



NORGES BANK

Finansdepartementet  
Boks 8008 Dep.  
0030 Oslo

Dato: 05.01.2023

## Fondet i en brytningstid – høringsuttalelse

Finansdepartementet satte i 2021 ned et utvalg for å vurdere hvilke nasjonale og internasjonale økonomiske og politiske utviklingstrekk som kan være relevante for Statens pensjonsfond utland (SPU) noen år frem i tid, og hvilken betydning disse kan ha for styring og forvaltning av fondet. Utvalget ble ledet av Ulf Sverdrup. Departementet mottok utvalgets utredning, *Fondet i en brytningstid*, 26. september 2022<sup>1</sup>.

Utvalgets rapport gir en grundig drøfting av mulige utviklingstrekk i Norge og internasjonalt som kan innebære en risiko for fondet. Rapporten er et godt utgangspunkt for å styrke forståelse av risikoen SPU står overfor og i hvilken grad risikoen kan håndteres i forvaltningen.

Utredningen ble sendt på åpen høring 29. september 2022. Bankens høringsuttalelse følger i dette brevet. Vårt høringssvar omhandler hovedsakelig hvordan mulige utviklingstrekk kan påvirke investeringsstrategien og Norges Banks forvaltning av fondet.

### Generelle merknader

Det er utvalgets vurdering at styringsmodellen, med en klar arbeidsdeling mellom politiske myndigheter og den operative forvaltningen, har fungert godt og er det beste utgangspunktet i møte med det risikobildet som skisseres i rapporten. Utvalget beskriver hvordan forvaltningen fra starten har vært rettet inn mot et finansielt formål og at fondet ikke er et politisk verktøy. Videre er det utvalgets vurdering at prinsippet om at fondet skal investeres bredest mulig bør holdes fast.

Utvalget skriver at god finansiell avkastning og ansvarlig forvaltning er viktig for fondets legitimitet, både nasjonalt og internasjonalt. Utvalget mener samtidig det er viktig med realistiske forventninger for hva fondet kan oppnå. Det er utvalgets vurdering at fondets omdømme kan svekkes dersom forventninger ikke innfris. For at SPU skal kunne være

<sup>1</sup> For mer informasjon se NOU 2022: 12 Fondet i en brytningstid.



en vellykket finansiell investor, er det utvalgets vurdering at fondet må oppfattes som en finansiell investor av andre lands investorer og myndigheter. Fondets formål må derfor ikke vannes ut.

Norges Bank deler utvalgets overordnede vurderinger. Vi forvalter fondet med sikte på høyest mulig avkastning over tid, innenfor de rammene som mandatet fra Finansdepartementet setter. Vi legger stor vekt på å være en ansvarlig investor. Ansvarlig forvaltning og aktivt eierskap bidrar til langsiktig verdiskapning og målet vårt om høyest mulig avkastning. Ved å sørge for størst mulig åpenhet om forvaltningen innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget, vil vi søke å bidra til realistiske forventninger for hva vi kan oppnå.

Utvalget mener at SPU i prinsippet er godt rustet til å møte en usikker fremtid, men peker på at evnen til å møte ulike endringer og kriser kan styrkes. Vi deler utvalgets vurdering. Vi arbeider kontinuerlig med å styrke vår situasjonsforståelse, utvikle vårt arbeid med scenarioer og stresstesting og å styrke beredskapsarbeidet for å bedre kunne håndtere alvorlige hendelser og kriser.

Utvalget legger til grunn at kompetansen det er behov for i møtet med en usikker fremtid, favner bredere enn finans og kapitalforvaltning. Utvalget viser i den sammenheng til problemstillinger innen blant annet geopolitikk, sikkerhetsspørsmål, teknologi, IKT, maskinlæring og etikk. Vi publiserte nylig en strategisk plan for forvaltningen av fondet de neste tre årene<sup>2</sup>. For å nå ambisjonene i denne planen vil vi styrke organisasjonen på flere områder for å sikre kapasitet, kvalitet og robusthet. Vi arbeider kontinuerlig med å tiltrekke oss dyktige ressurspersoner og videreutvikle kompetansen hos våre ansatte for å gjennomføre forvaltningsoppdraget best mulig.

