

Norges Bank  
Postboks 1179 Sentrum  
0107 OSLO

Deres ref

Vår ref  
13/2077 -

Dato  
26.06.2015

## Rammen for avvik fra referanseindeksen for Statens pensjonsfond utland

I Meld. St. 21 (2014-2015) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014 ble det lagt opp til at rammen for avvik fra referanseindeksen for Statens pensjonsfond utland (SPU) fastsatt av departementet, målt ved forventet relativ volatilitet, økes fra 1 til 1,25 prosentenheter. En enstemmig finanskomité sluttet seg til dette, jf. Innst. 290 S (2014-2015). Departementet la i meldingen samtidig opp til at det skal stilles nye krav til Norges Bank om at det skal fastsettes supplerende risikorammer for store tap som forventes å inntreffe sjelden og til mer detaljert rapportering om risikoen som tas i forvaltningen.

Departementet har tidligere omtalt råd fra en ekspertgruppe bestående av Andrew Ang, Michael Brandt og David Denison av 20. januar 2014, og råd fra Norges Bank av 31. januar 2014, jf. Meld. St. 19 (2013-2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013.

Ekspertgruppen anbefalte i sin rapport at rammen for avvik fra referanseindeksen fastsatt av departementet økes, og at det fastsettes rammer for såkalt halerisiko. Gruppen påpekte samtidig at det er flere tekniske og operasjonelle utfordringer ved slike rammer, og trakk fram at det vil være vanskelig å beregne denne typen risiko. Ekspertene mente også at rapportering om halerisiko er viktig.

Mandatet for SPU stiller krav om at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at den forventede relative volatiliteten i aksje- og obligasjonsporteføljen ikke skal overstige 1 pst., jf. § 3-5 første ledd. Mandatet stiller også krav til at banken skal fastsette utfyllende risikorammer og krav til risikostyring, -måling og -kontroll. Det er blant annet satt krav til at målingene av risiko skal søke å fange opp all relevant

markedsrisiko knyttet til de finansielle instrumentene som brukes i forvaltningen. Risikoen skal anslås ved hjelp av flere forskjellige metoder. Det skal gjennomføres stresstester basert på blant annet historiske hendelser og scenarier for framtidig utvikling i systematiske risikofaktorer. Videre skal analyser av ekstremhendelsesrisiko være en integrert del av risikostyringen, jf. mandatets § 4-3.

Norges Bank har i brev 21. oktober 2009 gjort rede for flere tekniske og operasjonelle utfordringer ved å fastsette en ramme for ekstremtapsrisiko i mandatet for SPU som et supplement til rammen for relativ volatilitet. Departementet legger opp til å sette krav til at banken skal fastsette en supplerende ramme for store tap som forventes å inntreffe sjeldent i mandatets § 3-6. Det legges videre opp til at det vil stilles krav om at denne rammen skal legges fram for departementet før planlagt ikrafttredelse. Banken bes i denne sammenheng om å vurdere hvordan en slik ramme kan utformes slik at den utfyller mandatets ramme for forventet relativ volatilitet. Banken bes i denne sammenheng også å analysere og vurdere ulike risikomål for innramming av slik risiko, herunder «Value-at-Risk», som foreslått av ekspertgruppen. Departementet ber også Norges Bank om å vurdere de økonomiske konsekvensene av å innføre en slik ramme, samt i hvilken grad rammen vil legge begrensninger på bankens muligheter til å gjennomføre forvaltningsstrategier som utnytter fondets fortrinn. Videre bes banken beskrive hvordan banken kan rapportere om ekstremtapsrisiko, herunder beregningsmetoden og estimatene på slik halerisiko.

Departementet legger stor vekt på åpenhet om forvaltningen av Statens pensjonsfond. Åpenhet skal bidra til å sikre bred tillit til fondskonstruksjonen og forvaltningen av fondet. Departementet har i mandatet for SPU stilt krav om at det skal være størst mulig grad av åpenhet om forvaltningen av fondet innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget, samt til at det rapporteres om all relevant risiko i forvaltningen, jf. § 6-1 første og tredje ledd. God og relevant rapportering om forvaltningen er også viktig for styringen av og kontrollen med fondet.

