

# Ansvarlig forvaltning og aktivt eierskap

Tale ved visesentralbanksjef Jon Nicolaisen i Norges Bank, 19. november 2020.

## Innledning

I 1990 valgte fremsynte politikere å opprette Statens petroleumsfond, senere omdøpt til Statens pensjonsfond utland. Tirsdag denne uken passerte verdien av fondet 11 000 milliarder kroner – eller over 3 ½ ganger BNP for fastlands-Norge. Fondet er nå blant de største eierne i mange av verdens børsnoterte selskaper.

### *Figur: Fra naturressurser til finansiell formue*

Det som startet som oljeformue i bakken, er blitt transformert til sparing og finansformue i utlandet. Handlingsregelen for finanspolitikken sikter mot å bruke forventet realavkastning fra fondet. Så lenge vi bare bruker avkastningen, sikrer vi at verdiene i fondet kommer fremtidige generasjoner til gode. I 2020 utgjør uttaket fra fondet mer enn hver femte krone på statsbudsjettet. Det betyr at fondet indirekte finansierer titusener av sysselsatte i offentlig sektor og gir oss lavere skatter og avgifter enn vi ellers ville hatt. Vi kan kanskje si at Norge har gått fra å være en oljenasjon til å bli en fondsnasjon.

Verdiene i fondet tilhører det norske folk. De viktigste beslutningene, som valget av aksjeandel i fondet, forankres i Stortinget. Finansdepartementet bestemmer hvordan fondet skal forvaltes og nedfeller retningslinjene i et mandat til Norges Bank. Banken skal ta investeringsbeslutninger og utøve fondets eierrettigheter. Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for bankens forvaltning innenfor retningslinjene i mandatet. Den operative forvaltningen og investeringsbeslutninger knyttet til enkeltselskaper tas i bankens forvaltningsorganisasjon – NBIM.

### *Figur: Forvaltningsmål*

Sentralt i mandatet står referanseindeksen. Den er fastsatt av Finansdepartementet og er satt sammen med utgangspunkt i delindekser fra eksterne indeksleverandører. Referanseindeksen fordeler fondets midler på investeringer i aksjer og obligasjoner globalt. På aksjesiden omfatter referanseindeksen over 8 000 selskaper i 47 land. Departementet fastsetter også risikorammer for bankens forvaltning. Forvaltningen av fondet har som mål å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader, innenfor rammene som er satt i mandatet.

### *Figur: Et indekxnært fond*

Fondets investeringsstrategi gjenspeiler at mandatet pålegger banken å følge referanseindeksen ganske tett. Siden fondet forvaltes indekxnært, følger avkastningen i fondet i stor grad avkastningen i referanseindeksen. Svingningene i referanseindeksen gir dessuten et godt bilde av risikoen i fondet. Men dette betyr ikke at forvaltningen er uten betydning. Tvert imot. Selv små avvik kan gi store utslag over tid. Den årlige meravkastningen i forvaltningen har siden oppstart vært 24 basispunkter, eller 0,24 prosent. Etter kostnader gir det med dagens størrelse på fondet en meravkastning på rundt 20 milliarder kroner– hvert år. Det er penger det er verdt å ta med seg.

## Bankens investeringsstrategier

Meravkastningen er et resultat av hundrevis av små og store aktive valg i forvaltningen hver eneste dag. For å sikre at vi tar vare på fellesskapets verdier på best mulig måte, må disse valgene bygge på en gjennomtenkt strategi som drar nytte av fondets særtrekk. Fondet er blant verdens største og er en global investor. Det har også en lang investeringshorisont og begrenset behov for likviditet. Det er disse særtrekkene vi må prøve å utnytte for å oppnå meravkastning. Forvaltningsorganisasjonen i banken har opparbeidet seg unik erfaring i dette arbeidet, etter å ha forvaltet fondet i over 20 år.

Risikoen i den aktive delen av forvaltningen er diversifisert på tvers av ulike delstrategier. De ulike strategiene utfyller hverandre. Det betyr at man ikke uten videre kan vurdere de ulike delstrategiene isolert, nettopp fordi de inngår i en helhetlig strategi.

