

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Deres ref.

Vår ref.
NBIM/BTa

Oslo
12.09.2008

Høringen om de etiske retningslinjene for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Innledning

Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland gir etiske utfordringer som må møtes på en gjennomtenkt og ambisiøs måte. Finansdepartementet og Norges Bank har etablert eieraktiviteter der etiske dilemmaer blir behandlet åpent og tydelig. I Norges Bank Investment Management (NBIM) er eierskapsutøvelse en integrert del av forvaltningsstrategien. De etiske retningslinjene reflekterer at eieraktiviteter har stor betydning. God selskapsstyring kjennetegnes ofte av høy etisk standard og legger et grunnlag for bærekraftig verdiskaping. Aktivt eierskap kan forebygge mot etiske overtramp og ødeleggelse av verdier. Retningslinjene adresserer også det hensyn at enkelte selskaper kan ha en atferd som gjør en investering etisk problematisk. Kriteriene for å utelukke selskaper er stabile og bygger på overlappende konsensus om etiske prinsipper i befolkningen. Eierskapet utøves innenfor rammen av bredt aksepterte internasjonale normer som FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper. Norges Bank mener retningslinjene legger et godt grunnlag for å håndtere disse utfordringene.

Eierskapsutøvelse – ivaretagelse av fondets eierinteresser i aksjeselskaper – er tillagt Norges Bank som del av den operative forvaltningen. Etisk betingede innskrenkninger i investeringsuniverset fastsettes av departementet, og referanseporteføljen tilpasses deretter. Dermed er etiske hensyn ved eierskapet håndtert på en måte som er forenlig med den institusjonelle strukturen for forvaltningen av fondet. Norges Bank er enig med departementet i at den klare ansvarsdelingen mellom politiske myndigheter og den operative forvaltningen er viktig for å nå målene for forvaltningen. Det er også en viktig årsak til at det internasjonalt er en positiv oppfatning av fondet. Vi legger til grunn at et sentralt formål ved gjennomgangen av retningslinjene er å vurdere hvordan denne rolledelingen kan videreføres og arbeidet forsterkes i lys av de erfaringer som er gjort siden retningslinjene trådte i kraft i 2004.

Statens pensjonsfond – Utland er en global portefølje investert i 55 land. Som forvalter av fondet må Norges Bank forholde seg til deltagere i et globalt verdipapirmarked og selskaper og standardsettere i alle deler av verden. De etiske retningslinjene bør derfor bygge på prinsipper som det globalt er bred forståelse for.

Eierskapsutøvelse

Norges Bank er enig i at eierskapsutøvelse er et viktig virkemiddel for å ivareta etiske hensyn i aksjeforvaltningen. Fondets langsiktighet, størrelse, geografiske utbredelse og vekst, det økte antall selskaper i porteføljen og det økende antall selskaper der fondet har forholdsvis store eierandeler, forsterker betydningen av eierskapsutøvelse. Ettersom målestokken for fondet er en global markedsportefølje vil fondet med stor sannsynlighet være langsiktig investert i de fleste større noterte selskaper. Det er dermed i fondets interesse å styrke styringsstrukturen og evnen til å skape verdier i disse selskapene. Det er også i fondets interesse at markedene er velfungerende, åpne og godt regulert for å motvirke alvorlig markedssvikt samt omfattet av rimelige atferdsstandarder, slik at de bidrar til en bærekraftig utvikling. For å være effektive og ha legitimitet må eieraktivitetene ta utgangspunkt i fondets finansielle interesser.

