

Investeringsstrategi for Den norske kirkes kapital

(Vedtatt xx.01 2018)

Innhold

1	Formål med forvaltningen.....	3
2	Målsetninger og forpliktelser med forvaltningen	3
3	Investeringsunivers og egenskaper ved ulike aktiva	3
3.1	Investeringsunivers	4
3.2	Egenskaper ved ulike aktiva	4
3.3	Forventet avkastning og risiko	5
4	Investeringsstrategi – forventet avkastning og risiko	5
4.1	Forventet avkastning for investeringsstrategien	6
4.2	Risiko for investeringsstrategien	6
4.3	Markedsrisiko	6
5	Porteføljekonstruksjon	7
5.1	Håndtering av relativ risiko	8
5.2	Håndtering av renterisiko	8
5.3	Håndtering av kredittrisiko	8
5.4	Håndtering av likviditetsrisiko	8
5.5	Håndtering av valutarisiko.....	9
5.6	Håndtering av administrasjonsrisiko	9
6	Krav ved valg av forvaltere	9
7	Rutiner og krav til rapportering.....	10
8	Rutiner for rebalansering	10
9	Etikk	10

1 Formål med forvaltningen

Ansvar og fullmakter

Kirkerådet er ansvarlig for Den norske kirkes finansforvaltning og fastsetter investeringsstrategi, herunder *Den norske kirkes formål og målsetninger* for forvaltningen. Kirkerådet delegerer til administrasjonen å utføre finansforvaltningen innenfor investeringsstrategien, herunder foreta tilførsel og uttak av midler innenfor vedtatte rammer samt inngå nødvendige avtaler for å kunne gjennomføre forvaltningen.

Administrasjonen skal særlig legge vekt på at finansforvaltningen følger fastsatte rammer og formål. Ved eventuelle avvik mellom faktisk forvaltning og investeringsstrategi, skal administrasjonen så raskt som mulig fremlegge en plan for håndtering av dette. Ved vesentlige avvik skal Kirkerådet orienteres. Likeledes skal administrasjonen sørge for at Den norske kirke har gode dokumentasjonsrutiner på vurderinger og avgjørelser som foretas rundt Den norske kirkes finansforvaltning. Investeringsstrategien skal drøftes i Kirkerådet minst én gang hvert år.

2 Målsetninger og forpliktelser med forvaltningen

Målsetningen med finansforvaltningen er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor definerte kvalitative og kvantitative rammer. Den norske kirke har følgende målsetninger med forvaltningen:

Å bygge opp kapital over tid, og følgelig minst sikre realverdien av kapital over tid.

3 Investeringsunivers og egenskaper ved ulike aktiva

Den norske kirkes grunnprinsipp er at forvaltningen av finansporteføljen skal være enkel å kommunisere, gjennomiktig, og tydelig i gjennomføringen, samt etterprøvnbar med tanke på oppnådde resultater. Det er ønskelig at porteføljen er likvid, i tilfelle Den norske kirke vil ha behov for kapital på kort varsel. Likvide investeringer gjør det lettere å realisere hele eller deler av avkastningen, selge ut for eventuell merinvestering i andre områder og dermed også lettere å verdivurdere.

Gjennom forvaltningen skal Den norske kirke søke å oppnå en realavkastning for midlene som i størst mulig grad samsvarer med realveksten i norsk økonomi. Betydelige deler av finansporteføljen må være plassert i aktivaklasser hvor sannsynligheten for å oppnå dette er stor. Norske aksjer ansees for å være det beste alternativet for å opprettholde norsk kjøpekraft over tid. Utviklingen for norsk kjøpekraft er igjen påvirket av utviklingen i internasjonale forhold, og følgelig bør Den norske kirke også ha en andel globale aksjer.

Erfaringsmessig svinger det norske aksjemarkedet mer enn det brede globale markedet. En spredning av investeringene over flere aktivaklasser (eksempelvis aksjer og rentebærende papirer), herunder også fordeling mellom norske og internasjonale kapitalmarkeder, vil redusere porteføljens totale risiko over tid. Dette betyr at risiko og avkastningsmuligheter blir fordelt mellom både norske og internasjonale aksjer og rentebærende papirer.

3.1 Investeringsunivers

Den norske kirke kan for den langsiktig finansporteføljen investere i følgende aktivaklasser:

- Norske og internasjonale børsnoterte aksjer
- Norske og internasjonale unoterte aksjer (så lenge disse utgjør en andel av valgte verdipapirfond)
- Norske og internasjonale obligasjoner
- Norsk pengemarked
- Norske bankinnskudd

Investeringene skal gjøres gjennom verdipapirfond. Implementering av investeringsstrategien gjennomgås i kapittel 5. Finansporteføljen til Den norske kirkes skal ikke investeres i andre aktivaklasser som eksempelvis eiendom, hedgefond og private equity. Årsaken til dette er hensynet til gjennomsiktighet, verdivurdering og likviditet.