### **Mulige utfordringer**

Første og andre del av utvalgets rapport identifiserer utviklingstrekk og risikofaktorer som kan påvirke SPUs mulighet til å nå målet om høyest mulig avkastning med en akseptabel risiko. Bakteppet som skisseres gir grunnlag for en oppsummering av mulige scenarioer SPU bør være forberedt på. Avslutningsvis følger rapportens tredje del med en diskusjon av hvordan et nytt risikobilde kan håndteres.

Utvalget skriver at scenarioene i rapportens del to blant annet illustrerer viktigheten av<sup>3</sup>:

1. Bred politisk forankring av forvaltningsmodellen, med vekt på en finansiell målsetting for investeringene.
2. Å ha oppmerksomhet om den geografiske fordelingen av fondets investeringer.

<sup>2</sup> For mer informasjon se Strategi 25 under publikasjoner på [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

<sup>3</sup> Utvalget nevner også andre viktig forhold. Vi har her valgt å omtale de punktene som omhandler den operasjonelle forvaltningen og investeringsstrategien.



3. Å ha stor oppmerksomhet om ulike sider ved økt operasjonell risiko i forvaltningen, herunder cyberrisiko, samt forankre hos eier en høvelig toleranse også for operasjonell risiko.
4. Å være åpen og ærlig om at fondet står overfor noen vanskelige dilemmaer og krevende avveininger.
5. Å avdekke om det er utviklingstrekk i markedene som gjør at de børsnoterte selskapene som SPU er investert i, ikke i tilstrekkelig grad vil fange kapitalavkastningen i verdensøkonomien.

Våre vurderinger av disse forholdene følger under.

#### 1. Bred politisk forankring

Fondets investeringsstrategi er utviklet over tid. De mange endringene i strategien har funnet sted etter grundige utredninger. Norges Banks rolle har vært å gi råd og analyser til Finansdepartementet. Departementet har redegjort for planlagte endringer i investeringsstrategien i årlige meldinger til Stortinget. Det er Norges Banks vurdering at det er viktig med bred og grundig forankring av sentrale endringer i fondets investeringsstrategi. Dette sikrer at vi kan holde fast ved viktige beslutninger i perioder med urolige markeder.

#### 2. Fondets geografiske utbredelse

Fondets geografiske utbredelse står sentralt i utvalgets rapport. Finansdepartementet fastsetter rammene for fondets referanseindeks. Et viktig prinsipp for investeringsstrategien er at fondet skal forvaltes nært indeksen fastsatt av departementet. Sammensetningen av indeksen har derfor stor betydning for fondets faktiske investeringer og dermed for avkastning og risiko. Referanseindeksens sammensetning følger i stor grad av indeksleverandørens kategorisering av hvilke markeder som skal inngå<sup>4</sup>. Finansdepartementet besluttet i 2021 å ikke inkludere flere markeder i fondets aksjeindeks. Departementet la i stedet opp til brede gjennomganger av rammene for og sammensetningen av referanseindeksen<sup>5</sup>.

Utvalget anbefaler at departementet foretar jevnlige vurderinger av den geografiske utbredelsen for fondets investeringer<sup>6</sup>. Utvalget skriver at i forbindelse med de jevnlige gjennomgangene bør risikoen utredes grundig, og mulige konsekvenser av ulike valg må komme klart frem i saksfremlegget til Stortinget. På samme måte som for fondets finansielle risiko, er det nødvendig at risiko langs også andre dimensjoner er godt forstått og forankret. Norges Bank vil gjennom vår rolle som rådgiver kunne bistå departementet ved slike gjennomganger. Finansdepartementet skrev i Meld. St. 24 (2020-2021) Statens

---

<sup>4</sup> For en nærmere beskrivelse av indeksleverandørens metoder og regler for inkludering av markeder i aksjeindeksen se vedlegg 1 i Norges Banks brev til Finansdepartementet 22. august 2019.

<sup>5</sup> For mer informasjon se Meld. St. 24 (2020-2021) Statens pensjonsfond 2021.