Norges Bank sikter mot å ha en ledende rolle globalt innen eierskapsutøvelse. Vi mener det er riktig å ha høye ambisjoner for hva eierskapsutøvelse kan utrette, og vi vil fremheve

- at virkninger vil vise seg på lang sikt, men bare sjelden på kort sikt,
- at selv om Norges Bank stadig oftere tilhører gruppen av større aksjonærer i et selskap og ofte har tilgang til beslutningstagere, vil eierandelene ikke være større enn at eierskapsutøvelsen må møte forståelse og respekt fra andre aktører i finansmarkedet for å bli særlig virksom,
- at eierskapsutøvelsen må ta utgangspunkt i at rollen som investor er forskjellig fra de rollene som for eksempel myndigheter og interesseorganisasjoner spiller, men at aktørene i noen tilfeller kan dra i samme retning, og
- at selskaper som oftest vil beskrive endringer som egne initiativer, og ikke som reaksjon på investorers ønsker. Resultater av eieraktiviteter er derfor ikke alltid lett å dokumentere.

Utfordringer i eierskapsutøvelsen

Mandatet for eierskapsutøvelsen – å fremme fondets finansielle interesser blant annet ved å bidra til en bærekraftig utvikling – er en tilnærming som NBIM opplever som krevende men realistisk i møtet med selskaper og andre investorer. Retningslinjene angir en klar retning for arbeidet:

”... Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling. ... Det overordnede målet for Norges Banks utøvelse av eierrettigheter for fondet er å sikre fondets finansielle interesser. ...”¹

Det er i eierskapsutøvelsen behov for å velge satsingsområder som er utledet av dette mandatet. Satsingsområdene bygger også på vår vurdering av hvilke sakstyper som er best egnet for dialog med selskaper og standardsettere. Ved å velge satsingsområder kan vi øke gjennomslaget, blant annet ved kompetanse og allianser og ved å skape forventninger i selskapene. Dette fordrer langsiktighet og påregnelighet. Satsingsområdene bidrar til en arbeidsfordeling blant institusjonelle investorer, som ofte har sammenfallende prinsipper for god selskapsstyring. Norges Banks hovedstyre har valgt satsingsområdene.

¹ De etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland, fastsatt av Finansdepartementet 19. november 2004, utdrag.

Eierskapsutøvelsen tar sikte på å fremme fondets interesser ved å influere på porteføljeselskaper og markedsstandarder. Suverenitet i investeringsbeslutninger, formelle aksjonærrettigheter, tilgang til beslutningstagere og anledning til å skape publisitet er sentrale kilder til innflytelse. NBIM benytter en rekke verktøy i sin eierskapsutøvelse, slik det er redegjort for blant annet i årsberetningene. Arbeidsprosessene er under utvikling basert på erfaringer vi har vunnet. Vi vil for eksempel etablere robuste prosedyrer for å avslutte selskapsdialoger dersom de ikke gir ønsket resultat. NBIM har oftest tilfredsstillende tilgang til styre og beslutningstagere i selskapene.

For å øke vår innflytelse legger vi vekt på å kommunisere som en investor og markedsaktør. Vi henvender oss i første rekke til styre og toppledelse og bygger kommunikasjonen på at styret må sørge for å ha tillit blant aksjonærene, og at aksjonærene overlater til styret å føre oppsyn med selskapets administrasjon. Til forskjell fra mindre nisjeinvestorer og andre samfunnsaktører som søker å påvirke selskaper i enkeltsaker, er det tungtveiende for NBIM å verne om en investorprofil som kan gi langsiktig innflytelse. For å ivareta dette vil vi unngå å detaljstyre selskaper. Vi må være påpasselige med å ikke bli marginalisert som en investor som tar opp spørsmål som betyr lite for selskapenes verdiskaping.

Dette innebærer at NBIM retter oppmerksomheten mot styringsstruktur, prosedyrer og spørsmål som er av overordnet betydning for selskapet og som vi forventer at styre og toppledelse har befattning med. Ved vurdering av informasjonen fra selskapet legges det vekt på de normer som regnskaps- og rapporteringsstandarder setter, og på den tillit som selskapet er avhengig av å ha. Det vil normalt være mer aktuelt å holde styre og ledelse ansvarlig for den informasjonen de gir investorene, enn å reise dokumentasjons- og verifikasjonskrav ut over det som følger av god rapporterings- og revisjonspraksis.

