



**Uavhengig attestasjonsoppdrag for Norges Banks
representantskap om utforming og implementering av
Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll
knyttet til fastsettelse og implementering av
referanseporteføljen og interne referanseindekser for
Statens pensjonsfond utland**

18. mars 2020

Innhold

1. Vurdering av Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser for Statens pensjonsfond utland	3
2. Konklusjon og vurderinger	4
3. Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser	5
3.1 Bakgrunn og de overordnede prinsipper	5
3.1.1 Referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet	6
3.1.2 Investeringsunivers	7
3.1.3 Risikorammer	7
3.1.4 Råd til Finansdepartementet	7
3.2 Referanseporteføljen fastsatt av Norges Bank	8
3.3 Interne referanseindekser	9
3.4 Roller og ansvarsområder for referanseporteføljen og interne referanseindekser	10
3.4.1 Endringer i referanseporteføljen	10
3.4.2 Endringer i de interne referanseindekser	11
3.5 Rapportering om referanseporteføljen	11
4. Vedlegg 1: Målekriterier, avgrensning av oppdraget og utført arbeid	13
4.1 Målekriterier	13
4.2 Avgrensning av oppdraget	13
4.3 Arbeid utført	14

1. Vurdering av Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser for Statens pensjonsfond utland

Norges Banks representantskap ("representantskapet") har engasjert Deloitte AS til å foreta en uavhengig gjennomgang av utformingen og implementeringen av Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser.

Betegnelsen "NBIM", slik den er brukt i denne rapporten, omfatter avdelingen i Norges Bank som forvalter Statens pensjonsfond utland. Betegnelsen "fondet" og "SPU" viser til Statens pensjonsfond utland. Betegnelsen «hovedstyret» viser til Norges Banks hovedstyre.

Som avtalt i vårt engasjementsbrev datert 3. juli 2019, har vi utført vårt arbeid i samsvar med den internasjonale standarden for attestasjonsoppdrag (ISAE) 3000. Vår oppgave er å gi representantskapet betryggende sikkerhet for at Norges Bank har utformet og implementert et rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser i samsvar med målekriteriene som er beskrevet i vedlegg 1. Vi har gjennomgått Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser og har sammenholdt dette med målekriteriene som er utviklet.

Målekriterier, avgrensning av oppdraget og utført arbeid er omtalt i vedlegg 1. Representantskapets tilsynssekretariat har vurdert målekriteriene og vurdert at de er relevante og hensiktsmessige for denne gjennomgangen.

Våre konklusjoner og vurderinger fremkommer av kapittel 2. I kapittel 3 beskrives hovedelementene knyttet til rammeverket for fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser.

2. Konklusjon og vurderinger

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland er i stor grad fastsatt gjennom sammensetningen av fondets referanseindeks og tilhørende rammer for forvaltningen gitt i forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet. Referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet danner utgangspunktet for Norges Banks forvaltning av SPU og fondets avkastning og risiko måles mot denne referanseindeksen.

I forvaltningen av SPU har Norges Bank etablert en referanseportefølje. Formålet med referanseporteføljen er å oppnå et best mulig bytteforhold mellom avkastning og risiko på lang sikt, innenfor rammene i forvaltningsmandatet. Fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser er et meget sentralt og komplekst område i Norges Banks forvaltning av SPU. Det er stilt omfattende eksterne rapporteringskrav knyttet til forvaltningen. Gjennom referanseporteføljen gjøres det tilpasninger til referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet og det kan potensielt være relativt store investeringsbeslutninger som tas gjennom disse tilpasningene.

Etter vår vurdering er risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser i det alt vesentlige utformet og implementert i samsvar med de etablerte målekriteriene.

I vår gjennomgang identifiserte vi imidlertid enkelte forhold som kan være av betydning for arbeidet med å videreutvikle risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser. I kapittel 3 har vi gitt noen innspill til dette arbeidet, hovedsakelig knyttet til prosessen for råd til Finansdepartementet. Nedenfor kommenteres dette.

Mandatet stiller krav om at Norges Bank skal gi Finansdepartementet råd om investeringsstrategien for investeringsporteføljen og om behov for endringer i mandatet. Råd skal gis etter anmodning fra departementet, men kan også gis av eget tiltak. Rådgivningsoppgaven til Norges Bank er også angitt i investeringsmandatet og stillingsinstruksen til leder av NBIM. Det er etablert en prosess i NBIM for å utarbeide råd på anmodning fra enten Finansdepartementet, Norges Banks hovedstyre eller leder av NBIM.

Det er ikke stilt spesifikk rettledning fra Norges Banks hovedstyre til NBIM eller fra leder av NBIM til utforming av prosesser for å gi råd. Rettledning bidrar normalt til å tydeliggjøre forventninger til en prosess. Vi anbefaler at det stilles tydeligere krav til utformingen av prosessen for å gi råd. Det bør blant annet reguleres at det skal vurderes om endringer i referanseporteføljen kan tilsa at det bør sendes et råd til Finansdepartementet på eget initiativ om å endre mandatet.

