

Statens pensjonsfond utland – erfaringer og organisering

Foredrag av visesentralbanksjef Egil Matsen på et seminar i regi av Norges Bank.

Innledning

«Vi har vært heldige, men vi har også forvaltet ressursene godt». Slik beskrev statsminister Erna Solberg Norges forvaltning av olje- og gassinntektene på en pressekonferanse i februar i år.[\[1\]](#) Mange vil nok være enig i Statsministerens beskrivelse.

I 1990 vedtok Stortinget loven om Statens petroleumsfond. Det var en viktig milepæl for forvaltningen av landets petroleumsinntekter. Loven setter et skille mellom de løpende olje- og gassinntektene og bruken av inntektene over statsbudsjettet. Sparingene i Statens pensjonsfond utland er et resultat av dette skillet. Loven bestemmer at alle statens petroleumsinntekter skal plasseres i fondet, og at fondets midler bare kan anvendes over statsbudsjettet. I følge den såkalte handlingsregelen skal overføringene over tid følge forventet årlig realavkastning på fondets plasseringer.

Figur: Et stort fond – 8 000 milliarder

Det første innskuddet i fondet var på 2 milliarder kroner, og ble gjort av daværende finansminister Sigbjørn Johnsen i mai 1996. I dag er fondets verdi rundt 8000 milliarder kroner. Det tilsvarer nesten 3 ganger den årlige verdiskapingen i Fastlands-Norge. Overføringen fra fondet til statsbudsjettet er ventet å finansiere 15 prosent av utgiftene i offentlig forvaltning i 2018.[\[2\]](#) Fondet har blitt viktig for norsk økonomi.

Norges Bank har hatt oppgaven med å forvalte oljefondet siden starten i 1996. Allerede den gang var det motforestillinger, både i og utenfor banken, til at banken skulle forvalte fondet. Kunne en byråkratisk institusjon som Norges Bank være egnet til å nå målet om høyest mulig avkastning? Ville banken kunne rekruttere medarbeidere med den nødvendige kompetansen? Hva med hensynet til sentralbankens omdømme? Ville ledelsens oppmerksomhet om sentralbankens kjerneoppgaver bli svekket? Det er interessant å se at sentralbanklovutvalget[\[3\]](#), mer enn 20 år senere, er inne på noen av de samme problemstillingene.

Til tross for skepsisen ble forvaltningen lagt til banken. I historien om Norges Bank skriver forfatterne: «Selv om utfordringene med kapitalforvaltning i Norges Bank var åpenbare, synes ikke embetsverket i Finansdepartementet, og heller ikke Norges Banks ledelse, å ha vært i tvil om at fondet burde plasseres i sentralbanken». [\[4\]](#) Historikerne peker blant annet på behovet for å holde kontroll med forvaltningen og frykt for dårligere avkastning hvis man splittet forvaltningen på flere institusjoner som grunner til at Norges Bank ble valgt. Vi skal også huske at det var usikkerhet om hvor stort fondet kunne bli og hvor lenge det ville vare. Det var derfor naturlig at en eksisterende institusjon med systemer og kompetanse til å forvalte landets valutareserver ble valgt til å gjennomføre oppdraget. Man kan si at fondet

ble tenkt på som en sparekonto opprettet i Norges Bank ved siden av statens ordinære foliokonto.

Figur: Et stort fond

Avkastningen på denne sparekontoen har så langt vært god. Siden inngangen til 1998 har fondet i gjennomsnitt hatt en årlig avkastning på seks prosent. Målt i kroner var den samlede avkastningen på over 3 800 milliarder kroner ved utgangen av forrige måned. Avkastningen har vært om lag $\frac{1}{4}$ prosentpoeng høyere enn avkastningen til fondets referanseindeks. Den årlige realavkastningen har vært fire prosent. Forvaltningskostnadene har vært lave. Over tid har de falt som andel av kapitalen som forvaltes, og er nå nede i 0,06 prosent årlig.