<sup>6</sup> Norges Bank ga råd om aksjeindeksens geografiske sammensetning i brev til Finansdepartementet 21. august 2019. Vi har ikke gjort noen ny vurdering i forbindelse med dette brevet.



pensjonsfond 2021 at departementet historisk har gjennomført slike gjennomganger med noen års mellomrom. Norges Bank mener hensynet til stabilitet, langsiktighet og forutsigbarhet i forvaltningen taler for å videreføre en slik praksis.

Det er utvalgets vurdering at bred geografisk spredning av investeringene gjør fondet mindre sårbart for utviklingen i enkeltland. Samtidig skriver utvalget at det er å forvente at målet om diversifisering i økende grad vil kunne komme i konflikt med andre politiske hensyn. Utvalget skriver at å avgrense investeringene mot land eller selskaper, helt eller delvis, kan være ønskelig ut fra visse etiske, sikkerhetsmessige eller politiske kriterier, men at det også kan ha en kostnad i form av dårligere avkastnings- og risikoegenskaper i porteføljen. Norges Bank mener eventuelle avgrensninger knyttet til politiske, etiske og sikkerhetsmessige forhold må gjenspeiles i fondets referanseindeks.

Behovet for å avgrense fondets investeringer mot enkeltland kan oppstå som følge av en spesiell hendelse eller krise. Beslutningen om å utelukke Russland fra fondets referanseindeks 28. februar 2022 er et eksempel på dette. Utvalget utelukker ikke at liknende hendelser kan inntreffe i fremtiden. Det er viktig å være klar over at det er vanskelig å identifisere denne typen hendelser før de inntreffer eller har medført et finansielt tap for fondet. Vi vil heller ikke kunne endre porteføljen vesentlig dersom en krise eller alvorlig hendelse oppstår brått<sup>7</sup>.

Hvis et land eller marked skulle utelukkes fra fondets referanseindeks, bør departementet fastsette en plan for utfasing som i dag. Fondets størrelse innebærer at en slik utfasing vil kunne ta lang tid. Departementet kan også i særlige tilfeller tillate banken å avvike fra bestemmelsene i mandatet<sup>8</sup>. Det er derfor bankens vurdering at det er tilstrekkelig fleksibilitet i mandatet i dag.

I henhold til mandatet skal hovedstyret godkjenne alle markeder og land før det investeres i dem, både de som er i og utenfor referanseindeksen. Banken skal ha rutiner for slik godkjenning, herunder jevnlige vurderinger av allerede godkjente markeder og land. I tillegg til bankens godkjenningsprosess, overvåkes land og markeder kontinuerlig i den operative forvaltningen.

Første ledd i godkjenningsprosessen er å vurdere det aktuelle markedet eller landet opp mot fondets investeringsstrategi. Deretter gjøres en bred gjennomgang av relevant investeringsrisiko og operasjonell risiko som representerer et minimumskrav for at fondet skal kunne investere i nye markeder og land. Informasjon om relevant risiko hentes fra anerkjente, internasjonale organisasjoner og dataleverandører<sup>9</sup>. Risikoen for fremtidige

---

<sup>7</sup> I en kritesituasjon vil dårlig likviditet og andre hindre kunne gjøre et nedsalg svært krevende. Erfaringene med aksjeinvesteringene i Russland illustrerer dette.

<sup>8</sup> Se mandatet § 8-1. Adgang til å fravike bestemmelsene.

<sup>9</sup> For en nærmere beskrivelse av våre rutiner for godkjenning av finansielle instrumenter, markeder og utstedere av statsobligasjoner se [www.nbim.no](http://www.nbim.no).



kriser eller alvorlige hendelser vil imidlertid i liten grad fanges opp i rammeverket for godkjenning.

Utvalget skriver at bankens mulighet til å ikke godkjenne et aksjemarked eller en utsteder av statsobligasjoner i referanseindeksen er begrenset av risikorammen for aktiv forvaltning. Å ikke godkjenne et marked eller land som inngår i fondets referanseindeks, og som er av en viss størrelse, kan medføre en overskridelse av risikorammen. Norges Bank deler utvalgets vurdering. Dersom et land eller marked ikke oppfyller våre krav for godkjenning, vil Norges Bank kunne gi departementet råd om å endre referanseindeksen også utenom de brede gjennomgangene av rammene for og sammensetningen av referanseindeksen<sup>10</sup>.

