

Denne fil er hentet fra Handelshøyskolen BIs åpne institusjonelle arkiv BI Brage  
<http://brage.bibsys.no/bi>

***Norge som kapitalforvaltningsnasjon: Statens pensjonsfond utland  
under lupen***

**Marius Nordkvelde  
Handelshøyskolen BI**

**Torger Reve  
Handelshøyskolen BI**

Dette er siste forfatterversjon av artikkelen etter fagfelleevaluering, før publisering i

***Samfunnsøkonomen, 68(2014)3: 8-12***

Tidsskriftets forlag, Samfunnsøkonomene, tillater at siste forfatterversjon legges i  
åpent publiseringsarkiv ved den institusjon forfatteren tilhører.

[www.samfunnsokonomene.no](http://www.samfunnsokonomene.no)

## Norge som kapitalforvaltningsnasjon – Statens pensjonsfond utland under lupen

Av Marius Nordkvelde og Torger Reve

*Det er lite tvil om at et kompetent og lojalt embetsverk i Finansdepartementet og Norges Bank har fulgt en vellykket kapitalforvaltningsstrategi for Statens pensjonsfond utland (SPU) frem til i dag. Det er imidlertid alltid rom for forbedringer, spesielt i den fasen SPU går inn i nå. Hvor fornuftig er dagens organisering av finansformuen? Hva er det egentlige mulighetsrommet for fondet sett i et større samfunnsøkonomisk og næringspolitisk perspektiv? Det bør settes i gang en større debatt om forvaltningen av Norges største finansformue, SPU, ikke minst siden det dreier seg om fellesskapets midler*

Nåverdien av oljeinntektene og SPU kommer aldri til å bli høyere enn verdien av fremtidig arbeidskraft i Norge og utgjør sånn sett en relativt liten andel av nasjonalformuen. Det er kunnskap vi skal leve av etter olje og gass, som statsminister Erna Solberg pleier å si. Organiseringen av finansformuen bør uansett endres. Det kan legge til rette for en sterkere finansnæring, tryggere forvaltning samt bidra til et mer diversifisert næringsliv. Politikerne sitter på nøkkelen. Finansdepartementet la frem en gjennomgang av forvaltningen i SPU i en melding til Stortinget 4. april. 2014 (Meld. St. 19). Der var det lite nytt å spore.

Det finnes flere alternativer for strukturelle endringer i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland hvor den samfunnsøkonomiske avkastningen er større, men hvor mulighetene for høyest mulig forventet avkastning på forvaltet kapital til minst mulig risiko er relativt lik, om ikke bedre. En oppsplitting av fondet har vært diskutert, for eksempel i ulike fond med større industriell eller regional spesialisering. Videre har større bruk av eksterne kapitalforvaltere blitt diskutert, hvor det også stilles krav om å etablere kontorer i Norge. Dette for å legge grunnlaget for en sterkere kapitalforvaltningsnæring i Norge (Nordkvelde mfl. 2013). Organiseringen og styringen av kapitalforvaltningen er viktig for å skape tillit til effektive og troverdige beslutningsprosesser av fellesskapets midler. Ikke minst er det grunn til å spørre seg om de overordnede styringsorganene for Statens pensjonsfond utland fungerer som de skal, ved at fondet er plassert som en avdeling i Norges Bank som også har ansvaret for penge- og valutapolitikk. Statens pensjonsfond utland har som eneste formål å sikre størst mulig avkastning av midlene med en forsvarlig langsiktig risikoprofil, innen vedtatte etiske retningslinjer for hva slags virksomhet fondet skal være engasjert i. Dette er en helt annen oppgave enn det som er sentralbankens hovedoppgave. Med den størrelsen fondet etter hvert har fått, er det desto viktigere å sikre god eierstyring av fondet.