3. Norges Banks rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og interne referanseindekser

3.1 Bakgrunn og de overordnede prinsipper

Finansdepartementet har plassert Statens pensjonsfond utland (SPU) som et kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank har fått i oppdrag å forvalte innskuddet etter bestemte regler. Disse reglene er gitt av Finansdepartementet gjennom «Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland» (Forvaltningsmandatet), sist endret 29. november 2019 (Mandatendringen). Mandatet stiller krav om at hovedstyret skal fastsette en strategisk plan for hvordan forvaltningsoppdraget skal løses, og at denne planen skal oppdateres regelmessig.

Norges Bank skal i eget navn videreplassere kroneinnskuddet i en portefølje av finansielle instrumenter, fast eiendom, infrastruktur for fornybar energi, kontantinnskudd og andre eiendeler og finansielle forpliktelser (investeringsporteføljen).

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland er i stor grad fastsatt gjennom sammensetningen av fondets referanseindeks og tilhørende rammer for forvaltningen gitt i Forvaltningsmandatet. Referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet danner utgangspunktet for Norges Banks forvaltning av SPU og fondets avkastning og risiko måles mot denne referanseindeksen. I Forvaltningsmandatet er det også bestemmelser som regulerer ansvarlig forvaltning og stiller krav til kostnadseffektivitet i forvaltningen.

Norges Bank forvalter fondet med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen. Norges Banks hovedstyre har fastsatt en strategiplan for forvaltningen og forvaltningen av SPU gjøres av en forvaltningsenhet i Norges Bank, Norges Bank Investment Management (NBIM). Strategiplanen beskriver investeringsstrategiene, planer for allokeringen til eiendom og de overordnede investeringsbeslutningene. Referanseporteføljen er også omtalt i strategiplanen.

I forvaltningen av SPU har Norges Bank etablert en referanseportefølje. Formålet med referanseporteføljen er å oppnå et best mulig bytteforhold mellom avkastning og risiko på lang sikt, innenfor rammene i Forvaltningsmandatet. Gjennom referanseporteføljen gjøres det tilpasninger til referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet og det kan potensielt være relativt store investeringsbeslutninger som tas gjennom disse tilpasningene.

Referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet består av aksjer og obligasjoner, og det er delegert til Norges Bank å beslutte allokering til eiendom innenfor mandatets

overordnede rammer, dvs. størrelsen og sammensetningen av eiendomsinvesteringene. Etter allokering til eiendom danner referanseporteføljen utgangspunktet for gjennomføringen av forvaltningen og den videre delegering av investeringsmandater i forvaltningsorganisasjonen. Når investeringsmyndighet delegeres videre i forvaltningsorganisasjonen gjennom investeringsmandater, skal det følge med en referanseindeks til hvert mandat som porteføljens avkastning og risiko måles mot. Dette benevnes som «Interne referanseindekser».



I vår gjennomgang har vi dekket risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og de interne referanseindekser. Gjennomgangen har inkludert prosessene for råd til Finansdepartementet samt roller og ansvar knyttet til fastsettelse, implementering og endringer av referanseporteføljen og interne referanseindekser samt rapportering.

3.1.1 Referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet

Referanseindeksen for investeringsporteføljen består av:

- en referanseindeks for aksjeporteføljen
- en referanseindeks for obligasjonsporteføljen

Fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner er basert på brede globale indeksprodukter utarbeidet av indeksleverandører, henholdsvis FTSE Russell og Bloomberg Barclays. Fondets avkastning og risiko måles opp mot disse referanseindeksene, målt i en definert valutakurv.

Referanseindeksen for aksjeporteføljen er satt sammen med utgangspunkt i FTSE Global All Cap Index. Indeksen inkluderer selskaper i både utviklede og fremvoksende markeder. Mandatet fastsetter enkelte tilpasninger av dette utgangspunktet, blant annet justeres landvekter og det justeres for Norges Banks skatteposisjon.

Referanseindeksen for obligasjons-porteføljen består av en statsdel og en selskapsdel. Disse delene er satt sammen med utgangspunkt i ulike obligasjons-indekser fra Bloomberg Barclays. Også her gjøres det ihht. mandatet tilpasninger av dette utgangspunktet.

I tabellene til høyre fremkommer en oversikt over tilpasningene.