3.2 Egenskaper ved ulike aktiva

Aksjer som realaktiva er velegnet i forhold til å oppnå ønsket kjøpekraft- og reallønns sikring. Aksjer har høy forventet langsiktig avkastning, men også høy svingningsrisiko.

Formålet med obligasjonsporteføljen bør være at denne delen av porteføljen skal være risikoreduserende samt gi god diversifisering i perioder hvor aksjemarkedet faller. Rentebærende investeringer som obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter benyttes derfor for å begrense totalporteføljens risiko, men også for å oppnå en høyere løpende avkastning enn eksempelvis bankrenten. Porteføljens rentebærende investeringer skal samlet ha relativt lav kredittrisiko (dvs stort innslag av statspapirer og utstedere med høy kredittverdighet; «investment grade»). Det norske obligasjonsmarkedet har relativt få utstedere og utstedersektorer. Norske obligasjonsporteføljer (verdipapirfond) vil typisk ha en høy eksponering mot bank/finans, og små innslag av stat og industri. Store deler av obligasjonsporteføljen skal som følge av dette investeres i de internasjonale rentemarkedene. Gjennom dette oppnås bredere sektoreksponering, samtidig som at norsk rentenivå opprettholdes for investeringene gjennom valutasikring.

3.3 Forventet avkastning og risiko

Følgende tabell viser hvilke **forventninger** til avkastning og risiko som legges til grunn per januar 2018:

	Risikofri rente	Risikopremie	Forventet aritmetisk avkastning	Forventet geometrisk avkastning	Standard-avvik
Norske aksjer		5.00 %	6.00 %	3.4 %	23.0 %
Globale aksjer usikret		5.00 %	6.00 %	4.4 %	18.0 %
Norske obligasjoner		0.50 %	1.50 %	1.4 %	4.0 %
Globale obligasjoner sikret		0.75 %	1.75 %	1.6 %	4.5 %
Pengemarked	1.00 %		1.00 %	1.0 %	1.5 %

Risikopremiene er fastsatt med bakgrunn i historiske observasjoner samt med utgangspunkt i bla de drøftinger som Mork-utvalget kom med høsten 2016. Avkastningsnivået for de ulike aktivklassene bestemmes av langsiktige forventninger til realrenten, inflasjonen og risikopremier. På kort sikt vil forventningene variere med rentenivået. De siste 30 år har Oslo Børs ca. 13 % årlig aritmetisk avkastning. Avkastningen for MSCI World i NOK (globale aksjer) for samme tidsperiode er ca. 9 %.

Risikoanslagene er beregnet med bakgrunn i historiske observasjoner. Standardavviket uttrykker svingninger i avkastningen som gjennomsnittlige avvik rundt et gjennomsnitt. For porteføljen oppstår risikoreducerende effekter som følge av at det ikke er perfekt samvariasjon mellom eksempelvis land, sektorer og enkeltinvesteringer.

For å angi forventninger til markedsrisiko er det benyttet representative referanseindekser med rundt 30 års historikk. Det er lagt til grunn at internasjonale obligasjoner valutasikres. Internasjonale aksjer er ikke valutasikret siden valutakurssvingningene relativt sett er mindre for denne aktivklassen.

4 Investeringsstrategi – forventet avkastning og risiko

Siden høy avkastning for finanskapitalen har positiv samvariasjon med høy kortsiktig risiko vil risikobærende evne ha betydning for valg av investeringsstrategi. Arten av forpliktelser og krav til avkastning vil også spille inn på valg av investeringsstrategi, herunder vilje til å ta risiko.

Den norske kirke kan på lang sikt forvente at rundt 90 % av svingningene i oppnådd avkastning vil være forklart av fordeling knyttet til ulike aktivklasser. 10 % av svingningene i oppnådd avkastning stammer fra valg av fond.