Fondet har i dag flere store utfordringer. En utfordring er selve størrelsen på fondet. Fondet begynner å bli for stort for sitt eget og folkets beste. Størrelsen samt dagens organisering skaper en uheldig maktkonsentrasjon i Norges Bank. Størrelsen skaper også utfordringer med tanke på å skille fondets mandat fra norsk økonomi for øvrig. En annen utfordring er å måle prestasjonen på forvaltningen. Hvor god er selve avkastningen? Hvor kostbar er

egentlig forvaltningen av fondet? Hvilken kortsiktig og langsiktig risiko er det selve kapitalplasseringene representerer?

**Stordriftsfordeler** gjennom størrelsen på fondet er en viktig verdidriver. Noen av stordriftsfordelene for fondet relater seg til reduksjon av forvaltningskostnader, noe fondet har oppnådd de siste årene. Fondet har lave forvaltningshonorarer sammenlignet med andre fond gitt blant annet reduksjonen i bruk av eksterne forvaltere. En viss størrelse gjør det også mulig med kritisk kompetanse innen større deler av kapitalforvaltningen. I tillegg kan økt størrelse redusere kostnader knyttet til transaksjoner.

**Stordriftsulemper** relater seg blant annet til begrenset mulighet og evne til spesialisering i ulike aktiva klasser, mindre fleksibilitet samt reduserte muligheter for aktiv eierstyring. Stordriftsfordelene har trolig avtagende effekt etter en viss størrelse gitt blandingen av aktiv og passiv forvaltning fondet har i dag. Alle pengene må jo investeres et sted. Gitt størrelsen er noen investeringsstrategier i dag også helt utelukket. En annen utfordring med størrelsen er at det blir mer og mer uunngåelig at fondet blir tolket som et politisk redskap. Stortinget eier en økende del av verdens næringsliv gjennom SPU og deres relativt få ansatte. De økonomiske konsekvensene og ringvirkningene et så stort fond skaper utenfor Norge vil bare bli større og større. Dette er definitivt en risiko. Det er en økonomisk risiko, men også en politisk risiko.

**Maktkonsentrasjon** er en uheldig effekt ved at fondet blir for stort. Størrelsen på fondet gjør at man må ta prinsipal-agent problemet på større alvor. Stipendiat ved Universitet i Oslo, Gøril Bjerkan, skrev om noen av utfordringene i en kronikk i DN 3. april. 2014. Eier av fondet, Stortinget (eller folket), har videreført forvaltningsmandatet til Finansdepartementet gjennom en egen lov. Finansdepartementet har så gitt Norges Bank Investment Management (NBIM) et mandat til å forvalte SPU og utnevner også styret til Norges Bank. Gitt at NBIM er organisatorisk en del av Norges Bank, vil hovedstyret til Norges Bank ha hovedansvaret for NBIM sin organisering samt for kontroll av forvaltningen. Tendensen siden oppstarten av fondet har helt klart vært at Norges Bank får større og større frihet i forvaltningen. Selv om Stortinget har et kontrollorgan gjennom Representantskapet som skal føre tilsyn med kontroll og styring av hovedstyret, blir forvaltningen av SPU gjennom NBIM, som er en underenhet i Norges Bank, ikke gjenstand for den primære tilsynsaktiviteten. I tillegg er det også en administrativ kobling mellom styreleder av hovedstyret samt forvaltningen av SPU, gitt at styreleder også er øverste administrerende leder i banken. Prinsipal-agent-problemet kommer til synet ved at deler av hovedstyret kan bli både agent og prinsipal, og dette forsterkes ved at Norges Bank får større og større frihet for et stadig større fond. Norges Bank har nylig signalisert at de vil ta større risiko samt investere mer i det unoterte markedet. Det er kanskje gode grunner for det, men da burde også kontrollen styrkes. At Finansdepartementets nåværende øverste embetsmann også er tidligere sentralbanksjef, gjør det ikke lettere. Samtidig er mange av landets fremste professorer i samfunnsøkonomi og finansiell økonomi koblet til Norges Bank eller Finansdepartementet

på ulike måter, noe som gjør det nærmest umulig å vinne frem med kritikk. Det taler for et sterkere og mer kompetent kontrollorgan som har en sterkere kobling direkte til Stortinget, uavhengig av Norges bank og Finansdepartementet.