Utelukkelse

Norges Bank mener prinsippet om overlappende konsensus som grunnlag for utelukkelse av selskaper bør videreføres. Prinsippet skal sikre at fondet bare underlegges restriksjoner som er i samsvar med normer som er felles for de fleste nordmenn og som kan ventes å være stabile over tid. Det skal også være tale om alvorlige brudd på etiske standarder før selskaper utelukkes.

For den praktiske gjennomføringen av etisk begrunnede innskrenkninger i fondets investeringsunivers er det valgt en modell som er noe uvanlig innenfor kapitalforvaltning. Finansdepartementet som oppdragsgiver fastsetter selv en liste av selskaper fondet ikke skal investere i. Det er mer vanlig at oppdragsgiveren fastsetter noen kriterier for utelukkelse og ber forvalteren beslutte på enkeltselskapsnivå. Den modellen som er valgt for Pensjonsfondet har likevel klare fordeler. Ettersom investeringsbegrensninger kan innvirke negativt på forholdet mellom avkastning og risiko er det rimelig at oppdragsgiveren treffer slike beslutninger. Norges Bank tilrår å videreføre denne praksisen.

For utelukkelse av selskaper skiller retningslinjene mellom negativ filtrering og uttrekk. Negativ filtrering er knyttet til produktkategorier og er således et relativt oversiktlig spørsmål. Oppdragsgiveren må gjøre en avveining. På den ene siden har oppdragsgiveren en preferanse for å unngå å bli assosiert med visse produkter. På den annen side er det mulighet for merkostnader eller merrisiko knyttet til avgrensninger i investeringsuniverset. Av de 28 selskapene som er kunngjort utelukket fra fondets investeringsunivers, er 20 fjernet ved negativ filtrering etter kriteriene om produksjon av de våpentypene som ifølge retningslinjene er uakseptable. Norges Bank legger vekt på at filtreringen fremdeles bør bygge på kriterier

som det er bred oppslutning om.

Ved uttrekk er hensikten å unngå uakseptabel risiko for medvirkning til grovt uetiske handlinger, slik disse er definert i retningslinjene. Fem selskaper (samt tre datterselskaper av disse) er for tiden kunngjort trukket ut etter dette kriteriet. Vi viser til at Graver-utvalget² skrev at rommet for å innvirke positivt gjennom eierskapsutøvelse *”kan tilsi at uttrekk bør begrenses til de alvorligste tilfeller der selskapet Petroleumsfondet er investert i, er direkte ansvarlig for uakseptable normbrudd, og der en ikke forventer at denne praksis vil opphøre”*.

Uttrekk som begrunnes med at det er risiko for fremtidig uetisk atferd, er et krevende virkemiddel. Erfaringer har vist at det særlig er større selskaper med bredt spenn i sine aktiviteter, bred geografisk tilstedeværelse, forholdsvis transparent rapportering og som er utpekt av aktive kritikere, som kommer i søkelyset. Selskaper som er mindre, har færre aktivitetsområder og mer lokal orientering, synes mindre utsatt for uttrekk. Det er risiko for at uttrekkene rammer selskaper som er ambisiøse eller ledende i sine bransjer også med hensyn til å unngå slike grovt uetiske handlinger som fondet skal unngå å medvirke til. En konsekvent uttrekkslinje synes vanskelig å gjennomføre. Det er risiko for at atferdsmønstre som sanksjoneres for selskaper hjemmerørende i industriland, i praksis tolereres i selskaper i fremvoksende markeder der det også mangler god regulering. Ifølge retningslinjene skal uttrekk ikke være en reaksjon på handlinger som er begått, men en forsvarsmekanisme for å unngå å medvirke til uakseptabel praksis. Det kan være utfordrende å vurdere selskapers planer og å vurdere risikoen for slik atferd i fremtiden. Samlet sett er det risiko for at de fem konsernene som per i dag er kunngjort utelukket for uetiske fremtidsutsikter, ikke er porteføljens mest problematiske selskaper.