Referanseindeksenes utgangspunkt for aksjer	Tilpasninger gjort gjennom mandatet fra Finansdepartementet
Referanseindeksen for aksjeporteføljen er satt sammen med utgangspunkt i FTSE Global All Cap Index. Ved utgangen av 2019 bestod den av 8.872 aksjer i 49 land.	Referanseindeksen som fremkommer av mandatet inneholder tilpasninger av dette utgangspunktet: • Det er ikke tillatt å investere i Norske verdipapirer eller i norske kroner • Regionvekter (større vekt i europeiske utviklede markeder og en lavere vekt i USA og Canada) • Markeder som inkluderes i FTSE Global All Cap Index fra og med 1. januar 2019 skal tilordnes en vekt på 0. • Norges Banks skatteposisjon • Verdipapirer utstedt av selskaper som banken har utelukket etter bestemmelser i retningslinjer om observasjon og utelukkelse fra SPU • Verdipapirer utstedt av selskaper med ICB-klassifisering «60101010 Oil: Crude Producers» skal ikke inngå i referanseindeksen for aksjeporteføljen.
Referanseindeksenes utgangspunkt for obligasjoner	Tilpasninger gjort gjennom mandatet fra Finansdepartementet
Referanseindeksen for obligasjonsporteføljen er satt sammen med utgangspunkt i ulike obligasjonsindekser fra Bloomberg Barclays; en for statsobligasjoner og en for selskapsobligasjoner. Statsobligasjonsindeksen er satt sammen av 3 ulike Bloomberg Barclays indekser og inneholder 22 ulike valutaer fra utviklede og fremvoksende markeder. Indeksen for selskapsobligasjoner inneholder verdipapirer i 7 utviklede markeder innenfor sektorene selskap og obligasjoner med fortrinnsrett i indeksen Bloomberg Barclays Global Aggregate.	Referanseindeksen som fremkommer av mandatet inneholder tilpasninger av dette utgangspunktet: • Det er ikke tillatt å investere i Norske verdipapirer eller i norske kroner • Obligasjoner utstedt av stater og selskaper hjemmehørende i fremvoksende markeder er tatt ut av referanseindeksen • Obligasjoner i statsdelen vektes er tilordnet en justeringsfaktor basert på BNP-vekter og markedsvekter. Det tilordnes egne justeringsfaktorer for fremvoksende valutaer da disse skal fases ut av referanseindeksen • For selskapsdelen er det også restriksjoner på tillatte valutaer og landtilhørighet • Verdipapirer utstedt av selskaper som banken har utelukket etter bestemmelser i retningslinjer om observasjon og utelukkelse fra SPU

3.1.2 Investeringsunivers

Hva Norges Bank kan plassere investeringsporteføljen i benevnes som «Investeringsunivers».

Investeringsuniverset som definert i mandatet er bredere enn hva som fremkommer av de overnevnte referanseindekser. Utgangspunktet for aksje- og obligasjonsporteføljen er at Norges Bank kan investere i noterte verdipapirer i alle markeder bortsett fra Norge. Imidlertid gjelder dette ikke for verdipapirer som er utelukket fra investeringsporteføljen, i tillegg er det også enkelte andre restriksjoner. Eksempelvis inneholdt referanseindeksen for aksjeporteføljen 8.425 børsnoterte aksjeselskaper per 31.12.2019 mens det på samme tidspunkt faktisk var investert i 9.202 børsnoterte aksjeselskaper.

For unotert eiendom og infrastruktur for fornybar energi er det også gitt nærmere bestemmelser om hva som er tillatt å investere i. I tabellen til høyre fremkommer mandatets mer detaljerte informasjon om investeringsuniverset.

Investeringsuniverset («Tillatte investeringer»)	
Norges Bank kan plassere investeringsporteføljen i:	Norges Bank kan ikke plassere investeringsporteføljen i:
• Noterte aksjer og i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering • Omsettelige gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike gjeldsinstrumenter. • Fast eiendom • Fysiske infrastrukturprosjekter for fornybar energi • Finansielle derivater og fondsandeler, men kun når disse henger naturlig sammen med investeringene i aksje-, obligasjons- og de unoterte porteføljene. • Øvrige finansielle instrumenter kun når disse tilfaller investeringsporteføljen som følge av selskaphendelser.	• Norge, etter nærmere angitte kriterier • Verdipapirer som er utelukket fra investeringsporteføljen • Rentebærende instrumenter utstedt av stater eller statsrelaterte utstedere hvor departementet har avskåret på bakgrunn av vedtatte FN-sanksjoner eller andre internasjonale tiltak som Norge har sluttet seg til. • Unoterte selskaper og fondskonstruksjoner i land Norge ikke har skatteavtale med eller andre land enn de som Norge i medhold av annen folkerettslig overenskomst kan kreve skatteopplysninger fra. • Unotert infrastruktur slik som veier, jernbane, havner, flyplasser og annen grunnleggende infrastruktur som ikke utgjør infrastruktur for fornybar energi • Aksjer, verdipapirer som kan sidestilles med slike aksjer eller depotbevis for slike aksjer, utstedt av selskaper med ICB-klassifisering «60101010 Oil: Crude Producers».