Styringsmodell og styringsprinsipper

Sentralbanklovutvalget har vurdert hvordan organiseringen av Statens pensjonsfond utland bør være i framtiden. Før jeg kommenterer utvalgets konklusjoner vil jeg si litt om dagens styringsmodell, og samspillet mellom Storting, departement og Norges Bank.

Figur: Styringsstruktur

Det lovmessige grunnlaget vedtas av Stortinget, mens Finansdepartementet fastsetter et forvaltningsmandat som gis videre til Norges Bank. Departementet har videre etablert en praksis der viktige veivalg forankres i Stortinget. Med utgangspunkt i mandatet fra Finansdepartementet utarbeider bankens hovedstyre stillingsinstruks og investeringsmandat til leder for bankens kapitalforvaltningsenhet NBIM.

Dagens styringsmodell er i samsvar med de såkalte Santiago-prinsippene som er utviklet for styringen av nasjonale investeringsfond. Det legges der vekt på at slike fond bør ha et klart definert formål. Lov om statens pensjonsfond har en eksplisitt målsetting om at fondet skal understøtte statlig sparing og underbygge langsiktige hensyn ved bruk av statens petroleumsinntekter. I departementets mandat er dette presisert ved at Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig langsiktig realavkastning til moderat risiko.

Santiago-prinsippene peker også på betydningen av en klar fordeling av roller og ansvar i styringslinjen, og at investeringsvirksomheten ikke detaljstyres. I forholdet mellom Finansdepartementet og Norges Bank er dette ivaretatt blant annet ved at departementet ikke instruerer i spørsmål om eierskapsutøvelse eller enkeltinvesteringer.

Santiago-prinsippene er avledet fra mer generelle prinsipper for god virksomhetsstyring. Et viktig formål med slike prinsipper er å redusere det såkalte prinspal-agentproblemet. Dette problemet oppstår hvis en oppdragsgiver – prinsipalen – delegerer en oppgave til noen – en agent – som har mer informasjon og som kan ha andre interesser enn prinsipalen. Det er vanlig å bruke delegert kapitalforvaltning som eksempel på en situasjon hvor prinspal-agentproblemet kan oppstå.

I dagens styringsmodell for fondet er det naturlig å tenke på Finansdepartementet som prinsipalen og Norges Bank som agenten. For departementet er utformingen av

forvaltningsmandatet, rapportering og tilsyn viktige verktøy for å sikre at forvaltningen skjer i tråd med målsettingene. Nå vil jeg mene at departementets og bankens interesser sammenfaller i stor grad. Alle bankens ansatte er seg svært bevisst vårt samfunnsoppdrag. Men det er ikke til å komme bort fra at banken har mer løpende informasjon om investeringene og forvaltningen enn departementet.

Finansdepartementet har gitt Norges Bank et relativt detaljert mandat for forvaltningen av fondet. Det er gjennom dette mandatet at investeringsstrategien i all hovedsak fastsettes. Mandatet bestemmer referanseindeks og rammer for avvik fra indeksen. I tillegg legger mandatet føringer for fondets investeringsunivers. Rammen for avvik mellom faktisk portefølje og referanseindeks er begrenset. Som en konsekvens har forvaltningen vært såkalt indeksnær – fondets avkastning og markedsrisiko blir langt på vei bestemt av referanseindeksen.

Figur: Avkastning på fondet og referanseindeksen

Banken og hovedstyrets rolle i utforming og videreutvikling av forvaltningsmandatet er å gi råd til Finansdepartementet. Dette er en viktig jobb. Utover dette, har banken et begrenset ansvar og handlingsrom når det gjelder å fastsette den overordnede investeringsstrategien – særlig hvis vi sammenligner med andre store, offentlige sparefond.

Et eksempel er Singapores Government Investment Corporation, GIC. Også her utarbeider landets finansdepartement et mandat med en referanseportefølje og rammer for investeringene, men styret for GIC har et større ansvar for faktisk aktivaallokering enn vårt hovedstyre. Et annet eksempel er Canada Pension Plan Investment Board. Dette fondet har en styringsstruktur som skiller seg enda mer fra vår. Der utformer styret selv investeringsstrategien med utgangspunkt i et lovpålagt formål.