Når en nasjonalstat er bakenforliggende eier av fondet, vil markedsaktører, selskaper og andre nasjoners myndigheter være på vakt overfor indikasjoner på at fondet opererer med mål ut over det investeringsmessige. Både rammeverket for fondskonstruksjonen og gjennomføringen av forvaltningen vil kunne innvirke på hvordan fondet oppfattes. Eierskapsutøvelse, utelukkelse av enkeltelskaper og oppdragsgiverens omtale av disse mekanismene kan også ha betydning. Det er vesentlig for mulighetene til vellykket forvaltning på lang sikt at fondet fremstår med en klar profil.

Norges posisjon er at det ikke er behov for særskilte reguleringer rettet mot statseide fond. Vektleggingen av transparens, rolledeling og profesjonell forvaltning styrker denne posisjonen. Dette tilsier at departementet bør videreføre praksisen med å styre forvaltningen gjennom mandat og klare rammer.

I Graver-utvalgets utredning heter det at: *”En avgjørelse om å trekke et selskap ut fra porteføljen av etiske grunner innebærer derfor ikke nødvendigvis noen beskyldning om at et selskap har utvist en uetisk atferd eller at det er uetisk å investere i det, men at det ut fra de retningslinjer som er trukket opp for Petroleumsfondet, innebærer en uakseptabel etisk risiko å ha selskapet i porteføljen.”*

Vi er enige i dette. Det bør derfor ikke oppfattes som en fordømmelse når et selskap er utelukket fra porteføljen. Måten eksklusjonsvedtak kunngjøres på kan ha betydning for hvordan de oppfattes. Dette hensynet vil kunne vektlegges ved valg av presentasjonsform. I den grad kommunikasjonstiltak legger til rette for at avgjørelsene i enkeltsaker forstås som administrative beslutninger avledet av retningslinjene, vil det kunne minske risikoen for at

² Graver-utvalget (NOU 2003:22)

uttrekk av enkeltsselskaper oppfattes som uttrykk for særskilte initiativ.

Utelukkelse må baseres på et mest mulig dekkende faktagrunnlag. Kvaliteten på skjønnet som er anvendt kan påvirke markedsaktørers forståelse for praksisen. Også utvalget av selskaper som er utelukket kan ha betydning. Tilrådninger departementet har offentliggjort har lagt til grunn fakta fra en rekke åpne kilder, ekspertrapporter og uavhengige observasjoner, men i begrenset grad direkte kommunikasjon med selskapene. Særlig når det gjelder risiko for uakseptabel atferd i fremtiden antar Norges Bank at det vil være vanskelig å forstå og vurdere selskapets pågående forbedringsarbeid og -planer uten å innhente opplysninger gjennom direkte kontakt med selskapet.

Norges Bank mener direkte kontakt med selskapene, gjennom møter med relevante personer, i mange tilfeller er nødvendig for å belyse det komplekse spørsmålet om det er uakseptabel risiko for uetiske handlinger i fremtiden. Saksbehandlingen bør kunne involvere selskapene selv på et tidligere stadium i prosessen enn i dag og før det er utarbeidet utkast til uttrekksanbefaling. Det vil øke tilgangen og kvaliteten på fakta og vurderingsgrunnlag.

Dagens kommunikasjonsrutine overfor selskaper som vurderes for uttrekk på grunn av uakseptabel atferd, gir selskapene begrensede muligheter til å komme i dialog. Dette svekker selskapenes mulighet til å forstå de hensyn som eksklusjonsordningen i de etiske retningslinjene skal ivareta. Direkte dialog har relevans også fordi selskaper dermed kan gis reelle muligheter til å identifisere hvilke atferdsendringer retningslinjene vil kreve for at uttrekk skal unngås. Selskaper vil kunne få vite hvilken tidsfrist de har på seg for å gjennomføre tiltak og hvordan dette vil måtte dokumenteres. Økt toveiskommunikasjon kan styrke "forventningskanalen", ved at Etikkrådet gis bedre muligheter til å besvare selskapers spørsmål om hva som må til for at selskapet ikke skal anbefales ekskludert.

