



Liberté • Égalité • Fraternité

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

AMBASSADE DE FRANCE EN NORVEGE  
SERVICE ÉCONOMIQUE D'OSLO

Ecrit par : Adrien LABAUNE  
Relu par : Emmanuel GABLA

A Oslo, le 05/10/2017

## **Le *Government Pension Fund Norway*, l'autre fonds de pension norvégien !**

Le fonds de pension norvégien, bien moins connu que son grand frère le fonds de pension Global, joue toutefois une place non négligeable dans l'économie norvégienne. Géré par une entité indépendante ad hoc (à la différence du Fonds de pension global qui est géré par une division de la Banque centrale de Norvège), ce fonds n'est alimenté que par les dividendes de ses placements. Sa capitalisation, qui atteint aujourd'hui 212 Mds NOK (soit 23 Mds d'euros), en fait cependant le premier investisseur de la place d'Oslo.

Le 23 Juin 2017, une commission de la banque centrale mandatée par la Ministre des finances a présenté les conclusions de son étude, dont l'objectif est d'améliorer la gouvernance du plus grand fonds de pension du monde, le fonds de pension global de l'État norvégien (« *Government Pension Fund Global* », ou GPFGlobal). Le rapport préconise notamment que les 8 000 Mrds de NOK (environ 850 Mrds €) que représente actuellement le fonds souverain sortent du giron de la banque centrale et soient administrés par une entité propre, à l'instar de la structure gérant le fonds de pension norvégien (« *Government Pension Fund Norway* », ou GPFNorway). Le fonctionnement de ce fonds, bien moins connu que son grand frère, partage toutefois quelques points commun avec le fonds pétrolier (objectif, mécanisme de contrôle...)

Cette note vise à en expliquer la genèse, à décrire son fonctionnement et à souligner le rôle important qu'il joue sur la place financière d'Oslo, puisque, contrairement au GPFGlobal, ses investissements doivent être réalisés majoritairement en Norvège.

### **A. Le fonds a subi de grandes modifications jusqu'au milieu des années 2000**

#### **1. Historiquement créé comme réceptacle des excédents des régimes sociaux...**

La première loi sur « l'assurance nationale » (*folketrygd*) est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1967. Elle crée un fonds, le « *Folketrygdefondet* », comme réceptacle des surplus issus des revenus de l'assurance nationale (les prélèvements sociaux) et des dotations annuelles du budget de l'État. Le surplus permet dès lors d'alimenter annuellement le fonds, qui en 1979 a été abondé au total de 11,8 Mrds NOK (soit aujourd'hui 1,4 Mrds € environ). Les années suivantes, les surplus diminuent, entraînant un abondement moindre de ce dernier, et affaiblissant le lien unissant l'assurance nationale (*Folketrygden*) au fonds (*Folketrygdefondet*). Ce dernier continue de croître par le rendement de ses placements.

A la fin des années 80, le fonds est transféré du Ministère des affaires sociales au Ministère des finances, actant ainsi sa décorrélation avec les budgets sociaux. Jusqu'en 1991, le fonds est investi en obligations et en dépôts bancaires. Il commence ensuite à être investi en actions. C'est en 2001 qu'il diversifie ses investissements sur la scène régionale, état autorisé à investir au Danemark, en Suède et en Finlande.

La loi de 2005 sur les fonds de pension nationaux entérine la création de deux fonds placés sous l'autorité du Ministère des Finances afin de soutenir « l'épargne de l'État vouée au financement de la couverture sociale et à la gestion sur le long-terme de ses revenus pétroliers »<sup>1</sup>. Cette loi place le fonds de pension global sous l'administration de la banque centrale, la **Norges Bank**, tandis que le fonds de pension Norvège est lui géré par le **Folketrygdfondet**.

L'État, s'il souhaite ponctionner le fonds souverain norvégien comme il le fait avec le fonds souverain global, doit soumettre cette décision à un vote du Parlement.

La figure 1 retrace ces évolutions en Annexe.

## **2. ... Le fonds de pension Norvège (GPFN) est finalement institué en 2007 comme un « fonds fermé » à la dotation initiale de 100 Milliards de NOK.**

C'est la loi de 2007 qui établit le nouveau statut du Folketrygdfondet, institué comme société publique détenue entièrement par l'État norvégien mais définissant en son nom propre les grandes lignes d'administration du fonds de pension Norvège (GPFN), sur mandat du ministère des finances.