3.1.3 Risikorammer

Forvaltningsmandat for SPU setter en øvre ramme for avvik fra referanseindeksen. I henhold til Forvaltningsmandatet skal Norges Bank legge opp forvaltningen med sikte på at det forventede annualiserte standardavviket til differanseavkastningen mellom den faktiske referanseindeksen og investeringsporteføljen (forventet relativ volatilitet) ikke skal overstige 1,25 prosentenheter.

Formålet med å kunne avvike fra referanseindeksen er å utnytte fondets særtrekk og fortrinn til å oppnå meravkastning og sikre en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen.¹ Rammen for risikoavvik brukes også til å oppfylle spesifikke krav i mandatet, herunder bl.a. krav om miljørelaterte investeringer samt krav om å ta hensyn til statsfinansiell styrke i forvaltningen av statsobligasjoner.² Ethvert avvik mellom investeringsporteføljen og referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet vil trekke på rammene for forventet relativ volatilitet.

Finansdepartementet har videre gitt Norges Banks hovedstyre ansvaret for å fastsette en ramme for minste sammenfall mellom investeringsporteføljen og referanseindeksen. Denne rammen har hovedstyret satt til 60 prosent, dvs. at investeringsporteføljen til enhver tid minimum skal overlappe referanseindeksen for 60 prosent av investeringene. Norges Banks hovedstyre har i tillegg fastsatt flere andre risikorammer for forvaltningen av SPU i det investeringsmandatet som er delegert til leder av NBIM.

3.1.4 Råd til Finansdepartementet

Mandatet stiller krav om at Norges Bank ved hovedstyret skal gi Finansdepartementet råd om investeringsstrategien for investeringsporteføljen og om behov for endringer i mandatet. Råd skal gis etter anmodning fra departementet, men kan også gis av eget tiltak. Etter mandatendringen av 30. november 2019 stilles det videre krav om at det skal være uavhengighet mellom personene i Norges Bank som har ansvar for saksforberedelsene vedrørende rådgivning og personer eller investeringsenheter hvis resultater vil kunne påvirkes av de samme rådene. Norges Bank skal ha anledning til å uttale seg før det foretas vesentlige endringer i mandatet, og skal ha varsel i rimelig tid forut for iverksettelse av endringene.

¹ Meld. St. 20 (2018-2019)

² Meld. St. 20 (2018-2019)

Hovedstyret skrev i brev til Finansdepartementet 25. november 2019 at det ville foreta en nærmere vurdering av organiseringen av arbeidet med rådgivning. Vi er informert om at dette arbeidet pågår, og hovedstyret skal etter planen behandle et forslag om endringer i prosessen 24.mars.

Rådgivningsoppgaven til Norges Bank er også angitt i investeringsmandatet og stillingsinstruksen til leder av NBIM. Investeringsmandatet fastsetter at leder av NBIM er ansvarlig for å gi velfunderte og dokumenterte råd til hovedstyret om investeringsstrategi og andre forhold ved fondets forvaltning av investeringene, inkludert aktivaallokering, referanseindekser, investeringsrammer og investeringsrisiko. Råd kan gis av eget tiltak eller etter anmodning fra hovedstyret.

Det er etablert en prosess i NBIM for å utarbeide råd på anmodning fra enten Finansdepartementet, Norges Banks hovedstyre eller leder av NBIM. Det er fastsatt roller i analyse, vurderings og godkjenningssfasen. Chief Investment Officer (CIO), nestleder av NBIM og leder av NBIM skal godkjenne rådet før det oversendes fra NBIM. Sentralbanksjefen skal i egenskap av å være hovedstyrets leder påse at alle saker til hovedstyret er egnet for behandling.

Det er ikke gitt spesifikk rettleiding fra Norges Banks hovedstyre til NBIM eller fra leder av NBIM til utforming av prosesser for å gi råd. Rettleiding bidrar normalt til å tydeliggjøre forventninger til en prosess. Vi anbefaler at det stilles tydeligere krav til utformingen av prosessen for å gi råd. Det bør blant annet reguleres at det skal vurderes om endringer i referanseporteføljen kan tilsi at det bør sendes et råd til Finansdepartementet på eget initiativ om å endre mandatet.

3.2 Referanseporteføljen fastsatt av Norges Bank

Norges Bank har etablert en referanseportefølje for forvaltningen av SPU. Behovet for en referanseportefølje ble først omtalt i et brev fra hovedstyret i Norges Bank til Finansdepartementet i mars 2011. Referanseporteføljen ble etablert samme år og har utviklet seg over tid. Begrunnelsen for de tilpasninger som gjøres gjennom referanseporteføljen ble sist gang oppsummert i avkastnings- og risikorapport for Statens pensjonsfond utland for 2018.