### 3. Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er risikoen for at en uønsket hendelse inntreffer som følge av menneskelig svikt, feil i prosesser eller systemer, hendelser som skyldes en tredjepart eller andre eksterne forhold. Utvalget mener at fondet i prinsippet er godt rustet til å møte en usikker fremtid, men peker samtidig på at det kan bygges mer robusthet for å møte ulike strukturelle endringer og kriser.

Vi støtter utvalgets vurderinger og mener innsikt i det eksterne trusselbildet og god situasjonsforståelse er avgjørende for den operasjonelle risikostyringen. I styringen av operasjonell risiko er det nødvendig at interne risikostyrings- og kontrollfunksjoner har god forståelse for sårbarheter, samt evnen til å iverksette målrettede og kostnadseffektive tiltak for å opprettholde et akseptabelt risikonivå<sup>11</sup>. Løpende vurderinger og rapportering av operasjonell risiko, samt hendelsesoppfølging bidrar til dette. Dette sikrer at forhold blir rapportert og håndtert så raskt som mulig og bidrar til at vi kan lære av feil som oppstår.

I henhold til mandatet for forvaltningen skal hovedstyret fastsette en ramme for operasjonell risiko. Det er et krav fra hovedstyret at den operasjonelle risikotoleransen skal være gjenstand for regelmessige vurderinger. Utvalget skriver at det kan bli mer krevende å holde nivået på operasjonell risiko lavt. For eksempel vil fondet kunne rammes av ulike former for digitale angrep. Mer omfattende sanksjonsregimer og ulike investeringsrestriksjoner øker også risikoen for å komme i brudd med rammen.

Norges Bank deler disse vurderingene. Det er samtidig viktig å understreke at ikke all operasjonell risiko kan elimineres. Det er også kostnader forbundet med å redusere operasjonell risiko. Kostnadene kan være av en direkte art, slik som ansettelse av flere medarbeidere eller innkjøp av nye systemløsninger, eller indirekte ved at organisasjonen

<sup>10</sup> I Meld. St. 24 (2020-2021) Statens pensjonsfond 2021 skrev Finansdepartementet: «Departementet mener, som Norges Bank, at det også bør legges opp til at vurderinger av markeder i referanseindeksen i særskilte tilfeller skal kunne gjøres utenom de brede gjennomgangene.»

<sup>11</sup> Våre retningslinjer for operasjonell risikostyring er tilgjengelig på [www.nbim.no](http://www.nbim.no).



blir mer regelbundet og mindre fleksibel. Utvalget skriver at det er en balansegang som må gjøres, slik at organisasjonen ikke blir for risikoavers. I arbeidet med operasjonell risiko må de ulike hensynene veies mot hverandre.

#### *Håndtering av digitale trusler*

Digitale trusler representerer en betydelig risikofaktor for fondet. Vi kan rammes av digitale angrep mot systemer og oppgaver som ivaretas internt i Norges Bank, mot leverandører eller mot den finansielle infrastrukturen. Utvalget peker spesielt på to forhold som gjør digitale trusler til en fremtredende risikofaktor for fondet. For det første er kapitalforvaltning en digital virksomhet som er sårbar for slike trusler. For det andre kan fondet være et mål gitt størrelsen og betydningen det har for Norge. I tillegg påpeker utvalget at jo mer politisk oppmerksomhet fondet tiltrekker seg, jo større mål blir det for aktivister og nasjonale aktører. Utvalget understreker at for å håndtere denne risikoen trenger fondet de beste systemene, gode prosesser, god kompetanse og en god sikkerhetskultur. Norges Bank deler utvalgets vurderinger.