Le GPFN est défini comme étant un fonds « fermé » dont les revenus ne sont assurés que par ses retours sur investissements. Il n'est donc, et contrairement au fonds de pension global, alimenté ni par les revenus de l'État, ni par ceux issus du surplus des contributions sociales, ni par ceux issus du secteur des hydrocarbures.

Le capital de « l'ancien » Folketrygdfondet (201,8 Mrds de NOK) est amputé de 101,8 Mrds NOK, qui sont versés au budget de l'État norvégien le 1<sup>er</sup> janvier 2007. **Les 100 Mds NOK constituent la dotation initiale du fonds de pension Norvège.**

### **B. Un modèle de gouvernance bien spécifique.**

Afin de comprendre la gouvernance du fonds de pension Norvège, il est nécessaire de s'intéresser aux statuts de son autorité administrative, le *Folketrygdfondet*. Cette entité dispose de la personnalité juridique et administrative, en tant que « société hybride » (*Særlovselskap*), créée par la loi de 2007. Le fonds de pension Norvège est lié à trois entités distinctes<sup>2</sup> :

- Le Parlement (Storting) a voté la loi établissant le *Folketrygdfondet* comme gérant du fonds de pension sous l'autorité du Ministère des finances. Le détenteur du pouvoir législatif sera l'entité sollicitée en cas de modification de la loi régissant l'administration du fonds.
- Le Ministère des Finances est propriétaire du *Folketrygdfondet*, dont il détermine les statuts et les mandats. Il nomme son comité de direction et en approuve les rapports annuels et financiers.

---

<sup>1</sup> [Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter.](#)

<sup>2</sup> <http://www.folketrygdfondet.no/mission/category408.html>

- Le *Folketrygdfondet* et son comité de direction s'assurent de la bonne gestion du fonds de pension, nomme son Directeur Général et est tenu pour responsable de ses investissements conformément aux règles édictées.<sup>3</sup>

a) Le rôle du *Folketrygdfondet*

Le *Folketrygdfondet* a pour objectif de maximiser ses revenus, et est géré dans cette optique par ses 51 employés. Ces derniers émettent des recommandations sur la gouvernance du fonds auprès du Ministère des finances, qui décide de leur mise en œuvre. Le fonds contribue, via ces recommandations, au développement de nouveaux standards sur l'investissement responsable.

Le *Folketrygdfondet*, qui est dans l'obligation de publier des rapports trimestriels et annuels, s'est vu fixer comme objectif de chercher à maximiser ses retours sur investissements. Les investissements doivent être responsables (cf. 3.)

Notons enfin que le Ministère des Finances publie chaque année un livre blanc unique sur l'administration des deux fonds (Global et Norvège), soulignant ainsi la complémentarité, pour l'économie norvégienne, des deux outils.

b) L'importance accordée à l'éthique des placements

Les placements du fonds doivent être réalisés dans des entreprises cotées sur les marchés financiers des pays dans lesquels celui-ci a le droit d'investir. Le fonds suit bien évidemment des règles éthiques pour des investissements responsables ; il semble cependant que celles-ci soient moins formalisées que celle du fonds de pension global. Le fonds met ainsi à disposition plusieurs documents de bonne conduite afin de préciser ses attentes vis-à-vis des entreprises dans lesquelles il investit (environnement, objectifs financiers et structure du capital, lutte contre la corruption, limitation des rémunérations patronales, respect des droits de l'homme, protection des employés, climat). Mais ces dernières ne contiennent aucun objectif chiffré.

Les lignes éthiques du fonds sont les suivantes : « conformément au mandat délivré dans l'administration du fonds de pension Norvège, le *Folketrygdfondet* devra prêter attention à l'environnement, aux questions sociales et à la bonne gouvernance des entreprises dans la gestion de ses investissements<sup>4</sup> ».

Le fonds attend des entreprises dans lesquelles il a investi qu'elles soient en conformité avec les règles édictées au sein des recommandations norvégiennes pour la gouvernance d'entreprises (*Norsk anbefalling for eierstyring og selskapsledelse, NUES*) ou l'initiative Global Compact<sup>5</sup> de l'ONU ou encore aux principes de l'OCDE pour la gouvernance d'entreprise et aux recommandations de l'OCDE pour les multinationales.