### *Figur: Bidrag til relativ avkastning fra investeringsstrategiene*

Denne tabellen viser relativ avkastning fordelt etter hovedstrategier fra 2013 til og med 2019. Den illustrerer hvordan de ulike strategiene har påvirket meravkastningen i forvaltningen. Jeg vil bruke litt tid på å kommentere noen av disse tallene.

Det første vi kan merke oss er at de forskjellige strategiene har bidratt ulikt til meravkastningen. Noen strategier har bidratt negativt, mens andre har bidratt positivt.

Det andre vi kan legge merke til er det relativt høye bidraget fra den indekxnære forvaltningen i fondet. Denne strategien er ikke passiv. Den krever aktive valg, hver eneste dag. Det er opp til aksje- og rentepapirhandlerne i NBIM å bestemme hvordan kjøpene skal foregå i detalj. De må velge når, hvor og hvordan det skal handles. Slike valg preger den daglige forvaltningen – også den mest indekxnære. Organisasjonen handler på over 250 markedsplasser og sørger for oppgjør, verdsetting, depot og risikostyring. I fjor gjennomførte vi rundt 30 millioner aksjehandler, det vil si i gjennomsnitt ca. 100 000 handler per dag. Det er mer enn Oslo Børs til sammen. Handlene ruller og går døgnet rundt, selv med store operasjonelle utfordringer på grunn av koronapandemien og betydelige markedsbevegelser.

Allokering fordeler blant annet fondets midler mellom ulike aktivaklasser og markeder. Som del av dette, har et relativt betydelig negativt bidrag til fondets avkastning kommet fra våre investeringer i rentepapirer i fremvoksende markeder. Vår erfaring er at vi ikke har fått betalt nok for den risikoen noen av disse markedene er utsatt for. I 2019 vedtok Finansdepartementet at rentepapirer i fremvoksende markeder ikke lenger skal være en del av fondets referanseindeks.

Koronaåret 2020 har vært spesielt. Da pandemien spredde seg i mars, raste verdens børser. Siden har de hentet seg godt inn igjen, men det er store forskjeller mellom de ulike sektorene. Eiendomssektoren er særlig rammet, sammen med deler av tjenesteyting. I den andre enden av skalaen finner vi de store teknologi-selskapene. Nyheten om gjennombrudd for vaksiner har skapt ny optimisme i aksjemarkedene de siste ukene.

Til tross for mye uro og store bevegelser i markedene, har den samlede verdien av fondet holdt seg godt oppe, også målt i dollar. Vi har unngått store tap – både i absolutt forstand og i forhold til referanseindeksen vi sammenligner oss med. Men svingningene har vært store gjennom året, og det gjenstår å se hvor vi ender.

Et trekk ved utviklingen de siste syv årene er de gode resultatene innenfor den mer tradisjonelle delen av vår aktive forvaltning – verdipapirseleksjon. Som vi ser, har særlig våre eksterne forvaltere gjort det godt.

Etter mitt syn henger resultatene sammen med stikkordene som er gitt i tittelen i dagens foredrag: Ansvarlig forvaltning og aktivt eierskap. Fondets størrelse og langsiktighet er særtrekk som preger denne delen av forvaltningen. Jeg vil derfor bruke litt tid på å gå nærmere inn på disse områdene.

## Ansvarlig forvaltning

Arbeidet med ansvarlig forvaltning har gjennomgått store endringer siden fondet startet med aksjeinvesteringer i 1998. Tilnærmingen fra starten av var at fondet skulle investeres i verden slik den er. Fondet skulle den gangen ikke utøve eierrettigheter. Etter hvert som fondet har vokst, har fondets størrelse og internasjonale posisjon gjort en slik tilnærming nesten umulig.

I 2004 fastsatte Finansdepartementet etisk motiverte retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra fondet. I dag skal fondet ikke være investert i selskaper som fremstiller visse typer våpen, baserer sin virksomhet på kull eller produserer tobakk. Fondet skal heller ikke være investert i selskaper som gjennom sin virksomhet ellers bidrar til brudd på grunnleggende etiske normer.

I 2004 opprettet departementet også et uavhengig Etikkråd for å gjøre etiske vurderinger av selskaper. Etikkrådet gir i dag – etter en endring i 2015 – sine anbefalinger til Norges Bank. Beslutningen tas av Norges Banks hovedstyre,

som skal vurdere hvilket virkemiddel som er mest hensiktsmessig. Ved utgangen av 2019 var 134 selskaper utelukket fra fondets investeringsunivers.