Dersom økt kommunikasjon i saksbehandlingen legger til rette for egenkorrigering fra selskapene, vil resultatet over tid kunne bli færre uttrekk. Dermed ivaretas retningslinjenes forutsetning om at det skal være en høy terskel for eksklusjoner. Det er grunn til å tro at dette samlet sett vil bedre virkemidlenes funksjonsmåte. Norges Bank forventer ikke at økt selskapskommunikasjon i saksbehandlingen i eksklusjonsaker vil komme i konflikt med NBIMs eierskapsutøvelse.

Samordning mellom eierskapsutøvelse og utelukkelse

Norges Bank mener som nevnt at mandatet for eierskapsutøvelsen er robust. Vi finner det riktig at hensynet til om nødvendig å unngå medvirkning skal ivaretas av departementet selv gjennom å innskrenke investeringsuniverset basert på kriterier gitt i retningslinjene. Det er viktig å fortsette å holde disse hensynene fra hverandre. Dersom eierskapsutøvelsen skal ivareta andre hensyn enn fondets langsiktige økonomiske interesser er det risiko for at legitimiteten til eierskapsutøvelsen blir redusert, mulighetene for å etablere interessefellesskap med selskapene og medinvestorene blir mindre, og at eierskapsutøvelsen dermed blir mindre virksom. Norges Bank bør derfor ikke ta del i saksbehandling i uttrekkssaker. En tydelig rollefordeling er også nødvendig for å oppnå en hensiktsmessig styring og delegering og for å kunne fastlegge ansvar i ettertid.

Statens pensjonsfond – Utland eier aksjer i flere enn 7.000 selskaper. I tråd med mandatet vil Norges Banks eierskapsutøvelse i en aktuell sak bli bestemt av hvor kritisk det observerte problemet oppfattes å være for fondets langsiktige økonomiske interesser, hvor egnet problemet er for eierskapsutøvelse og, som en konsekvens av dette, hvor høyt problemet

prioriteres i den samlede eierskapsstrategien. Vi har beskrevet ovenfor og i NBIMs årsrapporter hvordan vi analyserer disse spørsmålene. Vi har også beskrevet behovet for å konsentrere innsatsen om visse satsingsområder for å få tilstrekkelig tyngde i våre initiativ. Det vil derfor kunne være enkeltsaker som fremstår som viktige i og for seg, men som vi likevel ikke velger å anvende eierskapsressurser på. Det kan altså vanskelig garanteres at aktivt eierskap blir utøvet i alle enkelttilfeller der det finnes problemer og hvor utelukkelse ikke blir aktuelt. Det vil ikke være ønskelig med samordnet saksbehandling på enkeltsekskapsnivå. Når departementet skriver at departementet foretar den endelige avveiningen av om en skal utelukke et selskap eller forsøke eierskapsutøvelse, vil dette gjelde tilfeller der NBIM har planer om eierskapsutøvelse. Norges Bank legger til grunn at antallet saker der både utelukkelse og eierskapsutøvelse er utpekt som aktuelle alternativer har vært og vil fortsette å være så lavt at dette ikke er noen grunn til å gjøre institusjonelle endringer.

Norges Bank deler departementets oppfatning av at eksklusjoner bør unngås hvis en god dialog om forventning og situasjonsbeskrivelse kan forebygge og korrigere. Dette målet kan best innfris gjennom en effektiv langsiktig eierskapsutøvelse og gode rutiner for kommunikasjon med selskaper ved behandling av uttrekkssaker. Vi mener at en rimelig vurdering tilsier at de to tilnærmingene har forutsetninger for å samvirke godt over tid. Dersom departementet likevel ønsker å samordne virkemiddelbruken mer direkte bør det skje ved at departementet som oppdragsgiver sørger for at satsingsområdene for utelukkelsesaktiviteten og eierskapsutøvelsen ikke overlapper.

Høringsnotatet drøfter uttrekk som mulig trussel overfor selskaper med henblikk på å styrke eierskapsutøvelsen. I vårt brev av 6. juni d.å. om konsulentrapporten som behandlet gjennomføringen av retningslinjene, skrev vi om dette:

”Rapporten synes å forutsette at påvirkning gjennom kontakt og dialog i høy grad er basert på trusselen om at departementet kan vedta eksklusjon.