Le fonds établit dès lors des recommandations pour les entreprises dans lesquelles il investit. Un dialogue constant est maintenu avec les organes dirigeants des entreprises afin de s'assurer du suivi des règles établies (61 dialogues en 2016). En cas de défaut de suivi, le fonds se réserve le droit de désinvestir de l'entreprise. Les priorités de l'année 2016 étaient le climat, la lutte contre la corruption,

---

<sup>3</sup> <http://www.folketrygdfondet.no/statens-pensjonsfond-norge/category269.html>

<sup>4</sup> Rapport annuel 2016

<sup>5</sup> Un appel aux entreprises pour mettre en cohérence leurs activités et leurs stratégies avec les principes universels relatifs aux droits de l'homme, au droit du travail, au respect de l'environnement et à la lutte contre la corruption. [www.unglobalcompact.org](http://www.unglobalcompact.org)

les bonnes pratiques dans l'élevage piscicole ainsi que le respect des droits des travailleurs. En 2017, les priorités sont le climat, les questions sociales et les pratiques de bonne gouvernance des entreprises.

Afin de déterminer les règles que le fonds se fixe, son organe de gouvernance analyse régulièrement les pratiques des entreprises dans lesquelles il a investi. Il a, par exemple, conduit l'année dernière une étude sur les émissions de CO2 des entreprises dans lesquelles il a investi. 16 dialogues s'en sont suivis, le fonds précisant attendre des éléments sur la manière dont les comités exécutifs s'attacheraient à trouver une solution.

Trois organismes sont chargés en interne d'évaluer les risques et de rapporter tout manquement aux règles consacrées par le fonds.

Son importance en Norvège en fait un acteur majeur, qui se veut montrer la voie dans la responsabilité des investisseurs vis-à-vis de la gouvernance des entreprises.

### **C. Le poids du GPFN sur la place d'Oslo**

Le portefeuille d'actions et d'obligations du GPFN est réparti conformément au mandat que lui a fixé le Ministère des finances, soit environ 60% d'actions (fin 2016 : 61,1%) et 40% d'obligations (2016 : 38,9%).

85% du portefeuille d'actions et 85% du portefeuille d'obligations doivent être investis en Norvège, les 15% restant l'étant dans les deux voisins scandinaves ainsi qu'en Finlande, comme stipulé par le Ministère des Finances dans le mandat donné au Folketrygdfondet.

Ce même mandat précise que le fonds ne peut détenir plus de 15% du capital d'une même entreprise en Norvège, ce taux descendant à 5 % quand il s'agit d'un investissement dans une entreprise d'un autre pays nordique.

**Selon le rapport annuel délivré par le *Folketrygdfondet*, le fonds de pension Norvège représente, début 2017, 212,3 Mrds NOK (soit environ 23 Mrds €). Il a réalisé un retour sur investissement de +7,1% en 2016, soit une augmentation de 13,8 Mrds NOK (1,5 Mrds €) sur l'année.**

Le fonds a progressé en moyenne ces dernières années de 7,3%, soit une performance au-dessus de la moyenne du marché, située à 6,7%. Il obtient des résultats supérieurs à la moyenne tant sur ses investissements en actions qu'en obligations.

S'il reste un « nain financier » par rapport au fonds de pension global, il est en Norvège un investisseur important et suivi. **Le fonds de pension Norvège possède ainsi 5,2% de la valeur totale du marché des actions à la bourse d'Oslo.** Le fonds possède également 10,1% début 2017 de la capitalisation de « l'index principal » (hovedindeksen), qui représente 62 entreprises d'importance, et qui en fait **le 1<sup>er</sup> investisseur de la place d'Oslo.**<sup>6</sup>

Le fonds possède ainsi des parts importantes au sein du capital de plusieurs entreprises telles que Statoil, DNB Bank, Telenor ou Marine Harvest (voir figure 2 en Annexe). Les secteurs au sein desquels

---

<sup>6</sup> <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>

le fonds investit le plus en actions sont le secteur énergétique (21,8% du total de ses actions), la finance (19,8%), les biens de consommation (14,2%), les matières premières et l'industrie (respectivement 10,7 et 10,3%) sur les marchés norvégiens.

## **COMMENTAIRES**

S'il est bien moins connue que le fonds de pension Global et si sa capitalisation est bien plus faible, le fonds de Pension Norvège joue toutefois un rôle remarqué » sur la place financière d'OSLO. Présent au capital de très nombreuses grandes (et moins grandes) entreprises du pays, il leur assure une certaine stabilité, tout en veillant à y insuffler les règles éthiques qui, de fait ne présentent pas une contrainte forte dans un pays où nombre de ces règles sont déjà considérées comme étant la norme.