**De viktigste egenskapene** for fondet over tid gitt at fondet har en viss kritisk størrelse, er fondets evne til å diversifisere fornuftig, den unike tidshorizonten til fondet, samt lave kostnader i forhold til avkastning over lang tid. Det er ingen studier som kan konkludere med at en mindre oppsplitting (kan fortsatt ha en kritisk størrelse) av fondet, eller at mer av forvaltningen skjer utomhus fra Norge vil være et dårligere alternativ for i sum å utnytte disse egenskapene mest optimalt for fondet. Hvis Norge i tillegg kan få både en samfunnsøkonomisk og næringsmessig gevinst av fondet, med samme krav til avkastning og risiko, må dette i det minste vurderes grundig. Vi sier ikke at oppdragene skal gis til norske forvaltere. Det skal være fri konkurranse, med noe spesielle føringer som for eksempel et Norden mandat. Fortsatt innenfor rammene for geografisk og markedsmessig vekting. Det er også muligheter for eventuelt flere fond som er spesialisert innenfor visse aktiva klasser. Hvis mer forvaltes fra eksterne, med krav om tilstedeværelse i Oslo, er mandatet man gir ansvarlig forvalter fortsatt høyest mulig avkastning til minst mulig risiko, gitt visse føringer. Dette er akkurat slik det forvaltes i dag. Fondet skal gi høyest mulig avkastning til minst mulig risiko, gitt visse føringer som hva man kan investere i, samt hvor man kan investere. I tillegg er det en form for diversifisering at flere aktører og mennesker er involvert i investeringsprosessene, og ikke en liten gruppe mennesker i en organisasjon uten skikkelig tilsyn. Dette er isolert sett tryggere, men det er også en måte å utvikle kunnskap i Norge og skape konkurranse i forvaltningen. På denne måten vil vi bygge opp en bredere og mer diversifisert kunnskapsbase innen kapitalforvaltning, og vi har samtidig lagt grunnlaget for en ny fremtidig vekstnæring. En annen implikasjon er at utdanning og forskning innen finans, strategi og kapitalforvaltning i Norge bør styrkes, noe for øvrig NMBIM har tatt de første skrittene til gjennom doktorgradsstipender.

**Bruk av eksterne** vil mest sannsynlig øke forvaltningskostnadene på kort sikt, men kostnadene må jo også sees i sammenheng med meravkastningen til fondet over lang tid. Et område som hadde vært naturlig forvaltet fra Oslo, vil for eksempel være investeringer i unoterte aksjer eller private equity i Norden og Europa. Man kunne for eksempel investert mer gjennom en Argentum modell, men her fins det mange alternative løsninger.

**NBIM ansetter** stadig flere. De fleste nye ansatte blir plassert i utlandet. Noe av argumentasjonen er å være nær markedene man investerer i gitt graden av aktiv tilnærming i forvaltningen for å følge investeringene tett, i tillegg er det viktig å tiltrekke seg de riktige menneskene og tilby gode karrieremuligheter. London og New York er særlig attraktivt. Forvaltning fra utlandet er uansett ikke en forutsetning for å lykkes. Se på Skagenfondene, de investerer globalt fra Stavanger. De trekker frem at det er en fordel å investere i aksjer på børser og renter langt fra de største finansielle sentrene i verden, med basis i et land med