Figur: Aktivaallokering i SPU, CPPIB og GIC

Det er samtidig betydelige forskjeller mellom aktivaallokeringen i oljefondet og fondene i Canada og Singapore. Det henger trolig sammen med ulikhetene i styringsstruktur, ettersom styringsstruktur og organisering legger en ramme for hvilke investeringsstrategier det er hensiktsmessig å følge. I vårt hørings svar til sentralbanklovutvalgets anbefalinger legger vi vekt på sammenhengen mellom styring, organisering og strategi. Dette kommer jeg snart tilbake til.

La meg imidlertid først minne om at Finansdepartementets mandat, i tillegg til å definere investeringsstrategien, inneholder klare krav til rapportering. Utstrakt rapportering har gitt fondet ry som et av verdens mest åpne statlige sparefond. For et fond som har hele befolkningen som sin egentlige eier, er åpenhet viktig for å sikre demokratisk kontroll og tillit til forvaltningen.

Både strategien og forvaltningen har tålt store svingninger i fondets avkastning de siste 20 årene. Åpenhet om konsekvensene av strategiske valg og om resultatene har trolig bidratt til dette. Uavhengig av hvordan fondet organiseres fremover, må tilliten og legitimiteten som er opparbeidet, videreføres. I det arbeidet vil åpenhet om forvaltningen fortsatt være viktig.

Investeringsstrategi og organisasjon har vært utviklet parallelt

Investeringsstrategien for oljefondet er utviklet gradvis siden oppstarten i 1996, men med markante endringer underveis. De første midlene i fondet ble utelukkende plassert i statsobligasjoner. Allerede i 1997 ble det klart at fondet ville bli større enn tidligere antatt, og sparehorisonten lengre. Det ble derfor besluttet at 40 prosent skulle plasseres i aksjer for å oppnå høyere langsiktig realavkastning. Fra 1998 gikk dermed oljefondet fra å være långiver til noen få stater til å bli deleier i en rekke private selskaper.

Figur: Strategi og styringsstruktur utviklet over tid

Fra 2002 ble renteinvesteringene utvidet til å omfatte obligasjoner utstedt av selskaper og internasjonale organisasjoner. Nye viktige steg ble tatt i 2007. Det ble da besluttet å øke aksjeandelen og investere i nye markeder. Fondet ble dermed en større eier i flere selskaper og i flere land enn tidligere. Ved å øke aksjeandelen fra 40 til 60 prosent gjennom finanskrisen doblet fondet sin gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper til om lag 1 prosent.[\[5\]](#)

Siden 2011 har Norges Bank også investert i fast eiendom. Og til sist, tidligere i år ble det besluttet å øke aksjeandelen i fondet til 70 prosent. I løpet av 20 år har altså fondet endret karakter fra å være en liten långiver til noen få stater, til å bli verdens største statlige investeringsfond. Fondet er investert i flere tusen selskaper globalt, og eierskapet tilsvarer nå nær 1,5 prosent av alle store børsnoterte selskaper i verden.

Med et så stort eierskap følger rettigheter og plikter. I takt med fondets vekst har det fulgt økende forventninger og krav til hva fondet *ikke skal eie* og hvilken type eier fondet skal være. Som forvalter av fondet skal Norges Bank opptre som en ansvarlig eier og ivareta fondets aksjonærrettigheter i tråd med departementets målsetting for forvaltningen.

Parallelt med fondets vekst og utvidelsene av forvaltningsmandatet har Norges Bank endret organisasjon og styringsstruktur for å tilpasse seg økt ansvar og kompleksitet.

Det viktigste tiltaket var allerede fra 1998 å organisere en egen kapitalforvaltningsenhet, NBIM, med ansvar for oljefondets investeringer. NBIM har i dag om lag 600 ansatte, hvorav nesten halvparten arbeider utenfor Norge. Sentralbankvirksomheten i Norges Bank har til sammenligning 340 ansatte.