Selv om dette av og til kan være riktig, er Norges Bank av den oppfatning – en oppfatning som synes å være felles for mange av deltakerne i markedet – at grunnlaget for påvirkning er mer komplekst og at muligheten for eksklusjon ikke nødvendigvis er viktig og i enkelte tilfeller kan redusere påvirkningen. Kommersielle kapitalforvaltningsfirmaer, som for eksempel flere av NBIMs eksterne aktive aksjeforvaltere, oppfattes generelt som å ha et potensial for å kunne øve stor innflytelse på selskaper, selv om de vanligvis ikke benytter seg av eksklusjonsvedtak som verktøy.

Norges Bank legger til grunn at store investorers synspunkter og bekymringer oppfattes som viktige for selskaper fordi de ønsker å markedsføre sine verdipapirer på lang sikt. Selskaper ønsker å bli forstått og stolt på i aksjemarkedet for derigjennom å oppnå best mulig verdsettelse. ...

... I tillegg til investeringsbeslutninger, har Fondet en rekke andre tiltak i sin eierskapsverktøykasse som å bruke sin stemmerett, foreslå kandidater til styret, ta stilling til verdipapirtransaksjoner som oppkjøpstilbud og emisjoner, be om toppnivåmøter, samarbeide med andre investorer, bidra til offentlig omtale, etc.”

På denne bakgrunn ser Norges Bank ikke behov for å anvende departementets eksklusjonsordning som trussel i eierskapsutøvelsen. NBIM har som nevnt andre muligheter til å trappe opp presset på et selskap. Vi har dessuten anledning til å selge oss ned i et selskap dersom kontakten vi har hatt med selskapet, tilsier det.

Norges Bank vil på ordinær måte orientere departementet om eierskapsutøvelsen. Departementet kan på dette grunnlag informere Statens pensjonsfond – Utlands etiske råd og likeledes informere Norges Bank om Etikkrådets planer. Dersom det er ønskelig for informasjonsutvekslingen, kan det skje ved at departementet ber Etikkrådet delta i møter departementet har med Norges Bank. Gjensidig kjennskap til de respektive miljøenes prioriteringer på kort og lengre sikt vil minske mulighetene for utilsiktet overlapping etter hvert som saksvolumet øker. Slik orientering bør imidlertid ikke minske rommet som Etikkrådet og Norges Bank har til å ivareta sine funksjoner.

Positiv utvelgelse og øremerking av midler

Siden etableringen av fondet har utviklingen av investeringsstrategien gått gradvis og entydig i retning av å utvide av fondets investeringsunivers og referanseportefølje. Egenkapitalinvesteringer skjer nå i mer enn 7.000 selskaper og i de aller fleste land med velfungerende kapitalmarkeder. Universet av selskaper fondet kan investeres i, er vesentlig større. Utviklingen av investeringsstrategien skal sikre et best mulig forhold mellom forventet avkastning og risiko.

En omlegging i retning av positiv utvelgelse av selskap basert på andre kriterier enn forventet avkastning, vil representere et brudd med fondets investeringsstrategi, redusere spredningen av fondets risiko og øke den selskaps-spesifikke risikoen. Avhengig av hvilke kriterier som anvendes, vil positiv utvelgelse også kunne øke eksponeringen mot systematiske risikofaktorer. Det er ikke grunnlag for å hevde at et positivt seleksjonskriterium kan knyttes til høyere forventet avkastning. Norges Bank vil fraråde en utvikling av fondets strategi i retning av positiv utvelgelse av investeringer basert på normative vurderinger, siden dette vil være i strid med fondets langsiktige finansielle målsetting.

Norges Bank vil i denne sammenheng vise til analysene gjennomført av professorene Gjølborg og Johnsen. De illustrerer hvor uheldig denne typen seleksjonsmodeller slo ut for mange såkalte SRI-fond og -indekser i perioden 2003-2007.