stor tillitskapital og få finansielle eksesser. Ved eventuelle børsnoteringer vil selskaper garantert tatt "roadshow" til Oslo dersom kapitalforvalterne sitter der, det er derfor ikke noe argument for å ha flere ansatte i utlandet. Uavhengig av børsnoteringer ville selskapene man har investert i kommet til Oslo for å møte en viktig eier. At flere internasjonale selskaper måtte tatt turen til Oslo, ville styrket posisjonen til finansnæringen i Norge og hatt mange andre positive ringvirkninger. Hvis Finansdepartementet ønsker en mer passiv tilnærming i forvaltningen, er det enda større grunner til å holde seg i Oslo. Ved en aktiv tilnærming er det kanskje flere gode grunner til å være nærmere markedet for å følge selskaps-spesifikke og systematiske risikofaktorer, men disse aktive mulighetene er det mange av i Norden og Europa hvor hovedsete for investeringene i større grad kunne vært Oslo.

### **Trenger vi et Petoro i norsk kapitalforvaltning?**

På begynnelsen av 1980 tallet pågikk det en politisk diskusjon rundt den raske fremveksten av Statoil som en stadig viktigere og mer dominerende aktør i norsk økonomi. Diskusjonen førte til det mange har omtalt som vingeklippingen av Statoil på midten av 1980 tallet gjennom opprettelsen av SDØE (Statens direkte økonomiske engasjement). Statoil hadde til da hatt ansvaret for forvaltningen av statens eierandeler, men omtrent halvparten av selskapets lisenser ble overført til SDØE. Gjennom at Statoil ble delprivatisert oppstod behovet for en ny ordning for forvaltning, og Petoro ble opprettet i 2001 for å maksimere verdien av SDØE-porteføljen. Organisering av forvaltningen av olje- og gassforekomstene har vært en suksess. Ordningen har ført til mindre grad av maktkonsentrasjon og ført til en sunnere konkurranse og samarbeid mellom statlige og private aktører og i sum gitt bedre ressursutnyttelse av olje- og gassforekomstene. Kunne noe lignende blitt gjort for Statens pensjonsfond utland? Hva er egentlig nedsiden med å skille ut hele SPU eller deler av SPU fra Norges Bank? Det er ikke akkurat kapitalforvaltning som er eller bør være hovedoppgaven til sentralbanken. Trolig er fokus på prisstabilitet og finansiell stabilitet mer enn stor nok oppgave for Norges Bank, hvis de ikke i takt med et stadig større fond med flere ansatte skal få større og større oppmerksomhet rettet mot kapitalforvaltningen. Mer av fokus kunne til eksempelvis blitt rettet mot mulige fondsinvesteringer i Norge som ikke fører til overoppheting av økonomien. SPU kan fungere litt som Petoro i en mer dynamisk forvaltning av statens eierandeler for å få maksimal meravkastning, men også maksimal kontroll over forvaltningen. I motsetning til Petoro kan «et nytt SPU» også være operatør, dvs. bevare deler av forvaltningen for å sikre kritisk kompetanse til å vurdere eksterne kjøp.

### **Oslo City og kapitalforvaltning**

I løpet av det siste tiåret har den norske finans- og kapitalnæringen hatt en imponerende vekst. Tross den finansielle krisen i 2008 og 2009 har næringen oppnådd betydelig verdiskapning. Ansatte, aksjonærer og myndigheter har nytt godt av dette gjennom høyere

lønninger, avkastning og skatteinntekter (Nordkvelde mfl., 2013). Vi har altså å gjøre med en kunnskapsnæring med stor verdiskaping, høy produktivitet og høy vekst.