NBIM og sentralbankvirksomheten er i dag to tilnærmet selvstendige virksomhetsområder i Norges Bank. Sentralbanksjefen er leder av hovedstyret og samtidig daglig leder av sentralbankvirksomheten. Hovedstyret har fastsatt at NBIM skal ha en egen leder med særskilt stillingsinstruks, mandat og egne rapporteringslinjer til hovedstyret.

Hovedstyrets samlede tidsbruk og antall saker til behandling har økt betydelig i de senere år. Dette gjelder særlig, men ikke bare, for kapitalforvaltningssaker. I 2015 opprettet hovedstyret to nye utvalg, et eierskapsutvalg og et risiko- og investeringsutvalg. Dette har styrket hovedstyrets arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet og investeringsstrategi,

risikorammer og store eiendomsinvesteringer. Som kjent utnevnte regjeringen også en ny visesentralbanksjef fra 1. januar 2016 som har særlig ansvar for kapitalforvaltningssaker.

Tilsyns- og kontrollstrukturen er styrket, blant annet med en internrevisjon for banken og et eget revisjonsutvalg bestående av bare eksterne styremedlemmer. I 2010 ble det bestemt at Norges Banks representantskap skal rapportere resultatene av sin tilsynsvirksomhet direkte til Stortinget. I tillegg ble det oppnevnt ekstern revisor for banken.

Investeringsstrategi, styring og organisering må fortsatt utvikles i takt

De som for 20 år siden var skeptisk til å legge forvaltningen av oljefondet til Norges Bank, kan så langt ikke sies å ha fått rett. Finansdepartementet skriver i Nasjonalbudsjettet for 2018 at banken har forvaltet og forvalter fondet på en god måte.

Norges Bank mener at banken er godt rustet til å forvalte fondet og ivareta sentralbankoppgavene på en god måte også fremover. Hvis fondet blir værende i banken, ser Norges Bank at det er argumenter for å opprette en egen komite for pengepolitikk og finansiell stabilitet. En slik komite vil avlaste hovedstyret i fagsaker i sentralbankvirksomheten, og styrets sammensetning vil i større grad kunne tilpasses de særskilte oppgavene i kapitalforvaltningen. Hovedstyret går i dette tilfellet inn for en modell som tar utgangspunkt i dagens styringsstruktur i Norges Bank.

Norges Bank ser også at det er utviklingstrekk som tilsier at sider ved dagens organisering og styringsmodell kan vurderes nærmere. Organisering, styringsstruktur og tilsyn må tilpasses ved nye utfordringer i forvaltningen av fondet og for sentralbankvirksomheten.

De senere årene har endringer i departementets mandat gitt banken større ansvar for å utforme deler av investeringsstrategien for oljefondet. Forvaltningen har blitt mer ressurskrevende for både styret og organisasjonen, blant annet ved innføringen av unotert eiendom i fondets investeringsunivers. Siden starten av inneværende år har banken hatt ansvar for å bestemme andelen av unotert eiendom i fondet, innenfor en øvre grense. I tillegg er det nå hovedstyret som beslutter observasjon og utelukkelse av enkeltelskaper fra fondets investeringsunivers basert på råd fra Etikkrådet. Fra årsskiftet skal hovedstyret også godkjenne utstedere av statsobligasjoner som fondet kan investere i.

Disse oppgavene har banken håndtert ved å utvikle sin organisasjon og styringsstruktur. Et eksempel på det er opprettelsen av en separat organisasjon i NBIM i 2014 for å håndtere eiendomsinvesteringene. Utviklingen de senere årene viser likevel at den framtidige organisering og plassering av oljefondet bør vurderes i lys av den videre utviklingen i forvaltningsstrategien.

Sentralbanklovutvalget foreslår som kjent å flytte forvaltningen av oljefondet ut av Norges Bank og å opprette et særlovselskap for forvaltningen av fondet. Utvalget drøfter ikke selve forvaltningsmandatet men tar høyde for at dette kan bli endret i sine vurderinger av styringsmodeller for banken og fondet.