Øremerking av investeringsmidler til selskaper innenfor spesielle sektorer, eventuelt særskilte geografiske områder, innebærer at det legges et annet avkastningskrav til grunn for disse investeringene enn andre investeringer innenfor fondet. På samme måte som ved positiv seleksjon vil en portefølje som etableres basert på utstrakt øremerking av investeringsmidler øke risikoen i porteføljen men antageligvis redusere den forventede avkastningen siden avkastningskravet er lavere.

Hensikten med øremerking av investeringsmidler til særskilte formål vil være å nå andre målsettinger i tillegg til langsiktig finansiell avkastning. Norges Bank mener slik øremerking av investeringer bør skje gjennom bevilgningsvedtak i de årlige statsbudsjettene. Forvaltningen av øremerkede investeringer bør ikke være en del av forvaltningen av Staten pensjonsfond, men ivaretas av særskilte forvaltere. Norges Bank vil i denne sammenheng vise til at Staten har etablert forvaltningsorganisasjoner med slike egne målsettinger.

Felles for investeringsstrategier basert på positiv seleksjon og øremerking av investeringer er målsettingen om å oppnå også andre resultater enn de finansielle. Selv om modeller for seleksjon og øremerking kan utformes på ulike måter, vil de være gjenstand for stor grad av skjønn. Eksempelvis kan noen miljøfond og -indekser ta sikte på å unngå atomkraft på grunn av problemer med avfallshåndtering, mens andre kan overvekte atomkraftindustri på grunn av

klimaspørsmålet. Engineering-selskaper kan tenkes utelukket på grunn av tilknytning til forurensende industri, eller inkludert som produsenter av kollektivtrafikk-løsninger, vindmøller og andre teknologier for fornybar energi. Metaller og kjemikalier knyttet til batteriteknologi for elektriske biler kan være andre eksempler. Sammenhengene i økonomien og de finansielle markedene er så komplekse at man i ettertid vanskelig vil kunne identifisere noen sammenheng mellom investeringsstrategien og utfallet på satsingsområdet, i den grad noen slik sammenheng eksisterer.


Fondets investeringsstrategi innebærer at kapitalen i fondet er plassert i de aller fleste geografiske områder og i hele bredden av næringssektorer. I den grad departementet ønsker å øke bredden for fondet ytterligere mot nye typer investeringsformer eller i regioner som ikke dekkes av dagens investeringsunivers, kan det vurderes som en utvikling av fondets investeringsstrategi.

Norges Bank har anbefalt Finansdepartementet å inkludere infrastrukturinvesteringer i fondets investeringsunivers fordi en slik utvidelse vil kunne bedre risikospredningen og øke avkastningsmulighetene til fondet, dersom den operative forvaltningen gjennomføres med tilstrekkelig kvalitet.

Disse aktivaklassene er mindre likvide, og investeringene vil måtte gjennomføres ved deltagelse i partnerskap eller spesifikke prosjekter. En investor kan vanskelig raskt oppnå en generell markedseksponering innenfor disse aktivaklassene. Snarere er det utfordringen å bygge spesifikk investeringsfaglig kapasitet av en kvalitet som gjør at vi kan realisere lønnsomme investeringer innenfor hvert enkelt område. En betydelig del av infrastrukturen i investeringene de nærmeste tiårene vil trolig være innenfor vann- og energiforsyning. Norges Bank vil kunne vurdere å etablere spesifikk kompetanse innenfor slike områder basert på et mandat som ikke legger et lavere avkastningskrav til grunn enn for andre investeringer. Tempoet i utviklingen av forvaltningen vil da fastsettes operativt basert på tilgjengelige investeringsmuligheter.

En utvidelse av det geografiske universet for fondet til også å omfatte områder ut over fremvoksende markeder har så langt ikke vært vurdert. Dette dreier seg hovedsakelig om markeder i Afrika og Midt-Østen, og i deler av Sør-Amerika og Asia.

Med hilsen


Svein Gjedrem


Yngve Slyngstad