

# Investeringsstrategi for Den norske kirkes kapital

(Revidert 09.12.2021)

## 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 .....	6
4.1	Forventet avkastning for investeringsstrategien .....	7
4.2	Risiko for investeringsstrategien .....	7
4.3	Markedsrisiko .....	7
5	Porteføljekonstruksjon .....	8
5.1	Håndtering av relativ risiko .....	8
5.2	Håndtering av renterisiko .....	8
5.3	Håndtering av kredittrisiko .....	9
5.4	Håndtering av likviditetsrisiko .....	9
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	Samfunnsansvarlig finansforvaltning .....	11

# 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.

Finansutvalget er et rådgivende organ for Kirkerådet og skal bistå til at kapitalforvaltningen er forsvarlig ivarett og i henhold til fastsatte retningslinjer og strategi. Utvalget møtes minimum to ganger årlig og består av 5-6 medlemmer hvorav ett medlem er utpekt av, og utgår fra, Kirkerådet. Utvalget avgir årlig rapport til Kirkerådet.

Finansutvalget 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 finansutvalget minst én gang hvert år, og minst annet hvert år i det valgte Kirkerådet.

# 2 Målsetninger og forpliktelser med forvaltningen

Den norske kirkes kapitalforvaltning skal være en etisk gjennomtenkt forvaltning i tråd med kirkens verdier.

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, gjennomsiktig, og tydelig i gjennomføringen, samt etterprøvbar 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 februar 2021:

**Forventet avkastning og risiko**

	<i>Risikopremie</i>	<i>Langsiktig</i>	<i>Betinget dagens rente</i>	<i>Std.avvik</i>
<b>Aksjer</b>				
Norske aksjer	5.0 %	8.0 %	5.5 %	23.0 %
Globale aksjer (usikret)	5.0 %	8.0 %	5.5 %	18.0 %
<b>Obligasjoner</b>				
Norske obligasjoner	0.5 %	3.5 %	1.0 %	4.0 %
Globale obligasjoner (sikret)	0.75 %	3.8 %	1.2 %	4.5 %
<b>Pengem arked</b>				
Norsk pengemarked	0.0 %	3.0 %	0.5 %	1.5 %

\*Risikofri rente (NIBOR 3m): Langsiktig: 3.0% / Dagens: 0.5%  
Avkastning er aritmetisk

**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 aktivaklassene 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 risikoreduserende 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 aktivaklassen.

## 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 aktivaklasser. 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:

	Strategivekt		Min / Max	Referanseindeks
<b>Aksjer</b>	<b>40 %</b>		<b>30% / 50%</b>	
Norske aksjer	35 %	14 %	25% / 45%	OSEBX
Globale aksjer (usikret)	65 %	26 %	55% / 75%	MSCI AC World
<b>Obligasjoner</b>	<b>50 %</b>		<b>40% / 60%</b>	
Norske obligasjoner	40 %	20 %	30% / 50%	Norsk Aggregate (75/25 kreditt/stat)
Globale obligasjoner (sikret)	60 %	30 %	50% / 70%	BarCap 60% Global Agg 40% Agg 1-3
<b>Pengemarked</b>	<b>10 %</b>		<b>0% / 20%</b>	
Norsk pengemarked	100 %	10 %	0% / 100%	NBP Norsk Stat Durasjon 0.25
<b>Total</b>	<b>100 %</b>			

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 reallokerings 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

Kortsiktig forventet avkastning for et risikofritt alternativ er 0,5 %. Kortsiktig forventet avkastning for normalposisjonen i investeringsstrategien er 2,8 % og er følgelig 2,3 %-poeng høyere enn et risikofritt alternativ.

Langsiktig forventet avkastning for et risikofritt alternativ (eksempelvis bank) er 3 %. Langsiktig forventet avkastning for normalposisjonen i investeringsstrategien er 5,3 %, og er likeledes 2,3 % - poeng høyere enn et risikofritt alternativ.

Historisk avkastning for normalposisjonen siste 36 år har vært 7,8 %.

## 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. Selskapsspesifikk 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 7,8 % noe som indikerer følgende utfallsrom med langsiktige forventinger:

- 2 av 3 år -5% til 10,5 %
- 95 % sannsynlighet (1 av 20 år) -12,8 % til 18,3 %

Sannsynligheten for å oppnå positiv avkastning *ett enkeltår* er 64 %. Sannsynlighetene øker raskt med lengre tidshorison.

*En stresstest representerer et verdifall på -14,3 %.* 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 36 år vært – 17,3 % (20082009).

Andre risikoelementer vil kunne påføre Den norske kirkes faktiske portefølje økt risiko ut over det referanseindeksene (markedsrisiko) representerer. Dette fremkommer eksemplvis gjennom forvalternes aktive valg av aksjer, rentedurasjon, kredittrisiko og kreditturasjon 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 det benyttes en referanseindeks som er sammensatt av 75 % norske kredittobligasjoner med 3 års durasjon og 25 % statsobligasjoner med 3 års durasjon. Tilsvarende for globale obligasjonsfond benyttes 60/40 BarCap Global Aggregate/1-3 Yrs valutasikret til NOK (også en blanding av statsobligasjoner og kredittobligasjoner med en durasjon på rundt 5 år). NBP Norsk Stat Durasjon 0,25 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.

### **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.

## 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 Finansutvalget.

Finansutvalget skal regelmessig vurdere porteføljens avkastning mot forvaltningens målsetning for en lengre tidshorisont.

Kirkerådet skal informeres om porteføljens utvikling gjennom den ordinære økonomi-rapporteringen.

## 8 Rutiner for rebalansering

Faktisk porteføljensammensetting 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 porteføljevækt er utenfor maksimumsgrensene.

## **9 Samfunnsansvarlig finansforvaltning**

Den norske kirke har etablert egne retningslinjer for samfunnsansvarlig finansforvaltning. Retningslinjene er basert på internasjonale konvensjoner og etiske grunnholdninger i kirken og er forankret i kirkens arbeid for å fremme menneskeverd, fred, menneskerettigheter og respekt for skaperverket.