### *Figur: Ansvarlig forvaltning*

Men fondets ansvarlige forvaltning handler om mye mer enn bare hva vi *ikke* skal eie. Vårt sentrale virkemiddel er utøvelsen av vårt eierskap i selskapene. Som eier har vi både rettigheter og forpliktelser.

Eierskapsutøvelsen hviler på fondets langsiktighet – vår langsiktige investeringshorisont – som er ett av fondets viktigste særtrekk. Verdiskaping på lang sikt avhenger av hvor godt selskapene er styrt, at de har en bærekraftig forretningsmodell, samt at markedene er velfungerende, legitime og effektive.

Som stor, langsiktig eier er vi etisk forpliktet til å utøve eierskapet aktivt. Stemmegivning er det viktigste verktøyet vi har. Hvert år stemmer vi i rundt 115 000 enkeltsaker på nesten 12 000 generalforsamlinger. Det vil si at vi, satt på spissen, må foreta 115 000 valg. For å beskytte våre investeringer systematisk, har vi utarbeidet forventninger, retningslinjer og posisjoner. Vi baserer eierskapsarbeidet vårt på disse dokumentene.

For å gjøre gode valg, må vi kjenne selskapene godt. For at det langsiktige arbeidet skal lykkes, må vi ha et aktivt forhold til så mange selskaper som vi kan. Vi gjennomfører mer enn 3500 møter med nærmere 2000 selskaper i løpet av et år. I samtalene tar vi blant annet opp forhold ved selskapsstyring og bærekraft som er relevante for fondets langsiktige avkastning. Samtidig kan vårt eierskapsarbeid også lede til investeringsbeslutninger. Det understøtter eierskapsarbeidet.

Ansvarlig forvaltning fordrer aktivt eierskap. Aktiv forvaltning og aktivt eierskap henger sammen.

Forvaltningsorganisasjonen i banken analyserer selskapene grundig, blant annet for å identifisere langsiktige investeringsmuligheter og redusere vår eksponering mot uønsket risiko. Vi bruker slike analyser til å beskytte porteføljen. Det finnes selskaper der vi ikke ønsker å være eier. Ser vi at et selskap har en forretningsmodell som vi ikke anser som bærekraftig, kan det føre til at vi selger oss ut. Men i motsetning til de etisk begrunnede uttrekkene, er disse risikobaserte nedslagene begrunnet ut fra rene kommersielle hensyn.

Til sammen har fondet gjennomført risikobaserte nedslag i 282 selskaper siden 2012. De første nedslagene var i palmeoljeselskaper, hvor selskapenes virksomhet medfører ødeleggelse av regnskogen. Siden har fondet solgt seg ned i en rekke andre selskaper, hvor fellesnevneren har vært at vi har observert manglende håndtering av risiko knyttet til temaer som miljø og klimaendringer, korrupsjon og menneskerettigheter.

### *Figur: Innvirkning fra risikobaserte nedslag*

Erfaringene fra dette arbeidet er gode. Vi utnytter særtrekk ved fondet, først og fremst vår langsiktighet, til å redusere risiko og – i alle fall slik det ser ut i dag – også til å bedre fondets avkastning. Risikobaserte nedslag har siden 2012 samlet bidratt til å øke avkastningen tilsvarende om lag 0,27 prosentpoeng av aksjeporteføljen i fondet, målt mot referanseindeksen. Det tilsvarer rundt 7 milliarder kroner.

Mens risikobaserte nedslag handler om selskaper vi ikke ønsker å være investert i, er det andre selskaper vi vil ha mer av. Det er selskaper som vi mener gir muligheter for god avkastning på lengre sikt.

Finansdepartementet har i mandatet i tillegg stilt krav om at banken skal etablere egne miljørelaterte investeringsmandater. Ved utgangen av 2019 utgjorde disse mandatene 79 milliarder kroner, investert i 77 selskaper og obligasjoner. I 2019 bestemte departementet også å åpne for unoterte investeringer i infrastruktur for fornybar energi. NBIM har en gruppe på plass som har begynt å se etter muligheter i denne sektoren. Vi stiller de samme kravene til risiko og avkastning for investeringene innenfor disse mandatene som til fondets øvrige investeringer.