Formålet med referanseporteføljen er å oppnå et best mulig bytteforhold mellom avkastning og risiko på lang sikt³, innenfor rammene i mandatet for forvaltningen. Gjennom referanseporteføljen gjøres det tilpasninger til referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet på bakgrunn av at Norges Bank har vurdert at det er særtrekk ved fondet som motiverer avvik mot referanseindeksen, som uttrykt i hovedstyrets strategiplan for fondet for 2020-2022, samt for å inkorporere krav i mandatet som at Norges Bank skal søke å ta hensyn til statsfinansiell styrke mellom land i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene og allokere midler til miljørelaterte investeringer. Referanseporteføljen er dermed et uttrykk for disse tilpasningene etter at allokering til eiendom og infrastruktur for fornybar energi er foretatt. Avvik som oppstår mellom referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet og de tilpasninger banken gjør i referanseporteføljen, vil trekke på risikorammene som Norges Bank har i forvaltningen av fondet. Det kan potensielt være relativt store investeringsbeslutninger som tas gjennom disse tilpasningene.

Tilpasningene som gjøres mot referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet har Norges Bank klassifisert i 4 kategorier; (1) utvidelse av investeringsuniverset, (2) etablere og styre eksponering

Tilpasninger gjort gjennom Norges Banks referanseportefølje

Norges Banks referanseportefølje gjør ytterligere justeringer, blant annet justeres det for:

- Allokering til og finansiering av eiendomsinvesteringer
- Utvidelse av investeringsuniverset gjennom å inkludere godkjente markeder som ikke er en del av referanseindeksene
- Få og styre eksponering mot systematiske risikofaktorer som verdi, kvalitet og størrelse
- Inkorporere krav i mandatet som at Norges Bank skal
 - søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene
 - allokere midler til miljørelaterte investeringer
- Implementere justeringer og overganger i investeringsuniverset, mange av disse har som mål å forbedre kostnadseffektiviteten ved referanseindeksen og de rebalanseringsregler som følger av mandatet

³ Statens pensjonsfond utland årsrapport 2019

mot systematiske risikofaktorer, (3) inkorporere krav i mandatet og (4) implementere justeringer og overganger i investeringsuniverset. Disse justeringene er beskrevet i tabellen på forrige side.

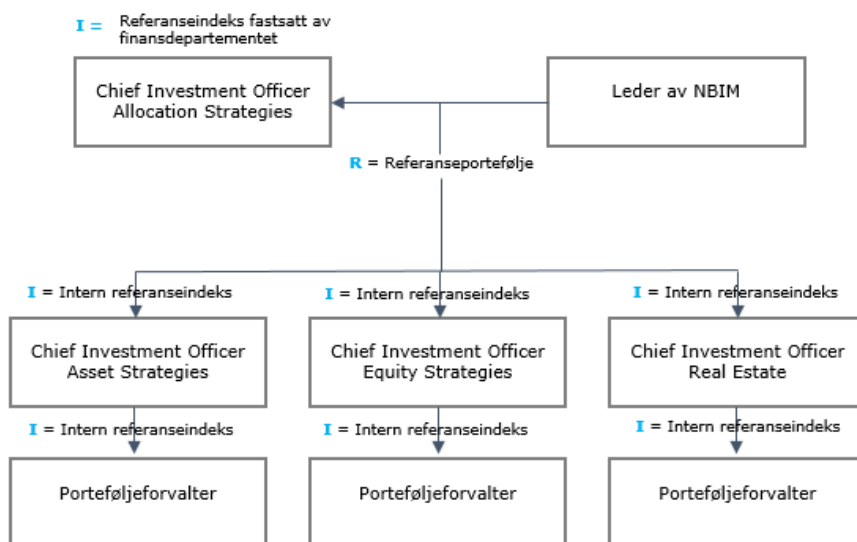
Systematiske risikofaktorer er omtalt i Meld. St. 27 (2012–2013). Her beskrives det at det over tid er avdekket flere systematiske avkastningsmønstre i aksjer og at forskning viser at flere ulike egenskaper ved aksjene ser ut til å påvirke deres verdiutvikling over tid. Disse egenskapene har vist seg å forklare deler av historisk avkastning i et bredt sett av aksjer, og kalles derfor gjerne systematiske risikofaktorer.⁴

Eksempler på systematiske risikofaktorer er «verdi» og «størrelse». Faktoren verdi representerer at selskaper med relativt lav verdsettelse over tid har hatt en høyere avkastning enn selskaper med relativt høy verdsettelse, mens faktoren størrelse representerer at små selskaper over tid har hatt en høyere avkastning enn store selskaper. Eksponering mot disse to faktorene implementeres gjennom å overvekte (undervekte) selskaper med lav (høy) verdsettelse og små (store) selskaper, dvs. å ha en høyere (lavere) andel av disse selskapene i porteføljen enn den vekten disse selskapene har i referanseindeksen fra Finansdepartementet.

