruk. Dette gjenspeiles i strenge reguleringer, både nasjonalt og internasjonalt. Ved beslutningen i 2009 om å utelukke tobakksprodusenter fra SPU forelå det en internasjonal konvensjon om tobakkskontroll og lovgivningen var strammet markert inn både i Norge og andre land.

Kullkriteriet omfatter gruveselskaper og kraftprodusenter som selv, eller konsolidert med enheter de kontrollerer, får 30 pst. eller mer av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer 30 pst. eller mer av sin virksomhet på termisk kull.

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

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

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

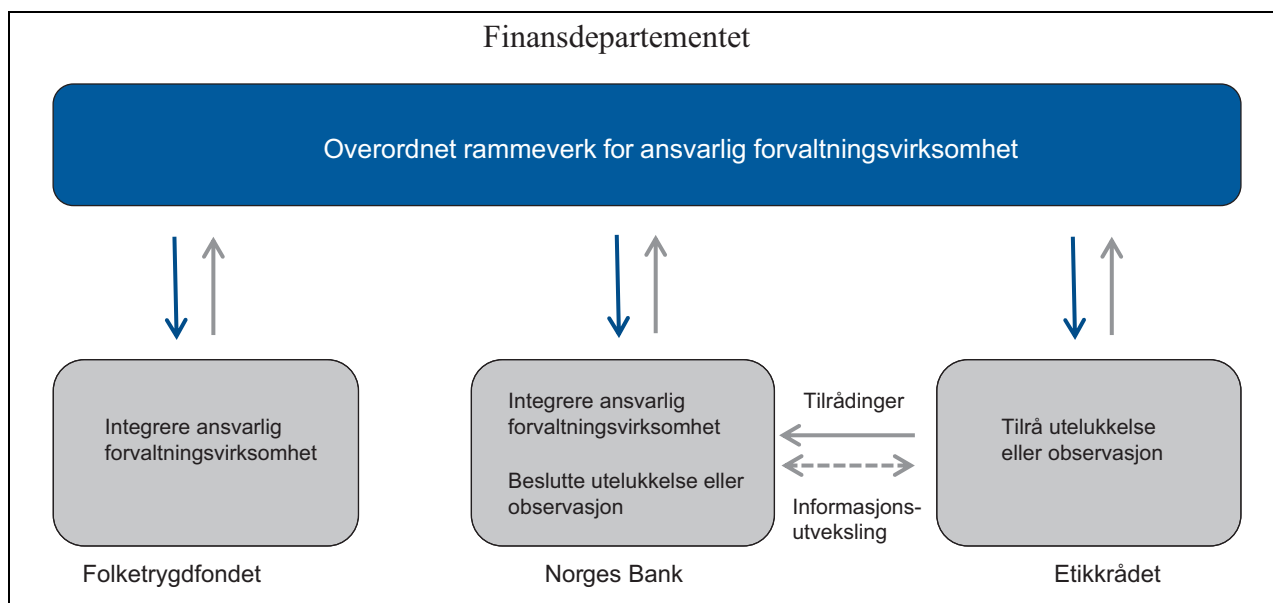
¹ Se Revidert nasjonalbudsjett 2004.

6.2 Gjennomføring av arbeidet med ansvarlig forvaltning

Dette avsnittet gjør rede for Etikkrådets, Folkestrygdffondets og Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning. Arbeidet med de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU er omtalt i avsnitt 6.2.2.

6.2.1 Statens pensjonsfond utland

Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning tar utgangspunkt i Finansdepartementets mandat og de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Mandatet sier at banken skal fastsette et sett av prinsipper for arbeidet med ansvarlig forvaltning, og at det skal integreres i forvaltningen av SPU. Prinsippene skal baseres på



Figur 6.1 Roller og ansvar i den ansvarlige forvaltningen

Kilde: Finansdepartementet.

hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold, i tråd med internasjonalt anerkjente standarder. Mandatet peker også på bidrag til forskning og utvikling av gode standarder, samt miljørelaterte investeringsmandater, som en del av arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Videre stilles det krav om at Norges Bank skal søke å etablere en kjede av virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Banken skal offentliggjøre prinsippene og virkemidlene som tas i bruk i dette arbeidet.

Norges Bank publiserer årlig en tilleggspublikasjon til årsrapporten om arbeidet med ansvarlig forvaltning. Publikasjonen om ansvarlig forvaltning i 2016 ble offentliggjort 7. mars 2017. Arbeidet med ansvarlig forvaltning har tre bærebjelker: standardsetting, eierskap og risikohåndtering.

Standardsetting

Norges Bank ønsker å bidra til utviklingen av standarder som vil tjene fondets langsiktige interesser. SPU er investert i flere tusen selskaper globalt, med en gjennomsnittlig eierandel på 1,3 pst. ved utgangen av 2016. Arbeidet med standarder kan være en effektiv måte å bidra til velfungerende markeder gjennom konsistente og bærekraftige rammevilkår, og derved også over tid til å endre selskapenes praksis. Innenfor arbeidet med standardsetting legges det vekt på brede internasjonale standarder og prinsipper. Eksempler på standarder er FNs Global Compact, OECDs prin-

sipper for eierstyring og selskapsledelse, samt OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Finansdepartementets mandat viser til disse. Andre eksempler på standarder er reguleringer, noteringskrav, regler for beste praksis, normer, formelle standarder eller observert markedspraksis. Norges Bank fremmer god markedspraksis gjennom dialog med regulerende myndigheter, andre standardsettere eller markedsaktører. Videre deltar banken i relevante internasjonale fora og diskusjoner om utviklingen og fastsettelsen av standarder. I tillegg til brede internasjonale standarder arbeider banken også med standarder som er mer spesifikke, og som kan gjelde for en bransje eller et bestemt tema.

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

Norges Bank uttrykker forventninger overfor selskaper fondet er investert i gjennom offentlige dokumenter og direkte kontakt med selskaper. Bankens egne prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet ble revidert i januar 2016, da det blant annet ble innført en referanse til FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter (UN Guiding Principles for Business and Human Rights, UNGP).

Det er utarbeidet egne forventningsdokumenter for fire områder: klimaendringer, vannressurser, menneskerettigheter og barns rettigheter. Forventningsdokumentene uttrykker hvordan banken som finansiell investor forventer at selskapene skal

forholde seg til bestemte problemstillinger som del av sin virksomhet. Dokumentene kan danne utgangspunkt for selskapsdialog og er en del av et bredere sett av strategier og aktiviteter banken benytter innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Forventningsdokumentet om menneskerettigheter ble publisert i februar 2016. Et varslert forventningsdokument om åpenhet i internasjonal selskapsbeskatning er omtalt i avsnitt 6.5.

Norges Bank fremmer også forskning som kan støtte opp under arbeidet med ansvarlig forvaltning. Målet er å bedre forståelsen av forholdet mellom selskapsstyring og samfunnsmessige og miljømessige forhold på den ene siden, og økonomisk risiko og avkastning på den andre. I løpet av 2016 har banken støttet ulike forskningsprosjekter og bidratt til flere seminarer og konferanser. Banken har videre over tid satt søkelys på utviklingen av ikke-finansiell informasjon. Den har som en del av dette arbeidet fulgt opp selskapsrapportering og –praksis innen utvalgte bærekrafttemaer gjennom fokusområdevurderinger. I 2016 var 2 392 selskaper gjenstand for slike vurderinger.

I tillegg til å samarbeide med akademiske institusjoner og ekspertise fra næringslivet eller organisasjoner, publiserer banken en rekke diskusjonsnotater med relevans for ulike deler av forvaltningen.

Eierskapet

SPU er eier i om lag 9 000 selskaper. Eierskap kan utøves ved å stemme på generalforsamlinger, delta i styrende organer, ha dialog med selskaper og gjennom kontakt med styrene. I arbeidet med eierskapsutøvelsen prioriterer banken inngående kjennskap til de selskapene, sektorene og markedene fondet er investert i. Eierskapet følges blant annet opp gjennom analyser, stemmegiving og dialog.

Norges Bank mener at å stemme på generalforsamlinger er et av aksjonærenes viktigste virkemidler for å påvirke selskaper. Banken har etablert egne retningslinjer som danner det prinsipielle grunnlaget for stemmegivingen. Disse retningslinjene er basert på G20/OECDs reviderte prinsipper for selskapsstyring. Retningslinjene sier blant annet at det skal stemmes på alle aksjonærmøter der det ikke er vesentlige praktiske hindringer for det. Samtidig skal stemmegivingen offentliggjøres. Stemmeretningslinjene kan videre suppleres med saks- og selskapsspesifikk informasjon fra blant annet porteføljeforvaltere i den endelige stemmebeslutningen. I enkelte tilfeller offentliggjøres stemmeintensjoner i for-

kant av en generalforsamling for å støtte opp under tydelige forventninger, åpenhet og aksjonærenes innflytelse.

Utgangspunktet for stemmegivingen er fondets langsiktige interesser, langsiktig verdiskaping, bærekraftig forretningsdrift, styrets ansvar, aksjonærenes rettigheter, likeverdig behandling av aksjonærer og åpen selskapskommunikasjon. Det publiseres posisjonsnotater som tar for seg konkrete spørsmål innen selskapsstyring. De kan blant annet danne grunnlag for stemmegiving innenfor spesifikke temaer.

Norges Bank stemte i 2016 på 112 210 forslag på 11 294 generalforsamlinger. Saksområder hvor det stemmes omfatter styrets sammensetning, styringsstruktur og selskapenes sentrale forretningsstrategi. De konkrete sakene kan dreie seg om valg av styremedlemmer, kapitalisering, avlønning og fusjoner og oppkjøp.

To andre virkemidler som er viktige i fondets eierskapsarbeid er dialog med selskaper og styrekontakt. Dialog med selskapene gir banken bedre kjennskap til bedriftene fondet er investert i, samt mulighet til å fremme fondets syn på eierskap, bærekraftig drift og rapportering. Banken forhåndsutvelger hvert år temaer for selskapsdialog, men følger også opp spesifikke hendelser løpende. Dialoger og arbeid med temaer kan strekke seg over flere år. I løpet av 2016 ble det avholdt 3 790 møter mellom representanter for fondet og selskapenes ledelse og spesialister. Kontakt med styrene gir fondet innblikk i selskapenes langsiktige strategi. I tillegg legges det også vekt på arbeidskultur, hvordan styreledere kan oppnå gode diskusjoner og hvordan de kan gå frem for å sikre høy kvalitet i styrearbeidet. I fjor gjennomførte representanter fra banken 233 møter på styrenivå.

Risikohåndteringen

Norges Bank vurderer risiko forbundet med selskapsstyring og samfunns- og miljømessige forhold. Banken foretar analyser av risiko på land-, sektor- og selskapsnivå. Disse vurderingene bidrar til mer kunnskap om den samlede risikoen fondet er utsatt for. I løpet av 2016 har banken videreutviklet sitt arbeid med å innhente og utvikle ikke-finansielle data, som danner grunnlag for risikovurderingene.

Norges Bank har på bakgrunn av risikovurderingene solgt seg ut av enkelte selskaper. Disse nedsalgene gjennomføres innenfor mandatet og risikorammene for bankens forvaltning av fondet, og skiller seg dermed fra utelukkelse som besluttes med utgangspunkt i de etisk motiverte ret-

ningslinjene. I 2016 solgte banken seg ut av 23 selskaper. Beslutningene om å selge seg ut av enkelte selskaper er basert på grundige analyser av miljø-, selskaps- og samfunnsmessig risiko på lengre sikt. Områder og temaer som ble vurdert var blant annet oljesandproduksjon, elektrisitetsproduksjon basert på kull, avskoging og miljø- og samfunnsmessig risiko i gruveselskaper. Norges Bank rapporterer i tillegg om klimagassutslippene fra selskapene fondet investerer i. I 2016 er slike utslipp beregnet til om lag 96 millioner tonn CO₂-ekvivalenter, basert på fondets prosentvise eierandel i det enkelte selskap.

Miljørelaterte investeringsmandater

Gjennom særskilte miljørelaterte investeringsmandater har Norges Bank siden 2009 opprettet interne og eksterne forvaltningsmandater som er rettet mot selskaper som bidrar til å redusere miljøproblemer, særlig ved å utvikle ny miljøteknologi. Ved utgangen av 2016 var det investert 63,7 mrd. kroner i verdipapirer gjennom de miljørelaterte mandatene. De miljørelaterte aksjeinvesteringene hadde i 2016 en avkastning på 12,4 pst., sammenliknet med 6,9 pst. avkastning for hele fondet. Fra 2010 til og med 2016 var avkastningen 4,2 pst. på de miljørelaterte aksjeinvesteringene, sammenliknet med 9,6 pst. avkastning for hele fondet. Se også omtale i avsnitt 2.2.