Investeringsstrategien er en *konsekvens av Den norske kirkes målsetninger* med forvaltningen. Den norske kirkes kapital skal forvaltes innenfor følgende investeringsstrategi med definerte rammer:

Aktivaklasse	Allokering			Durasjon		Referanseindeks	
	Aktiva	Mål Region	% av total	Min / Max	Mål Min / Max		
AKSJER	30 %			20% / 40%	-	-	
Norge		35 %	10.5 %	20% / 50%	-	-	Oslo Børs Hovedindeks
Utland		65 %	19.5 %	50% / 80%	-	-	MSCI AC World net total return i NOK
OBLIGASJONER	60 %			50% / 70%			
Norge		40 %	24.0 %	25% / 55%	3	1 / 5	OBI Stat 3 år (ST4X)
Utland		60 %	36.0 %	45% / 75%	5	1 / 7	Citigroup World Gov Bond index hedged to NOI
PENGENMARKED/ BANK	10 %			0% / 30%			
Norge		100 %	10.0 %	-	0.25	0 / 1	OBI Stat 0.25 år (ST1X)
Sum	100 %	-	100.0 %	-	-	-	

Investeringsstrategien er utformet som en prosentvis fordeling av midlene mellom ulike aktivaklasser og markeder. Frihetsgradene (maksimum og minimum) gir rom for at de ulike elementene i porteføljen kan utvikle seg i tråd med markedsutviklingen uten at Den norske kirke må foreta reallokeringer for ofte. Samtidig gir det muligheten for å kunne tilpasse porteføljen med visse avvik ifht strategien.

Den norske kirke oppnår gjennom investeringsstrategien:

- Godt samsvar mellom egne målsetninger og investeringsstrategi/ forventet avkastning
- En portefølje med relativt lav kortsiktig risiko
- Høy sannsynlighet for å oppnå avkastningskravet over tid
- Internasjonal diversifisert portefølje med lave kostnader
- Samsvar med målsetningen om å oppnå en realavkastning for midlene som i størst mulig grad samsvarer med realveksten i norsk økonomi
- Mulighet for å etablere en transparent portefølje med etiske kriterier

Implementering av investeringsstrategien gjennomgås i kapittel 5.

4.1 Forventet avkastning for investeringsstrategien

Langsiktig forventet avkastning for et risikofritt alternativ (eksempelvis bank) er 1 %. Langsiktig forventet avkastning for normalposisjonen i investeringsstrategien er 2,9%, og er følgelig 1,9 % - poeng høyere enn et risikofritt alternativ.

Historisk avkastning for normalposisjonen siste 30 år har vært 8,4 %.

4.2 Risiko for investeringsstrategien

Den norske kirke påtar seg finansiell risiko ved plassering av midler i kapitalmarkedene. Porteføljens totale finansielle risiko vil kunne bestå av blant annet markedsrisiko, renterisiko, kredittrisiko, likviditetsrisiko, valutarisiko, administrasjonsrisiko og relativ risiko.

Håndtering av ulike risikoelementer gjennomgås i kapittel 5.

4.3 Markedsrisiko

Markedsrisiko er knyttet til eventuelle tap som følge av kurssvingninger i de markedene Den norske kirke er eksponert. Selskaps-spesifikk risiko i de ulike markedene er knyttet til at et enkelt investeringsobjekt vil

stige eller falle i verdi i forhold til markedet på kort og/ eller lang sikt. Selskapsspesifikk risiko reduseres gjennom tilstrekkelig diversifiserte investeringer.

Markedsrisiko og samvariasjon for de ulike aktivaklassene er gitt gjennom representative markedsindekser med lang historikk. Beregnet standardavvik for investeringsstrategiens markedsrisiko er 6,1 % noe som indikerer følgende utfallsrom med langsiktige forventninger:

- 2 av 3 år -3,3 % til 9,0 %
- 95 % sannsynlighet (1 av 20 år) -9,4 % til 15,2 %

Sannsynligheten for å oppnå positiv avkastning *ett enkeltår* er hhv 68 %. Sannsynlighetene øker raskt med lengre tidshorisont.

En stresstest representerer et verdifall på -12,1 %. Dette betraktes som et "worst case scenario" for porteføljen. Stresstesten er definert ved 30 % fall i norske aksjer, 20 % fall i globale aksjer samt renteoppgang på 2 % -poeng for norske og globale renter.

Maksimalt verdifall for investeringsstrategiens normalposisjon har de siste 30 år vært – 9,2 % (2008-2009).

Andre risikoelementer vil kunne påføre Den norske kirkes faktiske portefølje økt risiko ut over det referanseindeksene (markedsrisiko) representerer. Dette fremkommer eksempelvis gjennom forvalternes aktive valg av aksjer, rentedurasjon, kredittrisiko og kredittdurasjon samt valutaforhold.

5 Porteføljekonstruksjon

Den norske kirke sin finanskapital skal være godt diversifisert gjennom fordeling på flere aktivaklasser, men også ved god spredning på utstedere innad i den enkelte aktivaklasse. Den norske kirke skal for totalporteføljen velge forvaltere og fond som har gunstige egenskaper og karakteristika sammen. En slik fordeling reduserer porteføljens samlede absolutte risiko.