3.3 Interne referanseindekser

Referanseporteføljen danner utgangspunktet for investeringsmandatene som delegeres videre ned i forvaltningsorganisasjonen. Når investeringsmyndighet delegeres gjennom individuelle investeringsmandater skal mandatets investeringsunivers og en definert referanseindeks for måling av porteføljens avkastning og risiko spesifiseres. Dette benevnes som «Interne referanseindekser».

Delegering kan gjøres i flere ledd innenfor rammen fastsatt i det overliggende mandatet. Det etablerte systemet for delegering skal sikre at når alle interne referanseindekser som benyttes for delegeringsformål konsolideres så tilsvarer dette først referanseporteføljen, og så videre fra referanseporteføljen til referanseindeksen fra Finansdepartementet. Alle beslutningsnivåer i investeringshierarkiet skal måles ved bruk av interne referanseindekser som i sum skal utgjøre og avstemmes mot Finansdepartementets referanseindeks. Bruken av referanseindekser i investeringsmandatene er illustrert i bildet til høyre.



Felles for de interne referanseindekser er at de alle har sitt utgangspunkt i referanseindeksene fra FTSE og Bloomberg Barclays, som er de samme indekskomponentene som Finansdepartementet bygger på i sin fastsettelse av referanseindeksen. Det er kun instrumenter og markeder som Norges Bank også samtidig har godkjent som kan inngå i sammensetningen av de interne referanseindeksene. Dette gjelder også referanseindeksene som benyttes for de eksterne forvalterne.

«Retningslinje for håndtering av referanseindeksene» beskriver de ulike nivåene av de interne referanseindekser som benyttes og hvordan de benyttes. Samtlige interne referanseindekser skal fastsettes og implementeres med systemstøtte av et IT-system. Retningslinjen fastsetter roller og ansvar for vedlikehold av referanseindeksene i IT-systemer. Roller for å instruere endringer i de interne referanseindekser og for å operasjonalisere endringer i de interne referanseindekser er delt. Det er også etablert styring og kontroll knyttet til tilganger til IT-systemene for beregning av de interne referanseindekser og referanseporteføljen. Det skal foreligge en oversikt over hvem som har tilgang til å instruere endringer. Denne listen føres av NBIMs Risk Measurement team, et team i Chief Risk Officers

⁴ Meld. St. 27 (2012-2013)

(CRO) organisasjonen. Ansvarlig for den enkelte interne referanseindeks skal informere Risk Measurement om alle endringer i listen over ansatte som har tillatelse til å instruere endringer i de interne referanseindeksene og periodisk gjennomgå tilgangsoversikten.

3.4 Roller og ansvarsområder for referanseporteføljen og interne referanseindekser

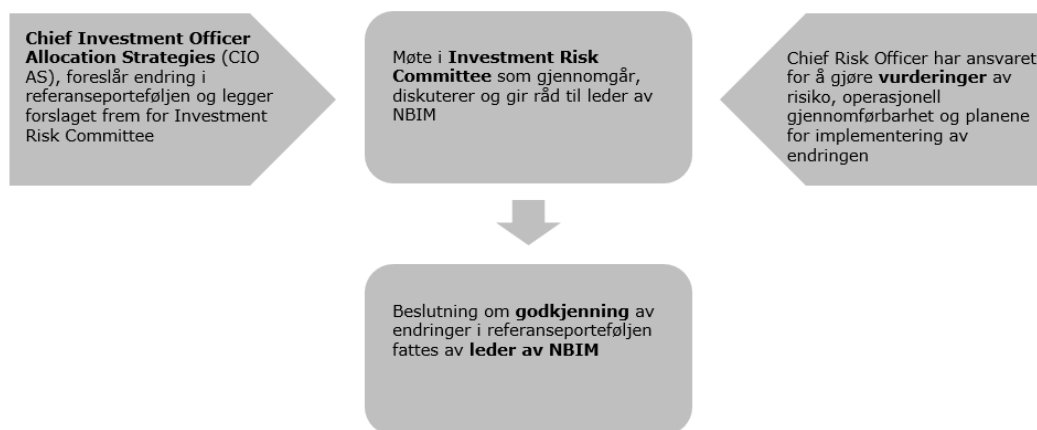
Stillingsinstruks for leder av NBIM er fastsatt av hovedstyret. Av stillingsinstruksen fremkommer det at rollen inkluderer å være hovedstyrets nærmeste rådgiver i saker som gjelder investeringer, samt å være ansvarlig for å gi råd til hovedstyret om fondets overordnede investeringsstrategi, inkludert fondets referanseindekser. Investeringsmandatet for leder av NBIM er fastsatt av hovedstyret. Investeringsmandatet viser til at referanseindeksene er fastsatt av Finansdepartementet gjennom mandatet og vedlegget til investeringsmandatet gjengir de respektive paragrafer fra forvaltningsmandatet med hovedstyrets supplerende risikorammer. Investeringsmandatet eller stillingsinstruksen inneholder ikke spesifikke krav til etablering av en referanseportefølje. Det overordnede formålet med referanseporteføljen er omtalt i strategiplanen som er vedtatt av Norges Banks hovedstyre, men beslutningen om å fastsette referanseporteføljen og å gjøre endringer i denne tilligger leder av NBIM.