6.2.2 Observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU

Finansdepartementet har fastsatt etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, se boks 6.2. Norges Bank fatter beslutninger om utelukkelse og observasjon etter råd fra Etikkrådet. For kullkriteriet kan Norges Bank ta beslutninger om utelukkelse eller observasjon uten tilråding fra Etikkrådet.

En liste over de selskapene som er utelukket eller satt til observasjon er tilgjengelig på Norges Banks nettsider, mens tilrådingene er tilgjengelig på Etikkrådets nettsider. For kullselskaper som Norges Bank har utelukket på eget initiativ, har banken offentliggjort en begrunnelse på sine nettsider.

Totalt 124 selskaper var utelukket og 13 selskaper satt til observasjon ved utgangen av 2016. Norges Bank har i 2016 utelukket 59 selskaper og satt 11 til observasjon under kullkriteriet.

I løpet av fjoråret ble åtte nye selskaper utelukket på bakgrunn av råd fra Etikkrådet. Videre ble

ett nytt selskap satt til observasjon, mens utelukkelsen av ett selskap ble opphevet.

Etikkrådets arbeid med produktbasert utelukkelse

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

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

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

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

Atferdsbasert utelukkelse

For atferdskriteriene velger Etikkrådet ut selskaper og områder der risikoen for brudd på retningslinjene anses størst. Mens gjennomgangen av slike områder ofte følger en langsiktig plan, kan enkeltsaker også tas opp på bakgrunn av nyhetsoppslag. Et konsulentfirma søker daglig i svært mange nyhetskilder på flere språk etter oppslag om selskapene i fondets portefølje. Etikkrådet får kvartalsvis rapporter fra konsulent-

firmaet og undersøker selskapene der risikoen for fremtidige normbrudd synes størst. Norges Bank kan også gjøre Etikkrådet oppmerksom på mulige problemstillinger. Etikkrådet mottar videre henvendelser fra enkeltpersoner og organisasjoner om konkrete selskaper eller problemstillinger.

Etikkrådet velger deretter ut de sakene som anses å være mest alvorlige for videre undersøkelser. Det legges blant annet vekt på hvor grovt normbruddet er, om et selskap beskyldes for flere uetiske forhold, om det er sannsynlig at normbrudd vil fortsette og om det er mulig å dokumentere de forholdene selskapet er anklaget for. Hensikten er å identifisere selskaper der det er en uakseptabel risiko for at brudd på retningslinjene pågår og vil fortsette.

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

Etikkrådet har i flere år systematisk gått gjennom fondets investeringer i enkelte typer virksomhet som kan forårsake alvorlige miljøproblemer. Etikkrådet viser i sin årsrapport for 2016 at rådet har avgitt 10 tilrådinge om utelukkelse og én tilråding om observasjon av selskaper som etablerer plantasjoner i tropisk regnskog siden kriteriet som omhandler alvorlig miljøproblemer ble innført. Videre viser rådet at de gjennom flere år har vurdert hvorvidt selskaper i SPU har virksomhet som kan skade særlig verdifulle verneområder, og har så langt gitt tilrådinge om tre selskaper med slik virksomhet. Etikkrådet har også videreført sitt arbeid med selskaper involvert i ulovlig fiske og har tilrådet utelukkelse av ett fiskeriselskap.

Videre har Etikkrådet arbeidet med å utvikle en metode for å identifisere og vurdere selskaper som kan utelukkes etter klimakriteriet. I første fase vil arbeidet rette seg mot sektorer og bransjer som har store utslipp, se avsnitt 6.3.

Under menneskerettighetskriteriet har Etikkrådet blant annet undersøkt selskaper i porteføljen som har tekstilproduksjon i enkelte asiatiske land, selskaper med virksomhet i Qatar og selskaper som er forbundet med alvorlige menneskerettighetsbrudd i fiskerinæringen. Under kriteriet «andre grove brudd på grunnleggende etiske normer» har Etikkrådet videre vurdert flere selskaper som leter etter olje i Vest-Sahara. Etikkrådet arbeider med korrupsjonssaker ut fra en risikotil-

nærming der en gjennomgår land og sektorer som ifølge internasjonale rangeringer anses særlig korrupsjonsutsatte. I 2016 har Etikkrådet konsentrert seg om sektorene olje og gass, forsvar og telekommunikasjon.

Etikkrådet kontakter selskaper på et tidlig stadium i utredningen og ber om at de besvarer spørsmål eller sender rådet informasjon. I 2016 kontaktet Etikkrådet 77 selskaper og møtte 21 av dem. Etikkrådet legger vekt på å få informasjon direkte fra selskaper, men kan også gi råd til Norges Bank i tilfeller der selskaper ikke besvarer rådets henvendelser.

Ved årsskiftet omfattet listen over utelukkelse etter disse kriteriene i alt 29 selskaper, hvorav 18 selskaper er utelukket fordi de anses å forårsake grov miljøskade. Tre selskaper er utelukket på grunnlag av medvirkning til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, mens fem selskaper er utelukket på grunnlag av andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer. Videre er to selskaper utelukket på grunnlag av alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner. Ett selskap er utelukket på grunnlag av risiko for korrupsjon.

To selskaper står til observasjon under disse kriteriene, ett under miljøkriteriet og ett under korrupsjonskriteriet. Etikkrådet følger løpende med på disse selskapene og gir en årlig vurdering av selskapene til Norges Bank.

Opphevelse

Etikkrådet vurderer årlig om grunnlaget for utelukkelse eller observasjon fortsatt er til stede. Dersom ny informasjon tilsier at dette grunnlaget har falt bort, avgir Etikkrådet tilråding om å oppheve den tidligere beslutningen. I 2016 har ett selskap blitt tatt inn igjen i fondets investeringsunivers.

Etikkrådets årsrapport gir nærmere informasjon om arbeidet i 2016.

6.2.3 Statens pensjonsfond Norge

Folketrygdfondet skal i henhold til mandatet for forvaltningen av SPN fastsette prinsipper for ansvarlig forvaltning, der en også legger vekt på fondets investeringsstrategi og lange horisont. I mandatet fra departementet er det vist til internasjonale standarder som FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. Prinsippene som Folketrygdfondets styre har vedtatt, er i tråd med disse standardene. De viser

også til de FN-støttede prinsippene for ansvarlige investeringer (PRI) og norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse (NUES).

Folketrygdfondet stiller krav til selskapene fondet er investert i om håndtering av eierspørsmål, miljø og samfunnsforhold. Som finansiell investor legger Folketrygdfondet vekt på forhold som finansielle mål og kapitalstruktur, bekjempelse av korrupsjon, ordninger for lederlønn, klima, grunnleggende menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter og miljø.

Folketrygdfondet har utarbeidet egne veiledere om disse temaene som skal legges til rette for en effektiv dialog med selskapene. Veiledningene er forankret i Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet og bygger på FNs Global Compact og NUES.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet

Folketrygdfondet følger opp spørsmål om miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG) som er vesentlige for selskapene i fondets portefølje, og som kan medføre finansielle konsekvenser dersom disse ikke håndteres fra selskapenes side. I 2016 har Folketrygdfondet hatt fokus på å følge opp selskapenes arbeid med finansielle mål og kapitalstruktur, klima, fiskeoppdrett, korrupsjonsbekjempelse, samt grunnleggende menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter. Målet er å bidra til at selskaper håndterer vesentlige utfordringer og at de får best mulig grunnlag for langsiktig verdiskaping. Folketrygdfondet benytter ulike virkemidler i dette arbeidet, som dialog med selskapene, deltakelse på generalforsamlinger og i styrende organer, samt utvikling av god praksis.

Dialog

Det mest brukte virkemiddelet er møter med selskapenes styreleder og ledelse. I dialogen kan selskapene bli bedt om oppdatering, tilbakemelding, avklaring eller tiltak i en konkret sak eller innenfor et bestemt tema. I tillegg har selskapene problemstillinger de forventer at Folketrygdfondet forholder seg til. Folketrygdfondet har regelmessig møter og kontakt med ledelsen i selskapene i det norske aksjemarkedet, og med styreleder i saker som hører inn under styrets ansvar. I årsrapporten for 2016 opplyser Folketrygdfondet at de i løpet av året har hatt 161 dialogmøter med 61 selskaper. Temaene i disse møtene har omfattet sentrale eierspørsmål, drift, strategi, selskaps- og bransjerisiko, samt vesentlig ESG-risiko.

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

Generalforsamlinger og styrende organer

Deltakelse i og innspill til generalforsamlinger, bedriftsforsamlinger og valgkomiteer er andre viktige virkemidler som Folketrygdfondet benytter i sitt eierskapsarbeid. En sentral del av eierskapsutøvelsen er å stemme på generalforsamlingene til alle selskapene der Folketrygdfondet er aksjonær. I 2016 ble det stemt på 56 ordinære og 12 ekstraordinære generalforsamlinger i selskaper notert på Oslo Børs, samt 87 generalforsamlinger i selskaper notert på børsene i Danmark, Finland og Sverige. I utgangspunktet legger Folketrygdfondet stor vekt på styrets vurdering ved behandling av konkrete saker på generalforsamlingen. I enkelte tilfeller kan det være motsetninger mellom fremsatte forslag, aksjonærenes interesser og anerkjente prinsipper for god selskapsstyring. Folketrygdfondet vil da normalt be om en begrunnelse for styrets synspunkt i forkant av generalforsamlingen. I de tilfeller der det stemmes mot styrets forslag vil Folketrygdfondet normalt publisere en stemmeforklaring på sine nettsider.

Folketrygdfondet legger vekt på at selskapene har styrer med god kompetanse og riktig sammensetning. Fondet deltar ikke selv i selskapenes styre, men forventer at selskapene i porteføljen har en valgkomité. I enkelte tilfeller deltar Folketrygdfondet selv i valgkomiteer og gir innspill til komiteer hvor de ikke er medlem. I 2016 var Folketrygdfondet medlem av sju valgkomiteer og representert i fire bedriftsforsamlinger.

Utvikling av god praksis

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

I 2016 har Folketrygdfondet representert NORSIF som deltager i arbeidsgruppen for utarbeidelse av Oslo Børs' veileder om rapportering

av samfunnsansvar. Folketrygdfondet mener at selskaper bør rapportere om vesentlige risikoer og muligheter ved selskapenes samfunnsansvar, og forventer at norske selskaper følger denne veilederen.

6.3 Erfaringer med kull- og klimakriteriene i SPU

6.3.1 Innledning

I 2016 ble de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU utvidet med to nye kriterier. For det første ble det fra 1. januar 2016 innført et nytt, atferdsbasert klimakriterium som innebærer at observasjon eller utelukkelse kan besluttes for selskaper der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for handlinger eller unnlatelser som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser. Videre ble det fra 1. februar 2016 innført et nytt, produktbasert kriterium som innebærer at observasjon eller utelukkelse kan besluttes for gruveselskaper og kraftprodusenter som selv eller konsolidert med enheter de kontrollerer får 30 pst. eller mer av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer 30 pst. eller mer av sin virksomhet på termisk kull.

I vurderingen under det produktbaserte kullkriteriet skal det i henhold til retningslinjene «... legges vekt på fremoverskuende vurderinger, herunder eventuelle planer som vil redusere inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til termisk kull og/eller øke inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til fornybare energikilder.» Kullkriteriet skal ikke omfatte grønne obligasjoner.

De nye kriteriene er omtalt i fondsmeldingen for 2015 og i Nasjonalbudsjettet 2016. I forbindelse med Stortingets behandling av fondsmeldingen for 2015 uttalte finanskomiteen i Innst. 326 S (2015–2016) blant annet at: «... både det atferdsbaserte klimakriteriet og det produktbaserte uttrekkskriteriet for kull kun har fått virke i kort tid, og komiteen imøteser derfor en nærmere vurdering av operasjonaliseringen og hensiktsmessigheten i forvaltningen av de nye kriteriene i forbindelse med fondsmeldingen for 2016.»

Finansdepartementet ba i brev 19. oktober 2016 til Norges Bank og Etikkrådet om at det redegjøres for erfaringene så langt med de to nye kriteriene. Departementet legger i vurderingen av de to nye kriteriene vekt på hvilke strategier og arbeidsprosesser Norges Bank og Etikkrådet har etablert for å følge dem opp. Utveksling av informasjon og koordinering mel-

lom banken og Etikkrådet er også viktig. Etikkrådet og Norges Bank har redegjort for arbeidet i brev av henholdsvis 26. og 31. januar 2017 til departementet.