Sikkerhet er en integrert del av vår operasjonelle risikostyring. Det er viktig at dette arbeidet stadig utvikles i en verden hvor organiserte cyberkriminelle blir mer spesialiserte, sofistikerte og velfinansierte. Vi har over lengre tid jobbet systematisk med å bygge en god sikkerhetskultur. Dette krever betydelig innsats og investeringer over tid. Vi har hatt særskilt oppmerksomhet på å bygge kompetanse, samt å utvikle robuste kontroller og prosesser. Vi har også anskaffet spesialisttjenester for informasjonssikkerhet. Vi stiller krav til leverandører på sikkerhet og følger opp disse. Vi vil fortsette å styrke sikkerhetsstyringen og sikkerhetskontrollene i prosessene våre. Dette vil sette oss i bedre stand til å reagere på digitale angrep og raskere gjenopprette systemer og prosesser etter slike angrep.

Norges Bank er i forvaltningen av fondet avhengig av sentrale funksjoner i finansmarkedene og ulike leverandører. Utvalget beskriver mulige scenarier hvor sentrale funksjoner og institusjoner i finansmarkedene blir utsatt for massive digitale angrep. Slike scenarier kan ha store konsekvenser for vår måloppnåelse og vil for det meste være utenfor vår kontroll.

#### *Beredskap*

Norges Bank har etablert et beredskapsrammeverk for forvaltningen av fondet for å kunne håndtere alvorlige hendelser og kriser. Vi har regelmessige beredskapsøvelser. Det kan tenkes at kriser som rammer fondet må håndteres i tett samhandling med Finansdepartementet. Det bør derfor være klare prosesser på plass for håndtering av kriser, med en klar ansvarsdeling mellom Norges Bank og Finansdepartementet. Det bør jobbes videre med gjennomføringen av felles beredskapsøvelser for aktuelle krisescenarier.



#### 4. Kommunikasjon og åpenhet

Åpenhet er viktig for fondets legitimitet. Utvalget skriver at det praktiseres stor grad av åpenhet i dag og at dette er viktig for tilliten til styringsmodellen og forvaltningen.

Gjennom vår kommunikasjon ønsker vi å fremme god forståelse for vårt samfunnsoppdrag, hvordan vi investerer, hvilken risiko vi står overfor og hvordan vi utøver vår rolle som eier i flere tusen selskaper. Vi ønsker å bidra til økt kunnskap om fondet i Norge og i ulike grupper i samfunnet. Dette gjøres blant annet gjennom omfattende offentlig rapportering av fondets resultater. Vi tilbyr også gjesteforelesninger ved universiteter og høyskoler i utvalgte temaer innen kapitalforvaltning, ansvarlig forvaltning og teknologi. Vi har jevnlig redaksjonsmøter med de største norske mediehusene, gir intervjuer og skriver kronikker om aktuelle temaer. Vi presenterer på relevante seminarer og konferanser. Vi har særlig lagt vekt på å få frem flere av fagekspertene våre for å bygge tillit til oss som organisasjon.

Utvalget skriver at det bør legges vekt på å informere klart til andre lands myndigheter og medier hva fondet er og hva det ikke er. Det er utvalgets vurdering at SPU's mulighet til å være en vellykket finansiell investor primært avhenger av at fondet blir oppfattet som en finansiell investor av andre lands investorer og myndigheter. Dersom det reises tvil om fondets rolle, kan det svekke fondets mulighet til å dra nytte av frie og åpne kapitalmarkeder uten særskilte restriksjoner på våre investeringer. Norges Bank deler utvalgets vurdering og vil fortsette å aktivt jobbe for å spre kunnskap om fondets rolle internasjonalt.

Utvalget skriver samtidig at det kan være grenser for åpenhet og at Norges Bank bør være varsomme med å gi uttrykk for noe som kan oppfattes som kritikk av andre lands myndigheter og dermed berøre utenrikspolitikken. Norges Bank deler denne vurderingen.

#### 5. Verdiskapning i det noterte og unoterte aksjemarkedet

Det er ikke åpnet for at fondet kan investere i unoterte aksjer på generelt grunnlag. Utvalget skriver at dersom en betydelig andel av verdens verdiskapning flyttes ut av det noterte markedet, må det vurderes om det bør få betydning for fondets investeringsstrategi.