«Investment Risk Committee» (IRC) er et utvalg som skal gi råd til leder av NBIM, bl.a. om referanseporteføljen. Utvalget består av CEO, Deputy CEO, Chief Compliance and Control Officer, Chief Risk Officer, Chief Operating Officer og Chief Investment Officers fra både Allocation Strategies, Asset Strategies, Equity Strategies og Real Estate. Andre medlemmer av NBIMs ledergruppe har adgang til å delta på utvalgets møter. Utvalgsmedlemmene har også adgang til å invitere medarbeidere til å gi informasjon eller holde presentasjoner for IRC. Mandatet til utvalget inneholder imidlertid ingen bestemmelse om hvor mange som må være tilstede for at møtet skal gjennomføres, noe som etter vår oppfatning bør vurderes tatt inn.

3.4.1 Endringer i referanseporteføljen

«Retningslinje for forslag til endringer i referanseporteføljen» og «Retningslinje for governance for referanseporteføljen» beskriver prosessen og kravene som gjelder for endringer i referanseporteføljen.

Proessen for godkjenning av endringer i referanseporteføljen er illustrert i figuren under:



Beslutningsgrunnlag

Chief Investment Officer Allocation Strategies (CIO AS) legger endringsforslag frem for IRC. Global Head of Allocation Management og Global Head of Allocation Research i CIO AS team har også ansvar for å overvåke og foreslå endringer i referanseporteføljen. CIO AS skal dokumentere endringsforslag og utarbeide et beslutningsnotat som blant annet skal inneholde beskrivelse av investeringsrasjonale som ligger bak forslaget.

Vurdering av risiko, operasjonell gjennomførbarhet og planene for implementering av endringen

Chief Risk Officer (CRO) har, når det er berettiget, ansvaret for å gjennomføre en vurdering av risiko, operasjonell gjennomførbarhet og planene for implementering av endringen. Retningslinjen som angir

kravet om dette er fastsatt av CRO og det foreligger formelt sett ikke en rettleiding til hva som menes med «når det er berettiget». Vi er gitt informasjon om praktiseringen som er etablert. Vi anbefaler at det tydeliggjøres i hvilke typer tilfeller disse vurderingene skal gjennomføres.

Ved vurdering av risiko skal det identifiseres hvordan den foreslåtte endringen vil påvirke følgende områder, hvor både absolutt og relativ risiko skal tas i betraktning:

- Risiko og avkastningskarakteristikker ved den foreslåtte endringen i referanseporteføljen
- Forventet betydning for fondets samlede risikonivå
- Forventet betydning på den samlede forventede relative volatilitet

CRO skal også bekrefte at endringene ikke medfører brudd på mandatet fra Finansdepartementet eller mandatet fra hovedstyret.

Når det gjelder operasjonell gjennomførbarhet skal CRO innhente vurdering fra Chief Operating Officer (COO). CRO skal legge frem sine vurderinger for Investment Risk Committee. Beslutning om godkjenning av endringer i referanseporteføljen fattes deretter av leder i NBIM i møte i Investment Risk Committee.

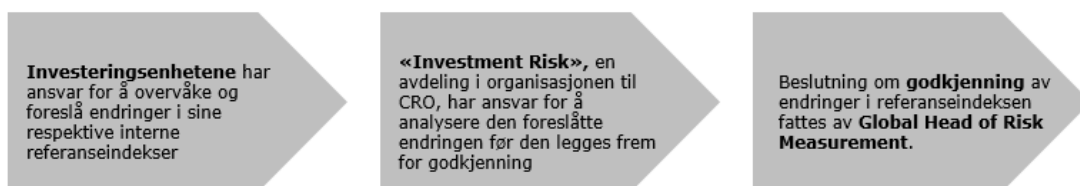
Møte i Investment Risk Committee

Referater fra møter i Investment Risk Committee er relativt kortfattede og gir ikke utfyllende informasjon om hvordan blant annet investeringsrasjonale som ligger bak forslaget samt de ulike risikofaktorene er vurdert. Vi anbefaler at referatene fra møtene i Investment Risk Committee gjøres mer utfyllende slik at det tydeligere fremkommer hvordan bl.a. den foreslåtte endringen og de ulike risikofaktorer er vurdert.