For klimakriteriet er det Etikkrådet som skal identifisere eventuelle selskaper som kan omfattes. For kullkriteriet er tilsvarende ansvar delt mellom Norges Bank og Etikkrådet. Fordi kullkriteriet krever en oppfølging og innsikt der Norges Bank har klare fortrinn, er det likevel i praksis først og fremst banken som identifiserer selskaper som kan rammes av dette kriteriet. Etikkrådet skriver at rådet best kan bidra ved å vurdere tvilstilfeller eller å vurdere selskaper som rådet blir oppmerksom på, etter at banken har sluttført sin gjennomgang av porteføljen.

6.3.2 Kullkriteriet

Norges Bank skriver at kriteriet som retter seg mot selskaper som får 30 pst. eller mer av inntekten fra termisk kull, er mest aktuelt for gruveselskaper. Rapporteringen fra gruveselskaper gir nødvendig informasjon for å kunne vurdere om kriteriet vil gjelde.

Selskaper som baserer sin virksomhet på termisk kull finnes på den annen side først og fremst innen kraftproduksjon. Norges Bank skriver at banken først identifiserer selskaper som har 30 pst. eller mer av sine inntekter fra egen kraftproduksjon, og blant disse så vurderer sammensetningen av kraftproduksjonen fra ulike energikilder. Et selskap vil omfattes dersom 30 pst. eller mer av selskapets samlede kraftproduksjon målt i energienheter baseres på kull.

Norges Bank skriver at banken i arbeidet med det produktbaserte kriteriet har etablert systemer for innhenting og analyse av selskapsinformasjon. Informasjon om selskapers gruvevirksomhet er ifølge banken ofte lettere tilgjengelig enn informasjon om kraftproduksjon. For gruveselskaper er ofte regnskapsinformasjon tilstrekkelig til å kunne vurdere kullets andel av samlet utvinning. For kraftproduksjon vil det ofte være nødvendig med mer analyse. Norges Bank skriver blant annet følgende:

«Det er utfordrende å innhente god informasjon på tilstrekkelig detaljert nivå for operasjonaliseringen av kriteriet. I tillegg til generelt fravær av dekkende datakilder, er informasjonen selskapene selv rapporterer oftest ikke detaljert nok for analysen som kreves. Vi har derfor kontakt med flere leverandører og datakilder. Selv om gjennomsnittsnivåer for ulike leverandørers

datapunkter er sammenlignbare, kan de enkelte datapunktene variere betydelig. Rapportering for ulike tidsperioder og ulike mål er en særskilt utfordring. Alle data vi benytter systematiseres og lagres. Datakildene våre omfatter leverandører av markedsdata, intern analyse og utvalgte investeringsbanker. Ikke minst har informasjon og analyse fra våre eksterne forvaltere vært nyttig for vurderingen av selskaper i fremvoksende markeder.»

Retningslinjene sier at «observasjon kan besluttes der det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, om utviklingen fremover i tid eller der det av andre årsaker finnes hensiktsmessig.» Om et selskap har uttalt planer, eller om det er forhold som gjør det sannsynlig at selskapet vil komme under tersklene innen rimelig tid, kan det være aktuelt å sette selskapet under observasjon. Planer om å kjøpe eller selge selskaper og eiendeler, eller å legge ned, starte opp ny, eller endre produksjonskapasitet kan ifølge Norges Bank være eksempler som bør telle med i en slik vurdering. Særskilte hendelser som kan ha påvirket sammensetningen av energikilder nylig, som tørke eller ulykker, bør også tas hensyn til.

Norges Bank har i 2016 offentliggjort utelukkelse av 59 selskaper basert på det produktbaserte kullkriteriet og satt 11 selskaper til observasjon. Banken har også offentliggjort grunnlaget for beslutningene. Ingen av de utelukkede selskapene har utstedt grønne obligasjoner. Norges Bank skriver i brevet:

«Vi har i løpet av 2016 vurdert relevante selskaper for det produktbaserte kullkriteriet. Vi vil likevel fortsette arbeidet med informasjonsinnhenting og analyse. Det er nødvendig å følge opp selskaper som er satt til observasjon, utelukkede selskaper og selskaper som ikke er utelukket, ettersom endringer med betydning for vurdering opp mot kriteriet vil forekomme. Vi har i arbeidet med kriteriet i 2016 erfart at kjøp og salg av eiendeler og datterselskaper i stor grad kan påvirke om et selskap omfattes av kriteriet eller ikke. Videre må vi vurdere eventuelle nye selskaper som kommer inn i markedet.»

6.3.3 Klimakriteriet

Etikkrådet skriver at klimakriteriet gir begrenset informasjon om hvilke typer utslipp det er ment å omfatte. I motsetning til for de fleste andre kriteriene finnes det ifølge Etikkrådet ikke noe regel-

verk eller internasjonalt anerkjente normer for hva som er akseptabelt.

Etikkrådet anser på denne bakgrunn at arbeidet som nå gjøres kan oppfattes som normdannende, og rådet har funnet det nødvendig å bruke noe tid, slik at den forståelsen av kriteriet som legges til grunn kan brukes på tvers av bransjer og selskaper. Etikkrådet skriver:

«Det er en utfordring for arbeidet at de mest relevante dataene, som selskapenes utslipp av klimagasser, i liten grad er tilgjengelig på selskapsnivå. Etikkrådet mener derfor at det vil være nødvendig å basere vurderingene på både utslippstall der de finnes, men også på andre indikasjoner, som teknologi- og råvarevalg. Det vil være uheldig om Etikkrådets praksis bare rammer selskap som frivillig rapporterer sine utslipp.

Selv der det finnes utslippstall, vil det i mer sammensatt industri være krevende å sammenlikne selskap. Etikkrådet legger foreløpig til grunn at «aggregert selskapsnivå» forstås som at det kan gjøres sammenlikninger mellom ulike selskap, men da på sammenliknbare aktiviteter, som eksempelvis utslipp knyttet til all produksjon av sammenliknbare produkter.

Selskap som har store absolutte utslipp og som i tillegg har spesifikke utslipp som er unødvendig mye høyere enn bransjegjennomsnittet, kan vurderes for utelukkelse. Om selskapet har høye utslipp og ikke har relevante planer som peker i retning av Parisavtalens mål, vil dette kunne ha betydning for rådets vurdering. Både høye spesifikke utslipp og manglende, uoppfylte eller lite konkrete planer vil derfor kunne danne grunnlag for å vurdere om et selskaps «handlinger i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser.»

Etikkrådet vil behandle tilrådingen etter klimakriteriet på samme måte som tilrådingen etter andre kriterier. Tilrådingene vil offentliggjøres på vanlig måte. Per i dag er ingen selskaper utelukket fra fondet på grunnlag av dette kriteriet.

6.3.4 Departementets vurderinger

Finansdepartementet har merket seg redegjørelsene fra Etikkrådet og Norges Bank om erfaringer og arbeid så langt med klima- og kullkriteriet.

I brevene vises det til arbeidsdelingen som er etablert mellom Norges Bank og Etikkrådet i oppfølgingen av det produktbaserte kullkriteriet. Det er viktig at kriteriet følges opp effektivt og uten

unødig dobbeltarbeid. Departementet mener den arbeidsdelingen som er etablert mellom Etikkrådet og Norges Bank bidrar til dette.

Selskapene som er utelukket og selskapene som er satt til observasjon vurderes opp mot kriteriene i retningslinjene. Det kan også være nye selskaper som må vurderes under kullkriteriet. Departementet har merket seg at Norges Bank vil fortsette arbeidet med informasjonsinnhenting og analyse, og at Etikkrådet mener det er mest hensiktsmessig at banken fortsatt tar hovedansvaret for implementeringen av kullkriteriet.

I fondsmeldingen for 2014 pekte departementet på at det atferdsbaserte klimakriteriet vil være uavhengig av bransje eller sektor og type klimagass. Det bør fange opp at normene på dette området vil kunne utvikle seg over tid, i tråd med blant annet endringer innen energiproduksjonen og den teknologiske utviklingen. Klimakriteriet er et område med lite erfaringsgrunnlag og begrensede normer og standarder å se hen til. Departementet har merket seg utfordringene Etikkrådet trekker frem i sitt brev. Det er viktig med et grundig forarbeid med tolkningen av kriteriet, slik at det kan brukes på tvers av bransjer og selskaper, som Etikkrådet viser til.

Departementet viser også for øvrig til omtalen i fondsmeldingen for 2014, som ble gitt blant annet på bakgrunn av en rapport avgitt av en ekspertgruppe ledet av Martin Skancke:

«Departementet har videre merket seg at ekspertgruppen framhever at det ved vurderingen av hvor alvorlig et brudd på etiske normer er på dette området, som ett av flere forhold synes rimelig å fokusere på utslippsintensitet og ikke nødvendigvis absolutte utslippsnivåer. Med utslippsintensitet menes utslipp relativt til for eksempel produksjon eller omsetning. Departementet deler gruppens syn om at selv om det er vanskelig å definere absolutte mål på utslippsintensitet, kan det fortsatt være mulig å vurdere sammenliknbare selskaper opp mot hverandre.

Videre framkommer det at både *handlinger og unnlatelser* kan danne grunnlag for observasjon eller utelukkelse etter dette kriteriet. Det legges dessuten til rette for å fokusere på et *aggregert selskapsnivå*. En slik helhetlig selskapsvurdering er naturlig i lys av at de systemer som finnes for å hindre utslipp av klimagasser og begrense globale klimaendringer er basert på en underliggende forutsetning om at virksomhet i ett område kan utlignes av virksomhet i andre områder, for eksempel ved handel med kvoter. (...)»

«*I uakseptabel grad*» viser til at det skal dreie seg om grove normbrudd, i tråd med den etablerte, høye terskelen for utelukkelse etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Departementet legger for øvrig til grunn at vurderingene fortsatt skal være fremoverskuende.

Det ble i 2016 avholdt møter mellom Norges Banks hovedstyre og Etikkrådet, og mellom NBIM og Etikkrådets sekretariat. Målet var å utveksle informasjon og koordinere arbeidet. Departementet oppfatter at de ordninger for utveksling av informasjon og koordinering som er etablert mellom Norges Bank og Etikkrådet fungerer godt.

6.4 Klimarisiko

6.4.1 Innledning

For en langsiktig investor som SPU vil avkastningen på investert kapital i stor grad følge verdiskapingen i verdensøkonomien. Klimarisiko i form av klimaendringer, klimapolitikk og virkningen av disse på teknologisk utvikling, kan ha betydning for avkastningen på lang sikt. Mekanismene som bidrar til samspillet mellom klimarisiko og fremtidig avkastning i finansmarkedene er samtidig usikre, på grunn av lite empiri og begrenset forskning på området. Kunnskap og bevissthet om den finansielle risikoen ved klimaendringer er derfor viktig i forvaltningen av SPU.

Også Mork-utvalget, som vurderte aksjeandelen i SPU, omtalte disse problemstillingene og pekte på at det er stor usikkerhet om fremtidig klimapolitikk, som for eksempel oppfølgingen av klimaavtalen som ble inngått i Paris i 2015. Denne avtalen etablerte et langsiktig, globalt mål om å holde økningen i den globale gjennomsnittstemperaturen godt under 2°C sammenlignet med førindustrielt nivå og tilstrebe å begrense temperaturøkningen til 1,5°C.

Klimarisiko er *systemisk* ved at økonomisk vekst og samlet inntjening i selskapene påvirkes. Den er også *markedsspesifikk*, ved at avkastningen av utsatte aktivaklasser, sektorer og selskaper påvirkes mer enn andre. Samtidig er det nye investeringsmuligheter i de deler av økonomien som er mindre utsatt for denne risikoen eller som utvikler eller fremmer nye løsninger. Systemisk og markedsspesifikk risiko er omtalt i avsnittene 6.4.2 og 6.4.3.

Klimarisiko har i lang tid vært en integrert del av forvaltningen av Statens pensjonsfond. I mandatene for forvaltningen av SPU og SPN er det lagt til grunn at god avkastning på lang sikt avhen-

ger av en bærekraftig utvikling og velfungerende markeder. Avsnittene 6.4.4 og 6.4.5 gir en oversikt over arbeidet med klimarisiko i den operative forvaltningen av de to fondene. Virkemidlene som tas i bruk retter seg både mot systemisk og markedsspesifikk risiko. Finansdepartementets vurdering av arbeidet med finansiell klimarisiko gis i avsnitt 6.4.6. I tillegg til arbeidet med klimarisiko i forvaltningen, er det tatt inn enkelte klimarelaterte kriterier i de etisk motiverte retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU, se boks 6.2. Disse supplerer de øvrige virkemidlene.