Implementering av finansporteføljen vil gjøres over 2-3 steg. Finansmarkedet er vanskelig å «time», og det er ønskelig at man tilpasser seg den endelige normalposisjonen over tid slik at timing-effektene blir så små som mulige.

Ved plassering i verdipapirfond oppnås en bred og kostnadseffektiv diversifisering, og for aksjer og obligasjoner skal derfor slike instrumenter primært benyttes. Om spesielle forhold tilsier det kan diskresjonære forvaltningsmandater benyttes under forutsetning av at mandatet er tilstrekkelig diversifisert. Enkeltinvesteringer i aksjer og obligasjoner ut over dette er ikke tillatt. For pengemarkedsinvesteringer kan også bankinnskudd benyttes.

Fond eller lignende som anvender derivater som en vedtektsfestet del av forvaltning og risikostyring er tillatt. Den norske kirke skal ikke selv anvende derivater, annet enn ved eventuell valutasikring.

Den norske kirke skal i begrenset grad søke å tilføre verdi gjennom taktisk aktivaallokering (markedstiming). Derimot skal en søke å tilføre verdi gjennom seleksjonseffekter, mao valg av forvaltere som tilfører merverdier.

5.1 Håndtering av relativ risiko

Den norske kirke sin totalportefølje vil forventningsmessig avvike med hensyn til avkastning og risiko fra markedsindeksene dersom det benyttes plasseringer som avviker fra referanseindeksenes sammensetting. Den norske kirke skal ha et bevisst forhold til relativ risiko, herunder hvordan enkeltplasseringer påvirker risikobildet for delporteføljene og totalporteføljen.

Plasseringer i indekxnære fond er best egnet for å kontrollere relativ risiko. Den norske kirke kan også benytte aktivt forvaltede fond for å oppnå meravkastning ut over markedsavkastningen. Det er et krav at samtlige aktive fond skal ha god bredde i sine investeringer, og ikke et ensidig bransjefokus.

5.2 Håndtering av renterisiko

For norske obligasjonsinvesteringer skal ST4X (statsobligasjoner med 3 års durasjon) benyttes som referanseindeks. Tilsvarende for globale obligasjonsfond benyttes Citigroup World Gvt Bond Index valutasikret til NOK (globale statsobligasjoner med ca. 6 års durasjon). ST1X (statsobligasjoner med 0,25 års durasjon) benyttes som referanseindeks for norske pengemarkedsinvesteringer.

5.3 Håndtering av kredittrisiko

Den norske kirkes rentestrategi innebærer i praksis investering i rentefond med ”konservativ kredittrisiko”. Det skal benyttes renteplasseringer som i all hovedsak har investment grade (*lav til moderat kredittrisiko*) og som har god spredning på utstedere og antall papirer.

Den norske kirkes overordnede tankegang er å ikke ta høy kredittrisiko i rentemarkedet, men heller ta risikoen i porteføljen gjennom den andelen som er allokert til aksjemarkedet. Andelen kredittrisiko i obligasjons- og pengemarkedsporteføljene er begrenset gjennom tillatt relativ risiko i forhold til rene statsinvesteringer.

En kan på lang sikt forvente at forvaltningsresultatene for renteplasseringene ligger noe høyere enn referanseindeksene som benyttes. Dette som følge av at det i renteforvaltningen åpnes for investeringer ut over statspapirer, som igjen har noe høyere forventet avkastning enn stat over tid.

5.4 Håndtering av likviditetsrisiko

Verdipapirfond er underlagt reguleringer omkring oppgjørstider. Normalt vil en ordinær verdipapirfondsinvestering være likvid i løpet av tre virkedager. Spesielle situasjoner som store innløsninger eller oppløsning av verdipapirfond vil kunne begrense likviditeten ytterligere. Den norske kirke aksepterer også at bruk av diskresjonære porteføljer normalt medfører svakere likviditet enn bruk av verdipapirfond. Under normale omstendigheter vil en kunne forvente at Den norske kirkes totalportefølje er likvid på få dager.

5.5 Håndtering av valutarisiko

Den norske kirke skal ikke ta valutarisiko ved investering i norske obligasjonsfond. Evt investeringer i utenlandske selskaper/ stat i norske rentefond skal være utstedt i NOK. Internasjonale renteinvesteringer skal være valutasikret til NOK. Sikringen skal søkes gjort direkte i verdipapirfondene. Dersom sikringen gjøres av forvalteren utenfor fondene, skal andelen som sikres optimeres med hensyn på kostnader og hva som er praktisk mulig.