Ekspertgruppen pekte i sin rapport på at den store graden av åpenhet som preger forvaltningen av SPU er en styrke for fondet. Norges Banks løpende rapportering om forvaltningen ligger nært opp til de forslag som ekspertgruppen kom med, men det ble pekt på at rapporteringen kan være mer detaljert om avkastning og risiko relativt til referanseindeksen fastsatt av departementet. Ekspertgruppen anbefaler at det bør settes krav til at Norges Bank skal beskrive prinsippene som ligger til grunn for og kildene til meravkastning i den aktive forvaltningen, og rapportere forventet risikobudsjett og historiske resultater fra hver av disse. Det foreslås blant annet at rapporteringen av meravkastning og risiko skal skille mellom bidrag fra faktorstrategier, økt spredning av investeringene og verdipapirvalg. Ekspertgruppen trekker samtidig fram at Norges Bank har utviklet en intern referanseportefølje hvor banken blant annet søker å høste meravkastning fra økt spredning av investeringene og systematiske faktorstrategier og mener at Norges Bank kan bruke denne porteføljen i rapporteringen. Ekspertene foreslår at risiko og avkastning fra aktiv forvaltning, eller

avvik fra referanseindeksen, skal brytes ned på den interne referanseporteføljen og det resterende, verdipapirseleksjon. Samtidig anbefaler de at risiko og avkastning fra de ulike komponentene innen den interne referanseindeksen rapporteres særskilt.

Videre påpeker gruppen at ulike strategier har ulik vurderingshorisont og viser til at faktorstrategier bør vurderes over lengre perioder, mens de fleste strategier for verdipapirvalg kan vurderes over kortere perioder. Ekspertene mener at en rapportering som skiller mellom strategier med ulik tidshorisont vil kunne gjøre det lettere å holde fast ved de strategiene som har lengre vurderingshorisont, i perioder med mindreavkastning.

Norges Bank bes med utgangspunkt i forslagene fra ekspertgruppen om å vurdere og å gi råd om hvordan rapporteringskravene i mandatet for SPU og den offentlige rapporteringen av avvik mellom faktisk portefølje og referanseindeksen fastsatt av departementet kan utvides. Samtidig bes banken vurdere hvordan metodene og dataene som ligger til grunn for rapporteringen av avkastning og risiko kan beskrives best mulig slik at resultatberegningene blir etterprøvbare og transparente.

Departementet ber også banken vurdere hvordan rapporteringen kan videreutvikles med sikte på å vise bidragene til risiko og avkastning fra særskilte bestemmelser pålagt av departementet i mandatet for SPU, slik som kravene til miljørelaterte investeringsmandater og statsfinansiell styrke.

Norges Bank har i brev 31. januar 2014 pekt på svakheter ved å benytte forventet relativ volatilitet som den sentrale bestemmelsen for risikotaking. På lengre sikt mener banken at mandatet for SPU bør baseres på et absolutt risikomål istedenfor et relativt risikomål. Bankens bes i denne sammenheng om å vurdere hvordan rapporteringen kan utvides slik at den bedre viser totalrisikoen i referanseindeksen og faktisk portefølje fordelt på de viktigste kildene til absolutt risiko på kort og lang sikt.

Bankens råd og vurderinger bør for øvrig ses i sammenheng med utredningen som departementet har igangsatt av investeringer i eiendom og unotert infrastruktur, jf. brev til Norges Bank fra departementet 26. mars 2015.

Finansdepartementet ber om at Norges Bank oversender sine råd og vurderinger senest 1. oktober 2015.

Med hilsen

Espen Erlandsen e.f.  
ekspedisjonssjef

Eivind Øy  
investeringsdirektør

Kopi: Riksrevisjonen

*Dokumentet er elektronisk godkjent og har derfor ikke håndskrevne signaturer*