6.4.2 Systemisk risiko

Statens pensjonsfond er et stort og langsiktig fond, med eierandeler i flere tusen selskaper globalt. Dette gjør fondets verdiutvikling sårbar for risikofaktorer som kan svekke global produksjon og inntjening i selskapene fondet er investert i.

World Economic Forum peker i rapporten «The Global Risks Report 2017» på risikoen for mangelfulle klimatiltak og -tilpasninger som en av de viktigste globale risikofaktorene de neste ti årene.¹ IMF mener at klimaendringer utgjør en betydelig risikofaktor for den makroøkonomiske utviklingen.² FNs klimapanel (IPCC) peker på at konsekvensene for global verdiskaping sannsynligvis vil være negative dersom temperaturen øker med 2°C.³ Panelet anslår en gjennomsnittlig reduksjon i årlig verdiskaping på 0,2 – 2,0 pst., avhengig av hvilket land en ser på. Panelet peker samtidig på forhold som kan bidra til at virkningen blir større. Selv om slike tall er usikre, er det bred enighet om at samlet verdiskaping trolig vil være høyere i et scenario der den globale temperaturøkningen begrenses.

Ifølge Bank of England kan klimaendringer true stabiliteten i de globale finansmarkedene på flere måter.⁴ Fysiske skadevirkninger kan påføre bedrifter tap og påvirke handel. Videre er det en risiko for søksmål mot bedrifter for fysiske skader som er påført som følge av karbonutslipp eller utvinning av olje, gass og kull. Klimaendringer kan også innebære krevende utfor-

dringer for selskaper og stater når det gjelder evne til omstilling. En omlegging i virksomhetene kan påvirke prisene på mange finansielle aktiva og påføre investorer store tap. Økt usikkerhet kan i seg selv forsterke de finansielle konsekvensene.

I januar 2016 etablerte Financial Stability Board (FSB) en arbeidsgruppe som fikk i oppgave å utrede hvordan selskaper på en bedre og mer systematisk måte kan rapportere om klimarelatert risiko. Gruppen leverte sin rapport i desember 2016.⁵ Etter en offentlig høring er det ventet en oppdatert rapport i juni 2017.

Arbeidsgruppen ønsket å utvikle et enhetlig rapporteringsverktøy om den finansielle risikoen ved klimaendringer, som selskapene frivillig kan ta i bruk. Formålet er å redusere risikoen for finansiell ustabilitet ved at investorer, banker og andre finansinstitusjoner får bedre, mer tilgjengelig og mer sammenliknbar rapportering som grunnlag for investeringsbeslutninger.

Arbeidsgruppen peker på at klimaendringer og overgangen til en lavutslippsøkonomi representerer betydelig risiko, men også muligheter, for investorer.

Arbeidsgruppen anbefaler selskaper og investorer å rapportere om hvordan det tas hensyn til klimarisiko i strategiprosesser, og hvordan denne risikoen identifiseres, måles og styres. Som et ledd i rapporteringen oppfordrer arbeidsgruppen til stresstesting av selskapenes forretningsmodell for ulike klimapolitiske scenarioer, herunder ett som når målene i Paris-avtalen.

6.4.3 Markedsspesifikk risiko

Enkelte aktivaklasser, sektorer og selskaper kan være mer eller mindre utsatte for klimarisiko. Denne markedsspesifikke risikoen er analysert i flere rapporter som er offentliggjort de siste årene. Rapportene trekker opp ulike scenarioer for klimaendringer, klimapolitikk og teknologisk utvikling, og vurderer hvordan prisene på ulike typer verdipapirer påvirkes i scenarioene. Slike analyser er nyttige ved at de illustrerer utslag på kort sikt av et skift fra ett klimascenario til et annet, for eksempel som følge av endrede markedsforsventninger. Samtidig vil analysene gi et statisk bilde ved at en ikke tar hensyn til at virksomheten både på selskapsnivå og innen en sektor endres over tid.

¹ World Economic Forum, The Global Risks Report 2017, 12th Edition, 2017.

² International Monetary Fund, The Managing Director's statement on the role of the Fund in addressing climate change, 25. november 2015.

³ Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), Summary for Policymakers. I: Climate Change 2014: Impacts, Adaptation and Vulnerability, 2014.

⁴ Sentralbanksjef Mark Carney, Bank of England, «*Breaking the Tragedy of the Horizon — Climate Change and Financial Stability*», foredrag ved Lloyd's of London, september 2015.

⁵ Financial Stability Board, Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, Desember 14, 2016.

En rapport fra The University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership⁶ ser på tre slike scenarioer for å belyse markedsspesifikk risiko: aktiv klimapolitikk for å nå et tograders-mål, ingen klimapolitiske tiltak eller dagens klimatiltak. Sistnevnte antas å ligge mellom de to første scenarioene. I hvert av scenarioene analyseres finansielle tap som følge av endrede forventninger i markedet, før klimarisikoen faktisk realiseres. Slike forventninger kan endres raskt, for eksempel som følge av klimaavtaler. Resultatene viser at investeringsporteføljer med en høy aksjeandel er særlig utsatte for scenarioet uten klimatiltak, men også porteføljer med lav aksjeandel påvirkes på kort sikt i dette scenarioet. I togradersscenarioet er det risiko for finansielle tap på kort sikt, som i liten grad avhenger av aksjeandel. Videre viser resultatene at sektorer med stort karbonavtrykk påvirkes relativt sett mer i de ulike scenarioene enn sektorer med lite karbonavtrykk. Det kan ha et motstykke i at andre sektorer fremstår som mer attraktive.

Også konsultentselskapet Mercer har analysert langsiktig klimarisiko (frem til 2050) i finansmarkedene, med utgangspunkt i ulike scenarioer for klimapolitikk og teknologiutvikling.⁷ I alle scenarioene som Mercer ser på påvirkes avkastningen i finansmarkedene av klimapolitiske tiltak eller teknologisk utvikling, men mest på sektornivå og i mindre grad på selskapsnivå. Sektorer innen klimavennlig energiproduksjon, inkludert fornybar energi og kjernekraft, kommer relativt sett godt ut, mens sektorer med høyt karbonavtrykk, spesielt kull- og oljesektoren, kommer dårligere ut. For aktivaklasser er bildet blandet. Resultatene viser at aksjer i utviklede markeder, små selskaper og selskaper som ikke er børsnoterte, er spesielt utsatte for nedsiderisiko. I et togradersscenario, som forutsetter sterke klimapolitiske tiltak, fremheves aksjer i fremvoksende markeder, infrastruktur, eiendom, og investeringer i skog- og jordbruk som mulige «vinnere» innenfor en horisont til 2025. På lengre sikt er veldiversifiserte porteføljer med lang investeringshorisont mindre utsatt.

BlackRock, som er et av verdens største forvaltningsselskaper, har i en rapport pekt på at klimarisiko skaper både markedsrisiko og investeringsmuligheter.⁸ Rapporten viser til fire kanaler

for klimarisiko: fysiske skadevirkninger, teknologisk utvikling, regulatorisk og sosial risiko. På kort sikt kan regulatorisk risiko få særlig betydning, mens det er teknologisk risiko som særlig gjør seg gjeldende på mellomlang sikt. På lang sikt peker rapporten særlig på fysisk skade. BlackRock mener at klimarisiko akkumuleres, i stedet for å reduseres over tid. I rapporten drøftes ulike strategier for å møte denne risikoen, og det fremheves at investorer må være forberedt på høyere prising av karbonutslipp.

6.4.4 Klimarisiko i forvaltningen av SPU

Systemisk risiko har særlig stor betydning for en universell og langsiktig investor som SPU. Oppmerksomhet om denne risikoen er derfor viktig.

Klimarisiko har i flere år vært en del av arbeidet med forvaltningen av SPU. I mandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank vises det til internasjonalt anerkjente standarder for ansvarlig forvaltning, der miljø og klima står sentralt. Norges Bank har klimaendring som et av sine fokusområder. Bankens arbeid inkluderer standardsetting, forskning, utøvelse av eierrettigheter og håndtering av klimarisiko på selskapsnivå.

Et virkemiddel som dekker hele fondets portefølje er deltakelse i utviklingen av internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder for å håndtere systemisk klimarisiko. Bankens støtte til CDP (tidligere kjent som Carbon Disclosure Project) er et eksempel på dette. CDP er en uavhengig organisasjon som blant annet samler inn og publiserer informasjon om bedrifters utslipp av klimagasser og annen informasjon om håndtering av utslipp.

Norges Bank har over tid bidratt til å støtte forskning på risikofaktorer som kan ha innvirkning på fremtidig avkastning i SPU, herunder klimarisiko. I 2015 ga banken økonomisk støtte til den første, globale konferansen om aktiva som kan få vesentlig lavere verdi som følge av klimaendringer, såkalte «stranded assets». Banken har også finansiert et seminar og et litteraturstudie for å evaluere teorier om klimaendringer innen finansiell økonomi i regi av Økonomisk institutt ved Universitet i Oslo,⁹ samt inkludert temaet finansiell økonomi og klimaendringer i forskningspro-

⁶ The University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership, Unhedgeable risk: How climate change sentiment impacts investment, 2015.

⁷ Mercer, Investing in a time of climate change, 2015. Se også: Mercer, Climate Change Scenarios – Implications for Strategic Asset Allocation, 2011, en rapport som Finansdepartementet medvirket til gjennom deltakelse i utredningsprosjektet sammen med store pensjonsfond.

⁸ BlackRock, Adapting portfolios to climate change, september 2016.

⁹ Se Ingrid Hjort, *Potential Climate Risks in Financial Markets: A Literature Overview*, Memo 01/2016, og *Potential Climate Risks in Financial Markets: Report from a workshop, January 20, 2016*, Memo 02/2016, Department of Economics, University of Oslo.

grammet til Det norske finansinitiativet (NFI), etablert av Norges Bank.

Norges Bank la i 2009 frem et forventningsdokument om klima for å styrke arbeidet med klimarisiko i eierskapsutøvelsen. Forventningsdokumentet er en del av grunnlaget for forvalters dialog med selskaper. Dokumentet er senere oppdatert i 2012 og 2015. Norges Bank forventer blant annet at selskaper vurderer risikoen ved sine langsiktige forretningsstrategier, samt lønnsomheten under ulike fremtidige regulatoriske og fysiske klimascenarier. For å støtte strategiske beslutninger, bør selskapene identifisere fremtidige scenarier for klimapolitikk, karbonprising og miljøbetingelser.

Investeringene i SPU er diversifisert over aktivaklasser, land, valutaer, sektorer og enkelt-selskaper. Klimaendringer kan derfor påvirke finansiell avkastning ulikt for ulike deler av porteføljen. Som ledd i oppfølgingen av klimarisiko, særlig markedsspesifikk risiko, vurderer Norges Bank hvert år selskapene i porteføljen. Store klimagassutslipp kan gjøre et selskap utsatt for risikoen ved nye reguleringer eller andre markedsendringer. Disse vurderingene kan danne grunnlag for risikobaserte nedslag i enkelte selskaper og sektorer. Slike nedslag er finansielt motiverte. Selskapers klimagassutslipp er et sentralt forhold som inngår i bankens risikovurderinger. I løpet av 2016 vurderte banken 1 238 selskaper i åtte bransjer med særlig høy klimarisiko. Fondet har solgt seg ut av til sammen 68 selskaper basert på klimarisikoen ved slike utslipp.

For å vurdere SPUs samlede klimarisiko, analyserer Norges Bank klimagassutslipp fra selskapene i aksjeporteføljen. I 2016 beregnet banken aksjeporteføljens såkalte karbonavtrykk for tredje året på rad. Basert på utslippstall for selskapenes direkte utslipp (ramme 1) og indirekte utslipp fra innkjøpt energi og varme (ramme 2), viser analysene at utslippene til selskapene i den faktiske aksjeporteføljen er 4 pst. lavere enn i fondets referanseindeks for aksjer. Dette gjelder særlig for selskaper innen materialer, olje og gass, og kraft- og vannforsyning.

Fondets referanseindeks innebærer at SPU har betydelige investeringer i selskaper med miljørelatert virksomhet. Om lag 7 pst. av indeksen for aksjer bestod ved utgangen av 2016 av selskaper som har mer enn 20 pst. av sin inntjening fra slik virksomhet. Investeringene i miljørelaterte selskaper, inkludert selskaper innen fornybar energi, vil i utgangspunktet øke dersom deres andel av verdens børsnoterte aksjemarkeder øker.