Lovutvalget peker selv på at departementet kan overlate flere beslutninger om investeringsstrategi og sammensetning av aktiva til forvalter, slik det altså er i flere andre sparefond. Det er også mulig at investeringsstrategien utvikles ved å inkludere flere unoterte aktivaklasser, som for eksempel infrastruktur og såkalt «private equity», i fondets investeringsunivers. Denne type investeringer vil stille større krav til ledelse og styringsstruktur, og medføre en større og mer kompleks organisasjon. Videre vil krav og forventninger til fondets eierskapsutøvelse kunne øke ytterligere. Utvalget drøfter dessuten å legge Etikkrådet inn i forvaltningsorganisasjonen. Det vil i så fall innebære at den organisasjonen som får ansvar for å forvalte fondet, også får et større ansvar for etiske vurderinger.

Dersom det er utsikter til at forvaltningen utvikles langs de linjene jeg her har skissert, kan det tale for at forvaltningen av fondet organiseres utenfor sentralbanken.

Fondet må ikke komme i spill

Sentralbanklovutvalgets leder har understreket at fondet ikke må "komme i spill" hvis man velger å etablere en ny styringsmodell for forvaltningen. Dette har også andre deltakere i det offentlige ordskiftet vært opptatt av. Bak ligger nok en bekymring for at endringer i hvordan fondet er organisert, kan gi særinteresser innflytelse over forvaltningen. Selv vil jeg fremheve fire områder hvor jeg mener fallgruvene kan være store: Hovedmålet med forvaltningen, arbeidsdelingen i styringsmodellen, styrets sammensetning og kostnadseffektivitet i forvaltningen.

Figur: Viktige hensyn i fortsettelsen

Politiske myndigheters formål med forvaltningen legger en klar føring på hvilken langsiktig avkastning som kan oppnås. For å illustrere dette har jeg igjen valgt å se mot Canada, nærmere bestemt provinsen Alberta. Alberta har hatt betydelige offentlige olje- og gassinntekter siden 1970-tallet. I 1976 etablerte myndighetene i provinsen et sparefond, Alberta Heritage Savings Trust Fund, hvor en del av inntektene ble plassert.

Figur: Alberta Heritage Savings Trust Fund

I utgangspunktet hadde fondet flere formål. I tillegg til et mål om langsiktig sparing, skulle fondet bidra til å styrke og diversifisere økonomien i Alberta og øke innbyggernes livskvalitet. Hver for seg er dette gode formål, men som en samlet målsetning for kapitalforvaltning er de mer krevende. I etterkant er det vanskelig å måle fondets eventuelle bidrag til en mer diversifisert økonomi eller til økt livskvalitet blant innbyggerne. Slike formål kan også stå i motsetning til et ønske om å spare til framtiden. Alberta har da også valgt å justere kursen underveis. Formålet for forvaltningen er nå høyest mulig avkastning til en forsvarlig risiko.

Sentralbanklovutvalget advarer mot en sammenblanding av ulike formål for forvaltningen av oljefondet. Utvalget understreker at et eventuelt bytte av forvalter ikke bør skje dersom det medfører at andre hensyn enn framtidig avkastning kommer i forgrunnen. Norges Bank er enig i dette. Bruk av fondet til å oppnå politiske mål innenfor for eksempel miljø-, utenriks-, distrikts- eller næringspolitikken vil lett kunne gå på bekostning av høy langsiktig avkastning.

Det andre området jeg vil peke på, er arbeidsdelingen i styringsmodellen. Den må være tydelig og med en klar fordeling av roller og ansvar. Den gjeldende styringsmodellen for oljefondet er basert på delegering av ansvar og fullmakter fra et nivå til et annet. Parallelt løper en kontroll- og tilsynslinje fra forvalter oppover til Stortinget. Uansett om fondet blir i banken eller om det skilles ut i en egen organisasjon, må de styrende organer og ledelsen kunne stå til rette og holdes ansvarlig. Det fordrer også at aktørene på de ulike nivåene i styringshierarkiet respekterer de fullmakter og delegasjoner som faktisk er gitt. Uklarhet om hvem som har ansvaret for å ta hvilke beslutninger vil kunne ramme forvaltningen på lang sikt.