Oslo har både ressurser og muligheten til å bli en finansby i europeisk verdensklasse og tiltrekke seg de beste talentene innen finans. Oslo har til dels lyktes med å bli et viktig internasjonalt kompetansesenter innen deler av finansnæringen, med nøkkelkompetanse relatert til energisektoren (olje og gass), shipping og sjømat. At Oslo Børs er verdens nest største finansielle markedsplass innenfor shipping og verdens største når det gjelder sjømat – viser hvor sterkt Oslo står i disse næringene. Videre står energisektoren for omtrent halvparten av verdiene på Oslo Børs. Potensialet for verdiskaping er uansett mye større enn det er i dag. Norge kommer aldri til å kunne konkurrere med London eller New York som finanssentrum i verden, men Norge kan i første omgang opprette en sterkere posisjon i Norden. Kapitalforvaltning er et segment med et stort fremtidig potensiale, hvor Norge kunne fått en sterkere posisjon med større fokus på Nord-Europa og Baltikum (Nordkvelde mfl., 2013). Her vil den viktigste konkurrenten være Stockholm, som er det sterkeste finanssentrumet i regionen i dag. Norge har også en helt spesiell egeninteresse av en kunnskapsbasert og konkurransedyktig kapitalforvaltningsnæring gitt de store oljeinntektene våre.

### **Forretningsentrum**

Stockholm er Skandinavias forretningsentrum, og her finner man flere finansielle beslutningstakere og hovedkontorer enn i noen annen by i Skandinavia. Nesten halvparten av alle selskapene på Forbes 2000-liste med drift i Skandinavia ligger i Stockholm. Stockholm anses som det økonomiske sentrum i Norden. Ikke bare har byen et modent og avansert finansmarked med det siste innen transaksjonsteknologi og nettbaserte verktøy, men NASDAQ OMX, en sterk og effektiv børs med en verdensledende bransje for privat eierkapital, er også hjemmehørende i Stockholm. I tillegg er Sverige vel ansett for politisk stabilitet, sunn økonomisk styring og et sterkt, åpent og uavhengig retts- og regelverk. Den svenske økonomien er åpen, konkurransedyktig og solid (Nordkvelde mfl., 2013). Oslo har alle forutsetninger for å ta opp kampen med Stockholm og på sikt gå forbi Stockholm.

### **Kapitalforvaltning – veien mot målet**

Den viktigste faktoren for å få til økt vekst for kapitalforvaltning i Norge er fondsvolumene som forvaltes fra Oslo. Det er tre sentrale veier mot dette målet. For det første er nordmenn fortsatt motvillige til å plassere sine midler i investeringsfond. Nordmenn anser eiendom i form av bolig som det alternativet som gir best avkastning i forhold til risiko. Som følge av dette investerer de kun en liten andel av sine oppsparte midler i investeringsfond. Overgangen til innskuddsbaserte pensjoner vil føre til en kraftig økning i forvaltningskapitalen som står til næringens disposisjon i Norge. Det andre viktige punktet er

at Norge forvalter et av verdens største statlige formuesfond, slik vi har diskutert tidligere i artikkelen. Fra et næringsperspektiv bør en skape en struktur der porteføljeforvaltere øker muligheten til å få tildelt et mandat dersom de etablerer et lokalkontor i Oslo, samt øke bruken av eksterne forvaltere (Nordkvelde mfl., 2013).

### **Økt konkurranse**

Det er rimelig å anta at forvaltere vil dra fordel av sin lokalisering når de først er etablert, og at de vil bli integrert i det lokale forretningslivet, slik noen av de utenlandske bankene i Norge allerede er. Dette vil ikke bare gjøre det mulig for dem å selge sine tjenester på det norske markedet, men også å tilby sine klienter i hele verden produkter fra den norske børsen og lignende. Dette vil igjen stimulere konkurransen med de norske aktørene som også opererer internasjonalt (Nordkvelde mfl., 2013).