I 2009 besluttet Finansdepartementet å etablere en særskilt ramme for miljørelaterte investeringsmandater. Denne rammen utgjør nå 30–60 mrd. kroner. De miljørelaterte investeringene er underlagt samme krav til avkastning og risiko som fondets øvrige investeringer. Ved utgangen av 2016 var markedsverdien av verdipapirene (aksjer og grønne obligasjoner) som inngår i miljømandatene om lag 64 mrd. kroner. De kan kategoriseres som investeringer i fornybar energi og alternative drivstoff, energieffektivisering og naturressursforvaltning.

6.4.5 Klimarisiko i forvaltningen av SPN

Folketrygdfondet har i lengre tid lagt vekt på klimarisiko i forvaltningen av SPN, og har satt i verk mange tiltak. Eksempler på tiltak rettet mot systemisk risiko er støtte til internasjonale standarder på området, forventninger som stilles til selskapers rapportering, risikovurderinger og dialog med selskaper. Folketrygdfondet sluttet seg til CDP i 2009. Målet er over tid å redusere klimarisikoen i porteføljen.

Folketrygdfondet forventer at selskapene i fondets aksjeportefølje håndterer egen klimarisiko, og gir pålitelig informasjon om dette gjennom offentlig rapportering. Utslipp av drivhusgasser er definert som en sentral risikofaktor som SPNs portefølje er utsatt for. Folketrygdfondet er derfor opptatt av hvordan det enkelte selskap forholder seg til klimaspørsmål. Dette gjelder både vurdering av risiko og mulige tiltak, som reduksjon av egne utslipp og tilpasninger til endringer i lover og regler, kundepreferanser, værforhold og råvaretilgang. Samtidig vil Folketrygdfondet at selskapene skal ha evne til å se langsiktige muligheter som måtte oppstå. Selskaper som tar klimarisiko på alvor og integrerer denne i sine forretningsstrategier, vil etter Folketrygdfondets oppfatning kunne være mer lønnsomme på sikt.

Folketrygdfondet er avhengig av god og pålitelig informasjon som fondet kan benytte i sine selskapsanalyser. Det legges derfor vekt på at selskaper rapporterer på utslipp, samt vesentlig risiko og muligheter på klimaområdet. Rapporteringen kan inkludere miljøregnskap, energiforbruk og klimagassutslipp. Folketrygdfondet har laget en veileder som konkretiserer forventningene til selskapers arbeid med klimarisiko og deres rapportering av risiko og muligheter, mål og resultater.

Folketrygdfondet har gjort utslippsanalyser siden 2013. I 2016 sammenliknet Folketrygdfondet utslippene av klimagasser i aksjeporteføljen med utslippene i referanseindeksen for

aksjer. Analysen viste at utslippsintensiteten i fondets aksjeportefølje var lavere enn i referanseindeksen. Folketrygdfondet anser utslippsanalysen som et viktig verktøy for å identifisere finansiell risiko ved fremtidig prising av karbonslipp. Analysen brukes også som et utgangspunkt for eierskapsutøvelsen.

6.4.6 Departementets vurderinger

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

Klima er en viktig, finansiell risikofaktor for Statens pensjonsfond på lang sikt. Fondet er stort, langsiktig og har investeringer spredt på flere tusen selskaper. Det er derfor særlig utsatt for systemisk risiko, ved at økonomisk vekst og samlet inntjening i selskapene påvirkes av blant annet klimaendringer. I mandatene for forvaltningen av SPU og SPN er det lagt til grunn at god avkastning på lang sikt avhenger av en bærekraftig utvikling og velfungerende markeder. Mandatene viser også til internasjonalt anerkjente standarder for ansvarlig forvaltning, der miljø og klima står sentralt.

Klimarisiko er en integrert del av forvaltningen av SPU og SPN. Fondene er store investorer i markedene de opererer i, og skal bidra til å forbedre internasjonale standarder og selskapsrapportering på klimaområdet. Det krever kompetanse i den operative forvaltningen, men også generell kunnskap om sammenhengen mellom klima og risiko i finansmarkedene. Derfor vil deltakelse og støtte til forskning være viktig også fremover. Norges Bank og Folketrygdfondet har også andre virkemidler som sikter mot å redusere den systemiske risikoen som følger av klimaendringer, både i risikohåndteringen og eierskapsarbeidet.

De generelle virkemidlene bidrar også til økt bevissthet om og forståelse for den markedsspesifikke risikoen ved klimaendringer. Å vri sammen-setningen av investeringene for å håndtere markedsspesifikk risiko er derimot mer krevende. Investeringsstrategien bygger blant annet på en antakelse om at finansmarkedene gjennomgående er velfungerende, med høy konkurranse mellom markedsaktørene. Det betyr at ny, offentlig tilgjengelig informasjon raskt gjenspeiles i prisene på verdipapirer. Utgangspunktet er at dette også gjelder for klimarisiko, noe som innebærer at

prisene på verdipapirer må antas å gjenspeile markedets samlede vurdering av blant annet sannsynligheten for ulike scenarioer om fremtidige klimaendringer. I så fall vil det kun være investorer som har en informasjonsfordel som kan tilpasse sine investeringer for å oppnå bedre avkastning enn markedet.

Departementet legger til grunn at en i forvaltningen av Statens pensjonsfond ikke systematisk har bedre informasjon om klimarisiko enn andre investorer. En eventuell tilpasning av investeringene krever dessuten nærhet og inngående kjennskap til markedene. I rammeverket for Statens pensjonsfond er slike vurderinger delegert til forvalter, innenfor rammene i mandatene, på lik linje med andre tilpasninger som krever avvik fra referanseindeksene. Finansdepartementet legger til grunn at Norges Bank og Folketrygdfondet i sin forvaltning fortløpende vurderer markedsspesifikk klimarisiko.

6.5 Forventningsdokument om åpenhet i internasjonal selskapsbeskatning

Ved finanskomiteens høring om fondsmeldingen for 2015 tok finansministeren opp spørsmålet om lukkede jurisdiksjoner og åpenhet om finansielle forhold i selskapene SPU er investert i. Finansministeren pekte på at åpenhet og god rapportering skaper tillit, motvirker hemmelighold og støtter opp under riktig skattlegging, og viste til at dette er problemstillinger som Norges Bank allerede er opptatt av i sitt eierskapsarbeid. I sin innstilling skrev finanskomiteen følgende:

«Komiteen mener at økte krav til åpenhet og rapportering fra selskapene SPU er investert i om inntektsstrømmer og skatteforhold kan motvirke effekten av hemmeligholdet som jurisdiksjonene tilbyr. Tydelige forventninger fra finansielle investorer som SPU kan på dette området motvirke bruk av lukkede jurisdiksjoner til å skjule ulovlige handlinger som blant annet korrupsjon, hvitvasking og skatteunndragelser og slik bidra til mer velfungerende og legitime markeder. Komiteen mener det vil være viktig med mer kunnskap om de forskjellige sider av skattespørsmål i og ved de selskaper Norges Bank investerer i.»

På denne bakgrunn vedtok Stortinget følgende anmodningsvedtak:

«Stortinget anmoder regjeringen om å be Norges Bank vurdere å utarbeide et forventningsdokument om skatt for selskapene fondet er investert i.»

Finansdepartementet ba Norges Bank om å vurdere muligheten for å utarbeide et slikt forventningsdokument i brev 29. juni 2016, i tråd med vedtaket i Stortinget. Banken har i brev 30. januar 2017 gjort nærmere rede for sine vurderinger.

Banken slutter seg til betydningen av åpenhet og god rapportering for å bygge tillit, motvirke konsekvenser av hemmelighold og understøtte riktig skattelegging på tvers av jurisdiksjoner. Som en langsiktig, global investor ønsker Norges Bank å fremme standarder og praksis som bidrar til konkurranse på like vilkår og som er bærekraftig på sikt.

Norges Bank legger opp til å utgi et forventningsdokument om åpenhet i internasjonal selskapsbeskatning i løpet av første kvartal 2017. I arbeidet med et slikt dokument vil banken hente innspill fra relevant ekspertise, næringsliv og andre interessenter. Banken vil ta utgangspunkt i investors rolle i selskapsstyringen, internasjonale rammeverk og ledende praksis.

Norges Bank viser i brevet videre til at det er myndighetenes oppgave å bestemme skattenivået og håndheve skattelovgivningen. Ulike initiativ er nå underveis for å styrke det internasjonale rammeverket for beskatning av flernasjonale selskaper, for eksempel OECDs Base Erosion and Profit Shifting-pakke (BEPS). Banken antar at den nasjonale gjennomføringen av slike regelverk over tid vil bidra til å gjøre selskapsbeskatningen mer forutsigbar og konsistent på tvers av land. Det vil også kunne legge til rette for ensartede konkurransevilkår og gjøre komplekse skattemotiverte konstruksjoner mindre aktuelle. Norges Bank mener investorers rolle i denne sammenheng kan være å fremme gode internasjonale standarder og åpenhet i selskapene. Det kan bidra til legitime og velfungerende markeder.

I sin kontakt med selskaper bygger banken på rolledelingen mellom eier og selskapets styre, slik det for eksempel fremkommer av G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring. Banken mener at økt åpenhet kan gjøre det enklere for investorer å vurdere selskapenes strategi og eventuell risiko ved beskatning på tvers av landegrensene. Banken legger samtidig til grunn at investorer ikke kan følge opp detaljene i de strategiene selskaper velger for sin skattetilnærming.

Forventningsdokumentet fra Norges Bank om åpenhet i internasjonal selskapsbeskatning vil

komme i tillegg til de fire eksisterende forventningsdokumentene om menneskerettigheter, klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter.

6.6 OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er frivillige anbefalinger som skal legge til rette for ansvarlig atferd i alle deler av næringslivet, se boks 6.1. Land som har sluttet seg til retningslinjene er forpliktet til å opprette nasjonale kontaktpunkt for ansvarlig næringsliv. Kontaktpunktene skal spre kunnskap om retningslinjene og tilby dialog og mekling i enkeltsaker. Mellom land er det stor variasjon i hvordan de 46 kontaktpunktene er organisert, og i hvor mye ressurser de har til rådighet. Det arbeides for en mer enhetlig praksis, slik at selskaper får tilsvarende oppfølging av retningslinjene fra myndighetenes og kontaktpunktenes side, uavhengig av i hvilke av de tilsluttede landene virksomheten er lokalisert. Det norske kontaktpunktet bidrar aktivt til dette arbeidet.

I mandatet for SPU er det stilt krav om at Norges Bank skal fastsette et bredt sett av prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Prinsippene skal bygge på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder som blant annet OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.

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

OECD har gjennom flere år arbeidet med å utforme veiledere som konkretiserer hvordan retningslinjene kan tas i bruk i praksis innenfor ulike sektorer. Høsten 2015 startet et arbeid med å lage veiledere om hvordan retningslinjene kan praktiseres for finanssektoren. Arbeidet ble forankret i

arbeidsgruppen for ansvarlig næringsliv og en referansegruppe som består av representanter for myndigheter, bransje, internasjonale organisasjoner, fagforeninger og akademikere. Finansdepartementet og Norges Bank har deltatt i referanse-

gruppen. En veileder for institusjonelle investorer ble godkjent av OECD i begynnelsen av 2017 og lansert i slutten av mars. OECD arbeider også med veiledere for andre deler av finanssektoren.

Del II
Temaartikkel

7 Nasjonalformuen og investeringene i SPU

Finansteorien tilsier at sammensetningen av en finansiell formue må ses i sammenheng med investors forpliktelser og øvrige formue. Det finnes en bred forskningslitteratur om porteføljevalg for husholdninger, og Mork-utvalget vurderte hvordan denne forskningen kan anvendes for Norge som finansiell investor. Denne temaartikkelen gjør rede for hvordan investeringene i SPU kan ses i et slikt rammeverk. I denne meldingen er dette perspektivet omtalt i avsnitt 3.1 om aksjeandelen.¹

Teoretisk rammeverk

Den finansielle formuen i SPU setter Norges offentlige finanser i en særstilling internasjonalt. Staten har en finanskapital som tilsvarer nærmere tre års verdiskaping i fastlandsøkonomien. Få andre land har et tilsvarende utgangspunkt. Det kan være en mulig grunn til at porteføljevalg for land er lite omtalt i finanslitteraturen. Det finnes imidlertid en stor litteratur som studerer tilsvarende problemstillinger for husholdninger.

Klassiske bidrag til litteraturen om porteføljevalg for husholdninger tok utgangspunkt i rent finansielle eiendeler. Etter hvert ble litteraturen utvidet for også å ta hensyn til eiendeler som ikke kan omsettes i et marked. En annen og sentral del av litteraturen ser på sammenhengene mellom preferanser for et stabilt forbruk og kompensasjonen som forventes for å bære risiko. Se kapittel 6 i Mork-utvalgets rapport for en nærmere gjennomgang av litteraturen.