Alors que la règle stricte imposée au Fonds de pension global de ne pas investir en Norvège peut parfois surprendre, il est donc clair que le pays s'est doté d'un autre outil lui permettant agir sur son marché national, outil, lui, complètement isolé des revenus pétroliers. Son ouverture, modeste mais réelle, vers les autres pays nordiques (Suède, Finlande et Danemark) prouve s'il en était besoin, l'importance de la coopération du monde des affaires dans cette zone.

## ANNEXE

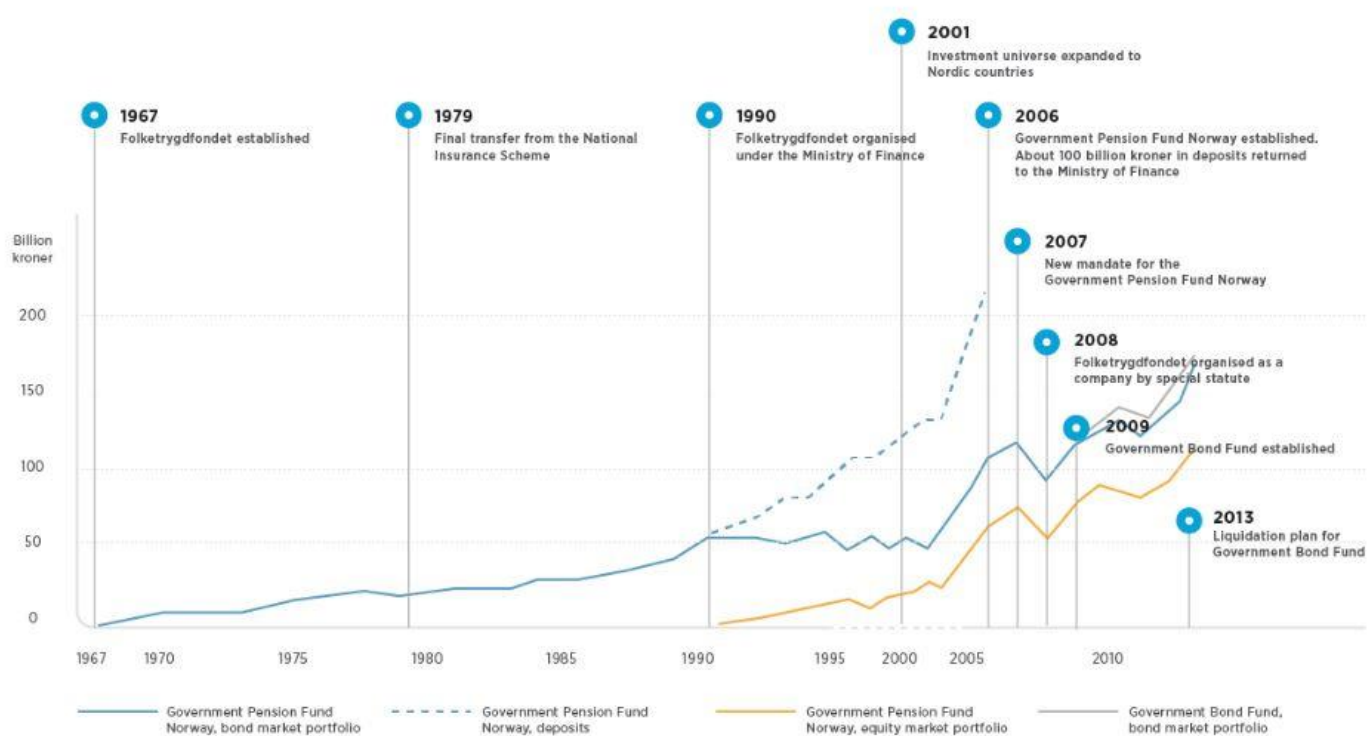


Figure 1 : Evolution du *Folketrygdfondet* (Source : [folketrygdfondet.no](http://folketrygdfondet.no))

Selskap	Beholdning i millioner kroner	Andel av aksjeporteføljen i prosent
Statoil	16274	12,00%
DNB Bank	14923	11,00%
Telenor	10820	8,00%
Orkla	7198	5,30%
Norsk Hydro	6806	5,00%
Marine Harvest	5834	4,30%
Yara International	5602	4,10%
Schibsted	3759	2,80%
Storebrand	3320	2,40%
Subsea 7	3304	2,40%

Figure 2 : Principaux investissements en actions du fonds (Source : [folketrygdfondet.no](http://folketrygdfondet.no))