### **Oppdeling av fond**

Det siste punktet, en oppsplitting av Statens pensjonsfond utland i mindre fond, kan fremme sunn konkurranse mellom Norges nye statlige vekstfond som investerer i utenlandske markeder og måle prestasjonen bedre. Nye fond kan i større grad bruke sin kjernekompetanse innen norske næringer, og øvrig nisjekompetanse i internasjonale investeringer. Mange land har allerede mer enn et statlig formuesfond eller større pensjonsinvestorer. Eksempler på dette er Kina, Singapore og Gulf-landene (Nordkvelde mfl., 2013). Selv om det er fusjonsutredninger mellom mange av pensjonsfondene i Sverige, er ikke det et argument mot en mindre oppsplitting. Som i alt næringsliv, er det stordriftsulempene og stordriftsfordeler. En oppsplitting vil for det første ikke være ensbetydende med å gjøre det som i Sverige med like mange fond med lik struktur. Man kan heller lære av Sveriges utfordringer med kontroll og heller lage en struktur som legger til rette for at ett eller flere fond har en fornuftig incentivstruktur som reduserer maktkonsentrasjon og dyrker stordriftsfordelene, men hvor også stordriftsulempene minimeres som nevnt i denne artikkelen. Mulighetene for oppdeling, eventuelt spesialistmandater under samme forvaltningsenhet burde i det minste ha en skikkelig utredning i Norge.

### **Større markedsandeler i utlandet**

En alternativ strategi, men også et resultat av en sterkere næringsklynge og kunnskapsallmenning i Norge, er at norske kapitalforvaltningsselskaper vil kunne øke sine markedsandeler i utlandet, og slik trekker til seg mer utenlandsk kapital. Pareto Securities er et eksempel på en uavhengig totalleverandør av investeringstjenester som har en ledende posisjon i de nordiske kapitalmarkedene. Selskapet er sterkt representert internasjonalt i en rekke sektorer, som oljetjenester, leting og produksjon (E&P) og shipping. Pareto Securities' hovedkontor ligger i Norge. Selskapet har ca. 300 ansatte i Norge, Sverige, Danmark, Storbritannia, Finland, USA, Singapore og Brasil. Pareto Securities tilbyr obligasjoner med høy avkastning, både i primær- og sekundærmarkeder. Pareto forvaltning (asset

management) derimot, er lokale i sin tilnærming med kontorer bare i Norge. Dette er illustrerende for norsk finansnæring, investment banking og finansnæringen som i stor grad er relatert til offshore olje og gass og maritim virksomhet er internasjonal. Klassisk kapitalforvaltning derimot, når en ser bort fra Statens pensjonsfond utland, er lokal. Skagenfondene og DNB Asset Management er to av få norske forvaltningsselskaper som har en klar og tydelig internasjonal satsing med flere kontorer i utlandet. Ved at norske aktører får høyere markedsandeler og flere salgskontorer ute i verden som også selger norske fondsprodukter, kan norsk kapitalforvaltning i større grad bli en eksportnæring (Nordkvelde mfl., 2013).

**Verden** blir mer global gjennom reduserte transportkostnader, bedre informasjonsteknologi og mer handel. Verden blir også mer lokal, ved at mennesker bor tettere og at bedrifter samlokaliseres. Forklaringen på dette paradokset er blant annet at avkastningen på smarte og unike løsninger blir større gitt de globale trendene som lavere transportkostnader bedre informasjonsteknologi og lavere tollbarrierer. Avkastningen på en "smart løsning" blir potensielt større enn tidligere. En mer globalisert verden gjør det stadig viktigere å samarbeide med andre smarte mennesker, og for bedrifter å lokalisere seg i nærheten av relaterte og komplementære bedrifter. Det å utnytte spesialiserte og komparative fortrinn blir bare viktigere i en verden hvor næringslivet i større og større grad blir mer spesialisert, konsentrert og globalt. Det er nødvendig å utvikle mer bredde og diversitet i norsk næringsliv, og dette krever en ny form for næringspolitikk. Et fortrinn Norge har, er en unik tilgang på kapital. Dette fortrinnet burde utnyttes for å bygge et sterkere norsk kunnskapsmiljø og for å utvikle en sterkere finansnæring med basis i Norge. Stortinget sitter på nøkkelen.



## REFERANSER

Nordkvelde, M., A. Diachenko, R. Alexandru og T. Reve (2013) Kapitalforvaltning i Norge – en ny vekstnæring? BI forskningsrapporte nr. 5. 2013, Handelshøyskolen BI