Enkelte bidrag ser også på andre aktører enn husholdninger. Merton (1993) søker å modellere preferansene til et universitetsfond. Bodie og Briere (2013) ser på statlige investeringsfond og peker på at en, i tillegg til å se på statens samlede formue og forpliktelser, også må se på landets humankapital og naturressurser. Bremer m.fl. (2016) vurderer porteføljevalg for land som også har petroleum i bakken, men ser ikke på hele bredden i nasjonens formue.

Utgangspunktet i litteraturen er at risiko kan deles i risiko som kan omsettes, i form av handel med verdipapirer, og risiko som ikke er omsettbare. Noterte aksjer, som gir rett til et selskaps overskudd etter at andre forpliktelser er betalt, er et eksempel på omsettbare, risikable inntekter. Et individs fremtidige arbeidsinntekt er også usikker, men kan ikke omsettes på samme måte som et verdipapir. Det er således et eksempel på ikke-omsettbare, risikabel inntekt. Det er også vanlig å betrakte grunnrenten fra naturressurser som nåverdien av ikke-omsettbare kapitalinntekter.

En beslutning om hvor mye finansiell risiko en husholdning skal ta og hvordan den skal sette sammen porteføljen av omsettbare, finansielle eiendeler må ifølge finansteorien ses i sammenheng med størrelsen på og egenskapene ved andre, ikke-omsettbare inntekter og eiendeler, samt hva ressursene skal brukes til. En slik avveining bidrar til høyest mulig velferd for husholdningen, ved at forholdet mellom forventet avkastning og risiko i den samlede formuen blir best mulig.

For en husholdning er det naturlig å ta utgangspunkt i den samlede balansen av eiendeler og forpliktelser. Aktivasset (eiendeler) vil bestå av kapital og de anslåtte nåverdiene av alle fremtidige inntekter (totalformue). Typiske eiendeler i en husholdning vil være bolig, finansielle aktiva som aksjer og bankinnskudd og fremtidig arbeidsinntekt. For en ung husholdning vil fremtidig arbeidsinntekt vanligvis utgjøre den største delen av formuen. For en eldre husholdning er gjerne bolig og finansielle aktiva de største formueskomponentene. Passivasiden (gjeld) i balansen er nåverdien av fremtidige forpliktelser, for eksempel betaling for kjøp av varer og tjenester. Slike nåverdier kan være vanskelig å beregne i praksis og med stor nøyaktighet. Over tid må en legge til grunn at det er balanse mellom inntekter og utgifter. Det innebærer at nåverdien av fremtidige forpliktelser, i form av kjøp av varer og tjenester, ikke kan være større enn nåverdien av fremtidige inntekter.

Størrelsen og egenskapene til eiendelene og forpliktelsene påvirker evnen til å bære risiko. For de fleste husholdninger vil arbeidsinntekten være

¹ Temaartikkelen bygger på kapittel 6 i Mork-utvalgets rapport (NOU 2016: 20).

mindre risikabel enn finansinntektene. Tidlig i yrkeslivet er verdien av en husholdnings fremtidige arbeidsinntekt relativt høy. Da tilsier teorien at husholdningen bør ha en stor del aksjer i den finansielle porteføljen siden den store, ikke-omsettbare fremtidige arbeidsinntekten har en risikoprofil som kan tilsvare en renteportefølje.² Når en husholdning nærmer seg pensjonsalder, er verdien av fremtidig arbeidsinntekt relativt lav. Da bør husholdningen eie mer rentepapirer og mindre aksjer i den finansielle porteføljen, slik at risikoen for de samlede eiendelene er om lag uendret.

Konsumvaner kan være krevende å endre fra år til år. Det er rimelig å anta at de fleste husholdninger foretrekker et forholdsvis stabilt forbruk av varer og tjenester. Høy finansiell risikotaking kan komme i konflikt med muligheten for å opprettholde et jevnt forbruk. Et stabilt fremtidig konsum kan anses som en gjeldspost, eller en negativ beholdning av en lite risikabel eiendel, som obligasjoner. Det bør møtes med sikre inntekter. Jo større grad av stabilitet som ønskes, desto mer vil en husholdning kreve å bli kompensert i form av høyere forventet avkastning for å bære risiko. Over en lengre tidshorisont kan det samtidig, via økonomisk vekst, være en sammenheng mellom forventet avkastning og husholdningens konsumforventninger. Da vil et ønske om å opprettholde det relative finansieringsbidraget fra finansformuen kunne trekke i motsatt retning.

Aktivafordelingen i finansformuen bør videre tilpasses den implisitte beholdningen av ulike aktiva, som ikke-omsettbare naturressurser. Alt annet like vil mer risikable ikke-omsettbare formueskomponenter innebære at det er optimalt med en mindre risikabel aktivafordeling i finansformuen. Denne innsikten medfører at det ikke nødvendigvis er optimalt å holde aktivafordelingen i finansformuen konstant over tid, da den relative størrelsen på de ulike delene av formuen kan endres over tid.

Er investoren staten eller nasjonen Norge?

Finansene i offentlig sektor har særlige egenskaper sammenliknet med private aktørers finanser. Husholdninger og bedrifter har en begrenset levetid og store markedsbestemte inntekter. Staten er i prinsippet en aktør med uendelig levetid, hvis viktigste inntektskilde er retten til å skattlegge

verdiskapingen i privat sektor. Levetiden legger til rette for at staten kan velge en svært lang tidshorisont for sine finansielle investeringer.

For husholdninger og bedrifter kan en sette opp en finansiell balanse med eiendeler og forpliktelser, der en i tillegg til formueskomponentene må anslå nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. For staten er det derimot vanskelig å anslå nåverdien av dens viktigste eiendel, retten til å skattlegge husholdninger og bedrifter. Videre er det vanskelig å anslå fremtidige utgifter, siden statens forpliktelser til å levere offentlige tjenester i all hovedsak er politiske snarere enn kontraktsfestede. Inntektene og utgiftene til det offentlige er derfor ikke direkte sammenlignbare med inntekter og utgifter til en husholdning eller bedrift, men heller et styringsverktøy for å benytte samfunnets realressurser på en politisk ønsket måte.

Skatter fra økonomisk aktivitet i privat sektor er den dominerende inntektskilden til offentlig forvaltning. Skatteinntekter skiller seg fra en husholdnings ikke-finansielle inntekter ved at de ikke bestemmes i et marked – staten kan i prinsippet selv bestemme hvor mye av verdiskapingen som skal trekkes inn via skattesystemet. Samtidig vil innretningen av skattesystemet kunne påvirke både arbeidsinnsatsen og produktiviteten i privat sektor, og dermed også skattegrunnlaget. Store deler av statens inntekter vil i praksis komme fra såkalt vridende skatter, som antas å påvirke verdiskapingen i privat sektor negativt. Dette omtales også som kostnaden ved skattefinansiering. De negative effektene antas å være spesielt store ved skattesatser som er høye eller varierer mye over tid. Dette vil i praksis begrense hvor mye av verdiskapingen som kan skattlegges.

Basert på fremskrivninger av Norges økonomi og befolkning, lager Finansdepartementet anslag for utviklingen i offentlige inntekter og utgifter på lang sikt. Disse anslagene har som formål å analysere bærekraften i offentlige finanser, dvs. om dagens velferdsordninger også i fremtiden kan finansieres med dagens skattenivå. Analysene i blant annet Perspektivmeldingen 2017 belyser denne problemstillingen.

En annen viktig forskjell mellom statens skatteinntekter og inntektene til private aktører er at skattleggingens primære funksjon er å inndra kjøpekraft fra privat sektor for å styre anvendelsen av samfunnets samlede realressurser i form av arbeidskraft og produksjonsutstyr. For husholdninger er inntekter, enten de kommer fra lønnsinntekter, kapitalinntekter eller overføringer, grunnlaget for å kjøpe varer og tjenester. Ressursbruken i samfunnet kan også styres gjennom

² Sammenhengen blir mindre entydig hvis det er samvariasjon mellom arbeidsinntekter og langsiktig aksjeavkastning, se f.eks. Collin-Dufresne og Goldstein (2006).

påbud og reguleringer som direkte påvirker anvendelsen av ressursene. For eksempel kan en stat utskrive verneplikt i stedet for å skattlegge husholdninger for å ansette profesjonelle soldater. Grensene for statens virksomhet, budsjettbetingelsen, er ikke først og fremst finansiell, men bestemt av hvilke realressurser som er tilgjengelige.

Inntektene fra SPU er valutainntekter, som plasseres i utlandet og kun kan brukes til å betale for varer og tjenester produsert i utlandet. Alternativet ville vært å finansiere denne importen med eksportinntekter.³ Det ville lagt beslag på arbeidstimer og produktiv kapasitet, som i stedet kan anvendes til å produsere for konsum eller investeringer innenlands. Valutainntektene fra SPU øker slik sett ikke antallet arbeidstimer vi har til rådighet i Norge direkte, men vrir sammensetningen av produksjonen. Et fall i disse inntektene reduserer konsummulighetene over tid, men kan delvis motvirkes ved å øke arbeidstilbudet og produksjonen innenlands.

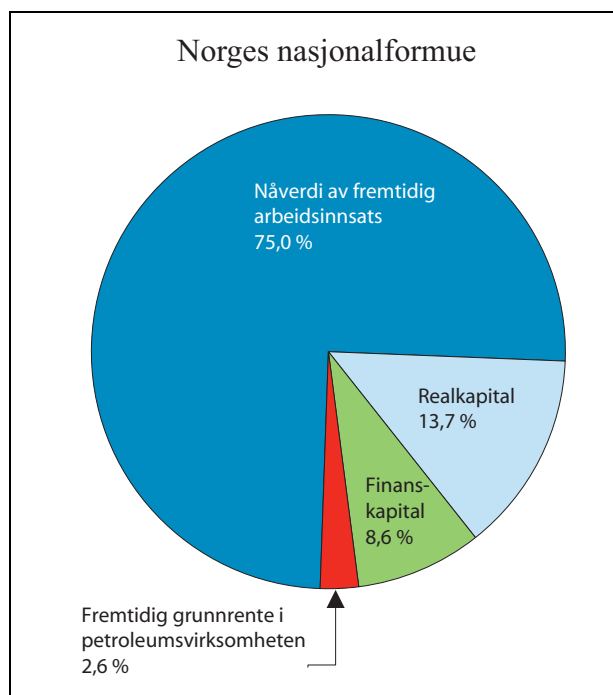
Mork-utvalget pekte på at særtrekkene ved statens balanse og SPU innebærer at det er lite naturlig å sammenholde fondet med offentlig forvaltnings øvrige inntekter når en skal vurdere investeringsstrategien til SPU. Utvalget tilrødde i stedet å sammenholde fondet med verdien av den samlede verdiskapingen i Norge.

Norges nasjonalformue

Nasjonalregnskapet angir verdien og sammensetningen av samlet verdiskaping i Norge i ett enkeltår. En svakhet med nasjonalregnskapets beregninger er at de ikke tar høyde for om inntektene fra naturressurser lar seg opprettholde over tid. Petroleumsvirksomheten innebærer at olje og gass blir vekslet om til inntekter som regnes med i BNP, mens nedgangen i petroleumsressursene på norsk sokkel ikke gjenspeiles i nasjonalregnskapet. Også overbeskatning av fornybare naturressurser vil fremkomme som en midlertidig inntektsøkning i nasjonalregnskapet. Siden Norges løpende inntekter er påvirket av store, men midlertidige petroleumsinntekter, gir nasjonalformuen et bedre bilde av faktorene som vil bidra til Norges inntekter i fremtiden.

Nasjonalformuen kan beregnes på ulike måter, men i utgangspunktet er formuen definert som nåverdien av de fremtidige konsummulighetene den gir grunnlag for. Slike beregninger er lagt

³ På kort sikt kan import også finansieres med utenlandske lån.



Figur 7.1 Netto nasjonalformue. Prosent

Kilde: Finansdepartementet.

frem i Perspektivmeldingen 2017, se figur 7.1. Der beregnes fire komponenter som inngår i den samlede nasjonalformuen:⁴

- *Humankapital*. Humankapitalen er anslått som nåverdien av fremtidig arbeidsinnsats.
- *Naturressurser*. Anslaget for petroleumsformuen er beregnet som nåverdien av fremtidig grunnrente i petroleumssektoren. Som en forenkling ses det bort fra andre naturressurser.
- *Fast realkapital*. Her brukes nasjonalregnskapets anslag for verdien av fast realkapital vurdert til gjenanskaffelsespriser for denne kapitalen.
- *Finanskapital*. Anslag for Norges nettofinansformue i utlandet fra SSBs finansielle balanser. SPU står for det meste av finanskapitalen.⁵

Nåverdien av fremtidig arbeidsinnsats er anslått til å utgjøre om lag tre firedeler av den samlede nasjonalformuen. Det innebærer at velferdsutviklingen på lang sikt først og fremst blir bestemt av arbeidsinnsatsen og hvor mye en får ut av hver

⁴ Det er gjort nærmere rede for den anvendte metoden og alternative beregningsmåter på Finansdepartementets nettsider.