Det stilles ikke krav til valutasikring av globale aksjeinvesteringer, og Den norske kirke aksepterer dermed at valuta kan gi positive og negative verdiendringer.

5.6 Håndtering av administrasjonsrisiko

Den norske kirke skal aktivt søke å begrense administrasjonsrisikoen ved å gjøre en vurdering av motpartens rutiner for oppgjør og transaksjoner.

6 Krav ved valg av forvaltere

Valg av forvaltere og investeringsprodukter skal gjøres med bakgrunn i Den norske kirkes investeringsstrategi, herunder fastsatte rammer og begrensninger. Den norske kirke skal benytte ressurser på å identifisere dyktige aktive forvaltere.

Den norske kirke kan benytte både norskbaserte og utenlandske forvaltere ved forvaltning av porteføljen. En skal benytte anerkjente forvaltere som er godkjente verdipapirforetak eller verdipapirfondsforetak (tilsvarende for internasjonale fond) og som er underlagt tilsyn av offentlige tilsynsmyndigheter.

Ved valg av forvaltere skal Den norske kirke vektlegge:

- Konsistens i avkastningen – forvalters evne til gjennomgående å gjøre det bedre enn referanseindeksen, både i negative og positive markeder
- Forvalters evne til å skape et godt forhold mellom avkastning og risiko – både mot markedets avkastning og konkurrerende forvaltere
- Forvalters kostnadsstruktur – hensiktsmessig og konkurransedyktig
- Forvalters kvalitative egenskaper – høy integritet, troverdig og konsistent investeringsstil foruten solid organisasjon
- Kontinuitet i forvaltningsmiljøet/ organisasjonen
- Hvordan fondet passer sammen med porteføljens øvrige plasseringer (porteføljekonstruksjon)
- At forvaltere og investeringsprodukter reflekterer Den norske kirkes retningslinjer for samfunnsansvarlig finansforvaltning

Dersom det skjer vesentlige endringer i en forvalters organisasjon/ eierskap/ bemanning, skal Den norske kirke gjennomføre en ny vurdering av forvalteren.

Den norske kirke ønsker gjennom valg av forvaltere å minimere egen omdømmerisiko. Det skal vurderes om hendelser hos en forvalter vil kunne påvirke eget omdømme.

Den norske kirke ønsker i den grad det er mulig, å følge Opplysningsvesenets fond sine fondsplasseringer innen aksjer og renter.

7 Rutiner og krav til rapportering

Det skal månedlig utarbeides avkastningsrapport for Den norske kirkes langsiktige investeringer.

Følgende spørsmål skal besvares i rapporten:

- Er avkastningen i tråd med målsetningene?
- Er porteføljen i henhold til mandatet som Kirkerådet til Den norske kirke har gitt?
- Hvordan kan ansvaret for avkastningen fordeles mellom Den norske kirke og forvalterne?

Administrasjonen skal følge opp disse tre forholdene, og dette skal også være gjenstand for regelmessig diskusjon i Kirkerådet.

Den norske kirke skal regelmessig vurdere porteføljens avkastning mot forvaltningens målsetning for en lengre tidshorisont.

Kirkerådet skal ha rapport minimum hvert kvartal.

8 Rutiner for rebalansering

Faktisk porteføljesammensetting vil endres etter som de ulike markedene utvikler seg ulikt.

Rebalansering skal gjøres for å føre sammensetningen av aktiva tilbake til utgangspunktet for å beholde risikonivået fastlagt som grunnlag for forvaltningen. Ved å ha en fast handlingsregel om rebalansering, opptrer man også til en viss grad motsyklisk. Dette gjennom at Den norske kirke kjøper det som har falt i verdi og selger det som har steget. Erfaringsmessig vil rebalansering kunne ha en gunstig effekt både risiko- og avkastningsmessig for porteføljen.

Rebalansering skal vurderes på årlig basis, eller minimum når faktiske porteføljevæktene er utenfor maksimumsgrensene.

9 Etikk

Med etisk forvaltning mener en gjerne SRI (Socially Responsible Investment). Med dette menes investeringer i selskaper som tilfredsstillende sosiale-, samfunnsmessige-, miljømessige- og finansielle krav.

I slike investeringer snakker en gjerne om aktive og passive tilnærminger, med andre ord om en ønsker å utelukke noe eller aktivt søke å investere i det en ønsker å støtte/ fremheve.

Etiske kriterier gir konsekvenser for valg av forvaltere.

Den norske kirke skal ha en bevisst holdning til hvilke selskaper det investeres i.

Etiske retningslinjer (Socially Responsible Investments) behandles separat, og Den norske kirke har etablert egne etiske retningslinjer.