Mitt tredje punkt handler om sammensetningen av styret i et eventuelt nytt forvaltningsselskap. Sentralbanklovutvalget legger vekt på at et slikt styre må ha kompetanse innen finans og kapitalforvaltning, men også at styret har kompetanse utover det rent finansfaglige. Vår erfaring er at god forståelse av oljefondets plass i norsk økonomi og i den økonomiske politikken er viktig for å løse styrets oppgaver. Ikke minst gjelder det for å kunne fylle rollen som en viktig rådgiver for departementet i spørsmål om mandat og investeringsstrategi. Styret må i tillegg være seg bevisst at det er eiers representant – lojaliteten må ligge hos prinsipalen. Hvis denne vektleggingen blir feil kan det skade fondets stilling i allmennhetens bevissthet.

Til slutt vil jeg understreke viktigheten av å bevare en kostnadseffektiv forvaltning. I løpet av 20 år har Norges Bank bygget opp en kompetent kapitalforvaltningsorganisasjon. Det er realisert betydelige stordriftsfordeler - forvaltningskostnadene er lave. Nivået på forvaltningskostnadene over tid, er svært viktig for den avkastningen eier blir sittende igjen med. Vi må derfor ta vare på de lave forvaltningskostnadene i oljefondet, uansett om fondet blir i banken eller om det skilles ut i en egen organisasjon. Norges Bank mener, i likhet med sentralbanklovutvalget, at fondet eller forvaltningsoppgaven ikke bør deles opp i flere enheter. Det vil gjøre forvaltningen dyrere. Gevinstene – derimot – er det vanskelig å se.

Avslutning

Norge har forvaltet petroleumsressursene godt. Vi har satt av midler for framtiden og vi har lagt et stabilt institusjonelt rammeverk rundt forvaltningen av sparepengene. I sitatet som jeg startet med, peker Statsministeren på at vi nok også har hatt litt flaks. Olje- og gassprisene var høye i en periode hvor utvinningen av ressursene også var høy.

Flaks er neppe en varig tilstand. Oljeprisen ligger i dag langt under de nivåene som gjaldt for få år siden. Fremover vil svingninger i internasjonale kapitalmarkeder kunne slå kraftig ut i fondsverdien – både på oppsiden og nedsiden. Gode institusjoner kan sette oss i stand til å bruke gunstige perioder til å skape langvarige verdier. De samme institusjonene kan også hjelpe oss gjennom mindre heldige perioder uten permanente skader. Og, i motsetning til flaks eller uflaks, er institusjoner – som regel – mer varige.

Den framtidige styringsmodellen for oljefondet handler dypest sett om institusjoner som skal vare lenge. Norges Banks samfunnsmessige og konstitusjonelle stilling har bidratt til stabile rammevilkår for fondet. Bør den rammen banken kan gi fortsatt være avgjørende,

eller har fondet nå blitt så stort og forvaltningen så omfattende at verdiene best bevares og utvikles i en egen organisasjon?

Sentralbanklovutvalgets innstilling og debatten som har fulgt, viser at synspunktene er mange. Diskusjonen gjenspeiler både den utviklingen mot økt kompleksitet fondet har gått gjennom, og fondets sentrale rolle i landets politikk og økonomi. Men når beslutningen er tatt, må det skapes ro rundt fondets videre organisering. Det valget av styringsmodell man havner på, må man – uansett utfall – være beredt på å leve med i lang tid fremover. Det sikres best gjennom et bredt politisk flertall på Stortinget.

Fotnoter:

1. Regjeringen.no: Pressemelding 16.02.2017 *Økt aksjeandel i pensjonsfondet og justert anslag for fondsavkastningen*
2. Oljekorrigert underskudd i prosent av totale utgifter i offentlig forvaltning.
3. NOU 2017:13 *Ny sentralbanklov. Organisering av Norges Bank og Statens pensjonsfond utland*
4. Lie, E., J.T. Kobberrød, E. Thomassen og G.F. Rongved (2016): *Norges Bank 1816-2016*. Fagbokforlaget
5. Fra 31.12.2007 til 31.12.2009 ble den gjennomsnittlige eierandelen i verdens børsnoterte selskaper doblet.