⁵ Klaus Mohn (2016) finner få tegn til at økt sparing på statens hånd er motvirket av økt gjeld i privat sektor. Det er heller ikke gjenspeilet i betydelige fordringer fra utlandet på privat sektor, som måles her.

arbeidstime (arbeidsproduktiviteten). Både den delen av formuen som er hentet opp i form av olje- og gassreserver, og plassert i SPU, og den delen som er igjen på havbunnen i form av petroleumsressurser, er anslått å utgjøre langt mindre andeler. Realkapital, finanskapital og fremtidig grunnrente i petroleumsvirksomheten er anslått til hhv. 14 pst., 9 pst. og 3 pst. av nasjonalformuen.

Anslag fra slike beregninger er usikre. Verdien av petroleumsformuen avhenger blant annet av den fremtidige oljeprisen. Videre avhenger verdien av humankapitalen av fremtidig produktivtetsvekst. Dersom den økonomiske veksten på lang sikt blir vesentlig svakere enn lagt til grunn, vil også nåverdien av fremtidig produksjon – og dermed nåverdien av humankapitalen – være lavere enn beregnet. Dersom den langsiktige produktivtetsveksten blir lavere, vil antagelig avkastningen av finanskapitalen, herunder SPU, også bli lavere. I tillegg avhenger verdien av humankapitalen av arbeidsinnsatsen per innbygger. Skulle en gjennomsnittlig arbeider i fremtiden arbeide flere timer, vil også verdien av humankapitalen øke. Fremtidige generasjonerers avveininger mellom konsum og fritid vil dermed bli avgjørende.⁶

Usikkerheten gjelder ikke bare størrelsen på disse komponentene, men også sammenhengene mellom dem. Det kan være samvariasjon mellom enkelte deler av eiendelene og forpliktelsene, fordi begge påvirkes av det samme bakenforliggende forhold, for eksempel fremtidig produktivtetsvekst. Slike sammenhenger er vanskelig å anslå og vil kunne variere over tid.

Et nasjonalformuesperspektiv er en mulig tilnærming for enkelte valg...

Det teoretiske rammeverket for sammensetning av en beslutningstakers finansielle formue innebærer at nåverdien av fremtidige inntekter sammenholdes med nåverdien av fremtidige forpliktelser. Sammensetningen av den finansielle formuen skal da tilpasses slik at forholdet mellom forventet avkastning og risiko for den samlede formuen blir best mulig, sett i lys av de fremtidige forpliktelsene. For SPU vil det i et slikt rammeverk være naturlig å legge til grunn et nasjonalformuesperspektiv, der finansformuen sammenholdes med samfunnets øvrige inntekter.

Et slikt perspektiv kan belyse viktige veivalg ved oppbygging og plassering av finansformue i SPU. Aksjeandelen bestemmer i stor grad risikonivået i SPU, og er et eksempel på et valg som kan belyses på denne måten. For staten er grunnrenten fra olje og gass i bakken usikker. Oljeprisen har historisk svingt mye. Omgjøringen av denne grunnrenten til en veldiversifisert, finansiell formue i utlandet bidrar, alt annet like, til en reduksjon av risikoen i samlet petroleumsformue. For et gitt risikonivå kan en derfor, etter hvert som verdien av oljen i bakken avtar, bære større risiko i den finansielle delen av petroleumsformuen.

Både Mork-utvalget og Norges Bank pekte på at den betydelige formuesomplussingen som har funnet sted de siste årene, fra olje og gass i bakken til finansformue i utlandet, isolert sett trekker i retning av en høyere aksjeandel i SPU, se avsnitt 3.1. Samtidig innebærer rammeverket at valg av risikonivå også må bygge på andre vurderinger. Retningslinjene for finanspolitikken og fondets uttalte formål legger til rette for en lang tids horisont og evne til å bære kortsiktige verdisvingninger. I tillegg må det tas høyde for hvor store svingninger i samlet konsum nasjonen tåler over tid. Et bortfall av inntekter vil påvirke konsummulighetene negativt. Som Mork-utvalget pekte på er det uheldig med store svingninger i skattenivået og det offentlige tjenestetilbudet over tid. Om et bortfall av inntekter skal slå ut i et svekket offentlig tjenestetilbud til husholdningene, eller i høyere skatter og lavere privat konsum, vil være et politisk valg. Valget må også ta hensyn til kostnadene ved skattefinansiering.

Et slikt analytisk rammeverk kan også kaste lys over hvilken rolle fondet har i finansieringen av fremtidige utgifter. Retningslinjene for finanspolitikken innebærer at det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet fullt ut finansieres ved en overføring fra fondet. Målet med denne mekanismen er å unngå at en bygger opp finansiell gjeld samtidig med at en bygger opp sparing på statens hånd i SPU. Et nasjonalformuesperspektiv synliggjør at det samlet sett ikke ville gitt mening.

Et nasjonalformuesperspektiv innebærer at en ved sammensetningen av den finansielle formuen må ta hensyn til fremtidige forpliktelser. Fremskrivninger tyder på at statens finanser vil stå under betydelig press fremover, som følge av aldring av befolkningen. Det skyldes at offentlige ytelser i all hovedsak betales av skatter og avgifter på inntekter skapt av befolkningen i yrkesaktiv alder, mens barn, unge og eldre er netto mottakere av slike ytelser. Sparing i Statens pensjons-

⁶ For anslagene i figur 7.1 er det lagt til grunn at antallet arbeidstimer i utgangsåret videreføres uendret. Det er en vanlig tilnærmingssåte i slike beregninger. Det er også lagt til grunn at arbeidsproduktiviteten opprettholdes på dagens nivå. Resultater med andre forutsetninger finnes i dokumentasjonsnotatet på Finansdepartementets nettsider.

fond vil bidra til å gjøre det lettere å møte disse utgiftene. Samtidig vil det i liten grad være mulig å dekke opp de økte utgiftene som følger med aldring av befolkningen ved økt sparing i dag. Forbigående inntekter fra olje og gass kan ikke finansiere et permanent og økende gap mellom offentlige inntekter og utgifter.

Både økningen i aldersrelaterte utgifter og pensjonsfondets begrensede bidrag var kjent da handlingsregelen ble introdusert i 2001. Den gang ble det fremhevet at denne utfordringen først og fremst må møtes med reformer som gjør offentlige finanser mer robuste overfor aldringen, slik som tiltak for økt arbeidstilbud og produktivitet i offentlig sektor. Også senere meldinger fra Finansdepartementet, samt Thøgersen-utvalgets utredning, har lagt en slik tilnærming til grunn.

...men lite anvendbart for andre og mer detaljerte valg

I prinsippet er det mange problemstillinger som er viktige for å vurdere strategien for investeringene i SPU i et nasjonalformuesperspektiv. Rammeverket ovenfor tyder på at det er mulig å tilpasse sammensetningen av den finansielle delen av formuen for å ta hensyn til endringer i verdien av de ikke-omsettelige delene av nasjonalformuen. I et notat skrevet i forbindelse med Perspektivmeldingen 2017 peker førsteamanuensis Trond Døskeland ved NHH på humankapitalen, som i stor grad gjenspeiler produktivitet og framtidig arbeidsinnsats, og spør om det finnes investeringer som vil gi relativt høyere avkastning dersom produktivitetsveksten i Norge og resten av OECD-området skulle avta markert. I et scenario der prisene faller for andre viktige eksportprodukter som fisk og metaller, finnes det da motsykliske investeringer? Et annet eksempel er diskusjonen om olje- og gassaksjer i SPU, se omtalen i Perspektivmeldingen 2017. Et varig fall i prisene på olje og gass vil virke negativt inn på Norges økonomi og framtidige inntekter. Kan og bør denne sårbarheten reduseres ved å selge SPUs beholdning av disse aksjene?

I prinsippet kan en analysere risikoen ved hver av de ulike komponentene av nasjonalformuen og korrelasjonen mellom dem, og dermed komme frem til en aktivaallokering som i teorien er optimal. I praksis er imidlertid slike analyser krevende å gjennomføre fordi det forutsetter sikker kunnskap om empiriske sammenhenger mellom ulike priser og utviklingen i verdens aksje- og obligasjonsmarkeder. Historiske data viser at korrelasjonen mellom de ulike komponentene er usikker og varierer over tid, noe også Mork-utvalget peker

på. Forsøk på å beregne en optimal allokering ville dessuten bidra til en kompleks og fragmentert strategi for investeringene i SPU. Den ville også løpende måtte legges om etter hvert som sammenhengene endrer karakter, for eksempel som følge av tidsvarierende kompensasjon for å bære risiko i finansmarkedene. Det ville medført betydelige transaksjonskostnader.

Det kan også reises mer prinsipielle innvendinger mot å bruke et slikt rammeverk. Mork-utvalget viser til at den norske befolknings tobakkskonsum trekker ned verdien av humankapitalen i nasjonalformuen. Fra et nasjonalformuesperspektiv ville motstykket til dette være å investere i tobakkselskaper, og ta del i inntektene fra salg av tobakk. Dette ville være i strid med Stortingets forutsetninger om ikke å investere i slike selskaper på etisk grunnlag.

En annen innvending er at staten i mange tilfeller vil kunne ha andre, mer treffsikre virkemidler for å adressere noen av disse spørsmålene enn å vri sammensetningen av investeringene i SPU. Et eksempel på dette er sårbarheten til norsk økonomi ved et varig fall i inntektene fra olje og gass, som drøftes i Perspektivmeldingen 2017. I omtalen vises det til at god evne til økonomisk omstilling, understøttet av den økonomiske politikken og fleksibilitet i arbeidsmarkedet, vil være langt viktigere i en slik situasjon enn om SPU er trukket ut av olje- og gassaksjer.

I nasjonalformuen er humankapitalen målt ved nåverdien av framtidig arbeidsinnsats den dominerende inntektskomponenten. Da er lavere arbeidsinnsats en viktig risikofaktor for konsummulighetene. Bør sammensetningen av investeringene i SPU endres dersom kommende generasjoner har andre preferanser for fritid enn dagens generasjon? Ved opprettelsen av SPU ble det pekt på at oljeinntektene representerer en ikke-fornybar naturressurs, og sparingen i fondet sikter mot å fordele denne ressursen jevnt mellom generasjoner. Sparingen i fondet er dermed motivert ut fra hensynet til en rettferdig fordeling av petroleumsformuen mellom generasjoner, men ikke en glatting av konsumet mellom de samme generasjonene.

Investeringene i SPU er basert på at fondet har en lang tidshorisont og at det er ønskelig med bred risikospredning på tvers av land, sektorer og selskaper. Over tid skjer det store endringer i næringssammensetning og produksjonsteknologi globalt. Det er grunn til å tro at den teknologiske utviklingen vil fortsette, men det er samtidig vanskelig å forutse hvilke sektorer og selskaper som vil komme godt eller dårlig ut av denne utviklin-

gen. Dimson (2015) viser store variasjoner i langsiktig avkastning mellom sektorer. Bred spredning av investeringene i SPU beskytter oss mot tap som følge av konsentrerte posisjoner i land eller industrier med lav langsiktig avkastning. Det er avgjørende for å kunne bære risikoen på lang sikt ved å investere i aksjer. Om en forsøkte å gjennomføre detaljerte tilpasninger i sammensetningen av den finansielle formuen ut fra nasjonalformuesbetraktninger, kunne det hatt en betydelig kostnad i form av et mindre diversifisert grunnlag for den langsiktige avkastningen til

SPU. Finansdepartementet kjenner ikke til andre, tilsvarende fond som gjør denne typen tilpasninger i sin investeringsstrategi.

Finansdepartementet

t i l r å r :

Tilråding fra Finansdepartementet 31. mars 2017 om Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016 blir sendt Stortinget.

Vedlegg 1

Ord og uttrykk

Aktivaallokering

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

Aktivaklasser

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

Aktiv forvaltning

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

Aritmetisk avkastning

Aritmetisk avkastning er et historisk mål for gjennomsnittlig avkastning over flere tidsperioder.

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

Avkastning

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

Differanseavkastning

Se *meravkastning*.