Alt vi gjør på eierskapsområdet er, og må være, et resultat av en aktiv tilnærming. I den aktive forvaltningen forsøker vi hele tiden å utnytte analyser og opparbeidet kunnskap vi har fått gjennom tyve års virksomhet. Våre interne forvaltere følger særlig de største europeiske selskapene tett. Ved å kjenne selskapene godt, kommer fondet i en posisjon der det er mulig å oppnå meravkastning.

## Ekstern forvaltning

I fremvoksende markeder har vi stor nytte av eksterne forvaltere. Kunnskap om og nærhet til markedene er viktig for å kunne vurdere risikoen i investeringene. Utfordringer knyttet til ansvarlig forvaltning gjør en passiv forvaltning lite hensiktsmessig i disse markedene. Dette er et område hvor aktive valg må tas.

Vi ser på valget av eksterne forvaltere som en investeringsbeslutning. Siden 1998 har vi investert gjennom 319 ulike eksterne aktive aksjeforvaltere. For å beholde sine mandater, må de over tid vise at de kan identifisere lønnsomme investeringer. De må også ivareta hensyn til ansvarlig forvaltning. Fondets størrelse og bredde gjør at vi kan følge opp de eksterne forvalterne systematisk over tid. Internt har vi ansatt porteføljeforvaltere som gjør egne analyser og følger opp porteføljene til de eksterne forvalterne. Alle deler av virksomheten til forvalterne blir evaluert for å sikre at de møter våre krav og forventninger.

### *Figur: Netto bidrag fra eksterne forvaltere*

Vi får tilbake mye mer fra de eksterne forvalterne enn vi har betalt for deres tjenester. Fram til og med i fjor var den akkumulerte meravkastningen etter kostnader for de eksterne mandatene 48 milliarder kroner. Resultatene har vært over forventning. Samtidig sprer disse investeringene fondets risiko på

flere markeder. De eksterne forvalterne bidrar dessuten til å holde fondet unna problematiske forretningsmodeller, og selskaper og sektorer med svake eierskapsstrukturer. Det hadde vært vanskelig å få til uten lokal kunnskap.

Hovedstyret tar sikte på å øke rammen for de eksterne forvaltningsmandatene til 5 prosent av fondet neste år.

## Avslutning

Fondet er blitt større enn noen kunne forestille seg for bare noen få år siden. Det er mer relevant enn noen gang å stille spørsmålet om hvordan vi skal forvalte fondet og sikre at verdiene kommer både nålevende og kommende generasjoner til gode.

En del av svaret er å utnytte fondets særtrekk – størrelse, likviditet og langsiktighet – til å skape meravkastning. Erfaringene de siste tyve årene viser at det er mulig.

Som stor, langsiktig investor forvalter vi fondet ansvarlig. Det fordrer aktivt eierskap. Vi er i dialog med selskaper verden over for å bedre deres langsiktige inntjening og luke ut selskaper med forretningsmodeller som ikke er bærekraftige. Da må vi også ta aktive investeringsbeslutninger.

Et så stort fond som vårt kan ikke forvaltes passivt. Ansvarlig forvaltning fordrer aktivt eierskap. Aktiv forvaltning og aktivt eierskap henger sammen. Dette samspillet har stort potensiale.

Aktiv forvaltning innebærer risiko. For å håndtere denne risikoen, har bankens styre og forvaltningsorganisasjon etablert et sett av investeringsstrategier. Disse strategiene utfyller hverandre og utgjør en helhet. Over tid har de gitt meravkastning, godt innenfor de risikorammene som er satt i bankens mandat.

Til syvende og sist er vi avhengige av menneskene i organisasjonen for å nå de målene vi har satt oss. Mange av våre forvaltere har bygget opp en unik kompetanse ved å følge selskaper tett gjennom mange års arbeid. Andre bidrar med ideer og innfallsvinkler til å utvikle nye metoder og analyser. Atter andre bidrar med hundrevis av små og store valg hver dag til å skape meravkastning. Medarbeiderne i Norges Bank kan være stolte av sin kompetanse og den innsatsen de legger ned for fondet, banken og landet. Jeg er trygg på at de vil gjøre sitt ytterste for å lykkes enda bedre i årene som kommer.

Takk for oppmerksomheten.