Norges Bank følger utviklingen i både det noterte og unoterte aksjemarkedet nøye. Vi ser stadig flere indikasjoner på at en større del av verdiskapningen skjer i det unoterte markedet. Markedet for unoterte aksjer har for eksempel økt som andel av det noterte aksjemarkedet. I 2017 anslo en ekspertgruppe utpekt av Finansdepartementet at det unoterte markedet utgjorde fem prosent av det noterte markedet. Bankens oppdaterte anslag viser at tilsvarende tall ligger på rundt åtte prosent i dag<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Både ekspertgruppens og bankens anslag er basert på kapital til forvaltning i aktive eierfond.



Vi observerer samtidig at antallet børsnoterte selskaper globalt har flatet ut<sup>13</sup>. I større utviklede markeder, som USA, Storbritannia og i eurosonen, har antallet børsnoterte selskaper falt i lang tid. Selskapene er også eldre og større når de børsnoteres enn tidligere. Disse utviklingstrekkene kan bety at fondet går glipp av en større del av selskapenes verdiskapning ved å vente til de børsnoteres og etter hvert kommer inn i fondets referanseindeks. Norges Bank mener det bør utredes om disse utviklingstrekkene bør få betydning for fondets investeringsstrategi og om unoterte aksjer generelt bør inkluderes i fondets investeringsunivers.

Før det eventuelt åpnes for at fondet kan investeres i unoterte aksjer på generelt grunnlag er det viktig med en grundig vurdering av fordeler og ulemper, samt hva som vil være en hensiktsmessig innretning av slike investeringer gitt fondets egenskaper. En åpning for unoterte aksjer vil være et langsiktig veivalg som krever bred forankring.

#### **Etablering av et eksternt råd**

Utvalget anbefaler at Finansdepartementet vurderer å etablere et eksternt råd med faste, rullerende medlemmer. Utvalget skriver at en slik ekspertgruppe kan overvåke, utrede og vurdere ulike sider ved fondet og anbefale tiltak til Finansdepartementet.

Finansdepartementet har ansvaret for fondets overordnede investeringsstrategi fastsatt i mandatet for forvaltningen. Norges Bank bidrar til utviklingen av fondets overordnede investeringsstrategi gjennom vår rolle som rådgiver til Finansdepartementet<sup>14</sup>.

Erfaringene fra forvaltningen av fondet og nærheten til investeringsporteføljen gir oss et godt utgangspunkt for å gi strategiske råd til departementet. Vi har en dedikert enhet som jobber med råd og analyser av relevans for videreutviklingen av fondets strategi. Vi utvikler skreddersydde analyseverktøy og har en utstrakt bruk av interne og eksterne datakilder. For å utvikle og sikre kvaliteten i vårt arbeid samarbeider vi med andre lignende fond, akademia, markedsaktører og andre eksterne eksperter.

I arbeidet med utviklingen av investeringsstrategien har departementet også benyttet eksterne ekspertgrupper satt sammen for å belyse særskilte problemstillinger. Dersom departementet skulle beslutte å opprette et fast eksternt råd, er det Norges Banks vurdering at formålet må defineres tydelig. Videre bør det fremgå hvordan et slikt råd skiller seg fra departements allerede etablerte prosesser for råd om investeringsstrategien. En eventuell opprettelse av et slikt fast råd bør ikke rokke ved de klare ansvarslinjene i dagens styringsmodell.

<sup>13</sup> World Bank Development Indicators.

<sup>14</sup> Banken har en rådgivningsplikt overfor departementet, som spesifisert i mandatet § 1-4.





### **Mandatet for forvaltningen**

Fondets investeringsstrategi er spesifisert i mandatet for forvaltningen fastsatt av Finansdepartementet. Mandatet har blitt mer omfattende og detaljert over tid. Utvalget anbefaler at Finansdepartementet vurderer om det er hensiktsmessig med et noe mer overordnet og prinsippbasert mandat. Norges Bank mener det kan være nyttig med en ny gjennomgang av mandatet for forvaltningen av SPU i lys av utvalgets rapport.

Med hilsen

Ida Wolden Bache

Nicolai Tangen

Kopi: Norges Banks representantskap