Diversifisering

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

Durasjon

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

Eksternalitet

Eksternaliteter (eller eksterne virkninger) er kostnader eller gevinster ved produksjon eller konsum som ikke belastes beslutningstakeren. Et

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

Faktisk portefølje

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

Faktisk referanseindeks

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

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

Faktorer

Faktorer påvirker avkastningen i et bredt sett av investeringer. Investorer vil kunne kreve en forventet avkastning ut over risikofri rente for å være eksponert mot faktorer som er systematiske, slik at risikoen ved faktorene ikke kan reduseres gjennom diversifisering. Dette kalles faktorpremier. Noen kjente systematiske faktorer i aksjemarkedet er markedsrisiko, størrelse, verdi, momentum, likviditet og volatilitet. Viktige systematiske faktorer i obligasjonsmarkedet er løpetid, kreditt og likviditet, med tilhørende faktorpremier. Se *diversifisering* og *systematisk risiko*.

Finansiell eier

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

Forventet avkastning

Forventet avkastning er et statistisk mål på middelverdien i fordelingen over alle mulige avkastningsutfall. Hvis det ved en investering er 50 pst. sannsynlighet for 20 pst. verdistigning, 25 pst. sannsynlighet for 10 pst. verdistigning, og 25 pst. sannsynlighet for 10 pst. verdireduksjon, er den forventede avkastningen $(0,2 \times 0,5) + (0,1 \times 0,25) + (-0,1 \times 0,25) = 10$ pst. Forventet avkastning angis normalt som en årlig rate. Se *avkastning*.

Fremvoksende markeder

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

Fundamental analyse

Fundamental analyse har primært som formål å kartlegge faktorene som påvirker et aktivas fremtidige (forventede) kontantstrøm. I en fundamental analyse av et aksjeselskap vil vurderinger av selskapets inntekter, kostnader og investeringer stå sentralt. Fundamental analyse brukes blant annet til verdsettelse av selskaper. En strategi for en aktiv forvalter vil ofte være å kjøpe aksjer som vurderes som lavt verdsatt i aksjemarkedet i forhold til selskapets anslåtte fundamentale verdi. Investor forventer da at selskapets fundamentale verdi over tid vil bli gjenspeilet i aksjekursen. Se *aktiv forvaltning*.

Geometrisk avkastning

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

Indeks

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

Indeksforvaltning

Med indeksforvaltning (eller passiv forvaltning) menes at forvaltningen er innrettet mot at den fak-

tiske porteføljen skal gjenspeile sammensetningen av referanseindeksen. Dersom sammensetningen av den faktiske porteføljen er eksakt lik sammensetningen av referanseindeksen, vil avkastningen av faktisk portefølje og referanseindeksen være lik, sett bort fra transaksjonskostnader, skatt og forvaltningskostnader. Dersom referanseindeksen omfatter mesteparten av de omsatte verdipapirene i markedet, vil man ved indeksforvaltning oppnå en avkastning som gjenspeiler avkastningen i markedet samlet. Avkastningen som følger av en bred markedseksponering kalles ofte beta-avkastning. Kostnadene ved indeksforvaltning er normalt lave. Se *indeks*, *faktisk* og *strategisk referanseindeks*.

Inflasjon

Inflasjon er en økning i det generelle prisnivået.

Inflasjonsrisiko

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

Institusjonell investor

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

Internasjonal kjøpekraftsparitet

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

Investerbarhet

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

Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en likevektsmodell for prising av verdipapirer (eller en portefølje av verdipapirer) med usikker fremtidig avkastning. I modellen er det en lineær sammenheng mellom forventet avkastning ut over risikofri rente og verdipapirets (ellers porteføljens) følsomhet for markedsrisiko.

Konsentrasjonsrisiko

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

Korrelasjon

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

Kredittrisiko

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

Kupong

Kupong er betegnelsen på renten som betales ut til obligasjonseierne i perioden fra utstedelse til forfall. Obligasjoner kan utstedes med og uten kupong.

Likviditetspremie

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

Markedseffisiens

Markedseffisiens innebærer at prisen på en finansiell eiendel, slik som en aksje eller obligasjon, til enhver tid gjenspeiler all tilgjengelig informasjon om eiendelens fundamentale verdi. Dersom denne hypotesen er korrekt, vil det være umulig for en forvalter konsistent å oppnå meravkastning ved fundamental analyse. Se *aktiv forvaltning* og *fundamental analyse*.

Markedsrisiko

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

Markedsverdivokter

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

Meravkastning

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

Motpartsrisiko

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

Nominell avkastning

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

Obligasjon

En obligasjon er et omsettelig lån med løpetid på mer enn ett år. Obligasjoner innfris av utsteder (låntaker) ved forfall, og i perioden fra utstedelse til forfall betaler utsteder rente til eierne av obligasjonene (såkalt kupong). De fleste obligasjoner er basert på en fast nominell rente, dvs. at kupongen er et beløp som er bestemt på forhånd. Ved en reduksjon i det generelle rentenivået vil prisen på en obligasjon med fast rente stige, og den vil synke ved en økning i det generelle rentenivået. Obligasjoner finnes i flere varianter, bl.a. med flytende rente, uten kupong eller med løpende nedbetaling. Se *kupong*.

Operasjonell risiko

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

Passiv forvaltning

Se *indeksforvaltning*.

Portefølje

En sammensetning av ulike verdipapirer og aktiva-klasser som holdes av samme investor. Se *diversifisering*.

Prinsipal-agent-problem

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

forvalter av kapital, og mellom kapitalforvalter og ledelsen i selskapene en investerer i.

Realavkastning

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

Relativ avkastning

Se *meravkastning*.

Relativ volatilitet

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

Risiko

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

Risikopremie

Investorer vil normalt kreve en forventet avkastning ut over risikofri rente for å bære risiko som

ikke kan fjernes ved diversifisering, dvs. for eksponering mot systematiske risikofaktorer. Denne meravkastningen kalles risikopremie. Se *diversifisering og faktorer*.

Samvariasjon

Se *korrelasjon*.

Sannsynlighetsfordeling

En sannsynlighetsfordeling beskriver mulige verdier som en usikker (stokastisk) variabel kan ha og hvor relativt hyppig hver av verdiene inntreffer. Den mest kjente sannsynlighetsfordelingen er normalfordelingen, som er symmetrisk om middelverdien (forventningsverdien). Fordelinger som ikke er symmetriske kalles ofte skjevfordelte. Fordelinger der ekstremutfall (store eller små) er mer sannsynlige enn i normalfordelingen kalles fordelinger med «fete» eller «tunge» haler.

Standardavvik

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

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

Strategisk eier

Begrepet strategisk eier brukes om investorer som, i motsetning til finansielle eiere, aktivt søker å utnytte eierskapet til formål ut over det finansielle, for eksempel en gitt atferdsendring. For en strategisk eier er det viktig å få innflytelse over

selskapet, gjerne gjennom en stor eierandel og en plass i selskapets styre. Går også under betegnelsen industriell eier. Se *finansiell eier*.

Strategisk referanseindeks

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

Systematisk risiko

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

Tilbakevektning

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

Unoterte investeringer

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

Valutakurv

SPU plasseres utelukkende i utenlandske verdipapirer, og dermed kun i papirer som omsettes i andre valutaer enn norske kroner. Avkastningen av SPU i norske kroner vil dermed variere med valutaendringer mellom norske kroner og de valutaer fondet er investert i. For fondets internasjonale kjøpekraft er imidlertid kronekursen ikke relevant. Avkastningen i fondet måles derfor i internasjonal valuta. Dette gjøres med utgangspunkt i fondets valutakurv, som er en sammenvekting av de valutaer som inngår i referanseporteføljen.

Valutarisiko

Investeringene vil kunne ha en annen fordeling på land og valutaer enn de varene og tjenestene de skal finansiere. Endringer i internasjonale valutakurser vil derfor påvirke hvor mange varer og tjenester som kan kjøpes. Dette kalles (real-)valutarisiko. Internasjonal kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle når det gjelder å måle slik valutarisiko. Se *internasjonal kjøpekraftsparitet*.

Volatilitet

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

Vedlegg 2**Historiske tabeller**

Tabell 2.1 Avkastning av SPU i 2016, siste 3, 5, og 10 år, samt i perioden 1998–2016, målt i norske kroner.
Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2016	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2016
<i>SPU inkl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	1,95	13,53	14,33	7,39	6,69
Norsk inflasjon ¹	3,60	2,61	2,12	2,10	2,09
Forvaltningskostnader	0,05	0,06	0,06	0,08	0,09
Avkastning justert for kostnader og inflasjon	-1,64	10,59	11,90	5,11	4,42
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	2,14	13,51	14,33	7,39	6,69
Referanseindeks	2,00	13,56	14,12	7,33	6,43
Meravkastning (prosentenheter)	0,14	-0,05	0,21	0,06	0,26
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	3,67	14,69	17,95	6,92	6,67
Referanseindeks	3,53	14,62	17,56	6,68	6,20
Meravkastning (prosentenheter)	0,14	0,07	0,39	0,25	0,46
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	-0,53	11,47	8,47	6,50	5,82
Referanseindeks	-0,68	11,75	8,64	6,47	5,68
Meravkastning (prosentenheter)	0,15	-0,28	-0,17	0,03	0,14
<i>Eiendomsporteføljen²</i>					
Faktisk portefølje	-3,91	14,87	12,71	10,81	

¹ Inflasjon gitt i tabellen er ikke basert på inflasjon målt i fondets valutakurv, men på norske KPI-tall.

² Den første eiendomsinvesteringen ble gjennomført i første kvartal 2011. Oppgitt avkastning i kolonnen «Siste 10 år» er annualisert avkastning fra og med 1. april 2011.

Kilder: Norges Bank, Macrobond og Finansdepartementet.

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

År	Fondets valutakurv		NOK		USD		EUR		GBP	
	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon
1997	9,07	1,75	10,83	2,62	-4,01	2,29	11,87	1,53	-0,16	1,89
1998	9,26	0,92	19,75	2,25	15,87	1,56	7,63	1,10	14,59	1,57
1999	12,44	1,28	13,84	2,30	7,92	2,21	26,43	1,08	11,40	1,26
2000	2,49	2,02	6,53	3,13	-2,91	3,36	3,66	2,14	4,75	0,83
2001	-2,47	1,17	-5,34	3,03	-6,93	2,85	-1,87	2,36	-4,48	1,24
2002	-4,74	1,91	-19,09	1,29	4,76	1,58	-11,11	2,18	-5,30	1,22
2003	12,59	1,57	19,96	2,45	24,92	2,28	3,92	2,13	12,34	1,34
2004	8,94	2,37	3,93	0,44	14,16	2,66	5,94	2,09	6,45	1,32
2005	11,09	2,33	14,28	1,59	2,22	3,39	17,80	2,17	14,32	2,09
2006	7,92	2,13	5,89	2,26	15,16	3,23	3,01	2,24	1,01	2,30
2007	4,26	3,12	-3,90	0,76	10,20	2,83	-0,61	2,07	8,35	2,38
2008	-23,31	1,42	-6,66	3,79	-27,62	3,86	-23,87	3,27	0,21	3,55
2009	25,62	1,82	7,88	2,11	30,77	-0,37	26,69	0,33	16,42	2,24
2010	9,62	1,98	9,49	2,47	8,82	1,68	16,38	1,63	12,24	3,23
2011	-2,54	2,84	-1,39	1,24	-3,96	3,12	-0,75	2,68	-3,25	4,47
2012	13,42	1,98	6,70	0,77	14,42	2,09	12,66	2,51	9,39	2,78
2013	15,95	1,41	25,11	2,13	14,77	1,48	9,81	1,32	12,63	2,60
2014	7,58	0,91	24,23	2,01	0,52	1,59	14,47	0,50	6,78	1,52
2015	2,74	0,86	15,54	2,12	-2,13	0,13	9,02	0,00	3,54	0,00
2016	6,92	1,52	1,95	3,60	4,83	1,27	7,97	0,20	25,05	0,70
1998–2016	5,70	1,76	6,69	2,09	5,83	2,14	6,01	1,68	7,43	1,92
1997–2016	5,87	1,76	6,90	2,11	5,31	2,15	6,30	1,67	7,04	1,92

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

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

Bestilling av publikasjoner

Offentlige institusjoner:

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon

Internett: www.publikasjoner.dep.no

E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no

Telefon: 22 24 00 00

Privat sektor:

Internett: www.fagbokforlaget.no/offpub

E-post: offpub@fagbokforlaget.no

Telefon: 55 38 66 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på

www.regjeringen.no

Omslagsillustrasjon: Remi Thoresen, 07 Media AS

Trykk: 07 Xpress – 03/2017