3.4.2 Endringer i de interne referanseindekser

«Retningslinje for håndtering av referanseindekser» og «Retningslinje for portefølje hierarki og kontoer», fastsatt av CRO, beskriver prosessen og kravene som gjelder for å foreslå endringer i referanseindeksene. Investeringsenhetene har instruksjonsrett og ansvar for å overvåke og foreslå endringer i sine respektive referanseindekser. «Investment Risk», linjeorganisasjonen til CRO, har ansvar for å analysere den foreslåtte endringen før den legges frem for godkjenning. Det er «Global Head of Risk Measurement» som fatter beslutning om godkjenning. Vi er informert om at «Global head of Risk Measurement» skal vurdere om retningslinjene for interne referanseindekser er overholdt før beslutning om godkjenning. Vi anbefaler at dette også presiseres i retningslinjene hvor «Global head of Risk Measurement» sin godkjenningsrolle beskrives.

Proessen for godkjenning av endringer i de delegerte investeringsmandatene og deres tilhørende interne referanseindekser er illustrert i figuren under:



3.5 Rapportering om referanseporteføljen

Rapportering om fondets avkastning fremkommer i Norges Banks offisielle års- og delårsrapporter om forvaltningen av SPU, på fondets nettsider (www.nbim.no), publikasjonene med utvidet informasjon om avkastning og risiko i SPU, samt i Norges Banks årsrapport. Det er etablert prosesser for årsrapporter og for avkastnings- og risikorapporteringen, inkludert hvem som skal gjennomgå rapportene.

Rapportering av risiko og avkastning for forvaltningen av SPU gjøres også gjennom «Investeringsstrategier». Investeringsstrategiene er gruppert i hovedkategoriene «Allokering», «Verdipapirseleksjon» og «Markedseksposering». Alle investeringsmandater skal, basert på en vurdering av sammenhengen mellom mandatet og de ulike strategiene, klassifiseres i en strategi. Rapportering på investeringsstrategiene har som formål å gi mer detaljert informasjon om avkastning og risiko for forvaltningen av SPU på en gjenkjennbar måte som er konsistent over tid.

Referanseporteføljen klassifiseres under «Allokering». Denne strategien har som formål å søke å forbedre fondets markeds- og risikoeksponering på sikt ved å sette sammen en referanseportefølje som er bedre tilpasset fondets særtrekk enn Referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Den strategiske eksponeringen mot systematiske risikofaktorer (faktoreksponering) skal gjøres gjennom referanseporteføljen. Implementeringen av faktoreksponeringen klassifiseres under «Markedseksposering».

De ulike strategiene fremkommer av tabellen til høyre og informasjon om de ulike strategiene er rapportert i Årsrapport 2019 for SPU og avkastnings- og risiko rapporten for SPU.

Allokering
Intern referanseportefølje
herav systematiske faktorer
Eiendom
Unotert eiendom
Notert eiendom
Allokeringsbeslutninger
herav miljørelaterte mandater
Verdipapirseleksjon
Intern verdipapirseleksjon
Ekstern verdipapirseleksjon
Markedseksposering
Posisjonering
Systematiske faktorer
Utlån av verdipapirer

Årsrapporten for SPU for 2019 inneholder beskrivelser av referanseporteføljen og de tre tidligere nevnte investeringsstrategiene. Absolutt avkastning for referanseporteføljen samt referanseporteføljens bidrag til relativ avkastning inngår som del av avkastningsrapporteringen.

Utvidet informasjon om avkastning og risiko rapporteres offentlig i en egen avkastnings- og risikorapport. Avkastnings- og risikorapporten for SPU for 2018 inneholder et eget kapittel om referanseporteføljen. Kapittelet inneholder en beskrivelse av bakgrunnen for at det benyttes en referanseportefølje samt en overordnet beskrivelse av de justeringer som er gjort gjennom bruk av referanseporteføljen. Rapporten inneholder utvidet informasjon om bidraget fra referanseporteføljen til avkastning og risiko relativt til referanseindeksen fra Finansdepartementet. Det rapporteres på bidraget til relativ avkastning og risiko for hver av de 4 typene av justeringer som gjøres mot referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Bidraget til relativ avkastning og risiko fra systematiske risikofaktorer inngår også som del av rapporteringen, herunder rapporteres det også om eksponeringen mot den enkelte risikofaktor.

Omfanget og detaljgraden av intern rapportering til Hovedstyret om referanseporteføljen må sees i lys av den valgte organisering, herunder hva som er delegert til leder av NBIM. Hovedstyret mottar hvert kvartal en avkastnings- og risikorapport. Den inneholder rapportering av absolutt avkastning for referanseporteføljen samt bidraget til relativ avkastning og risiko, herunder også bidraget til relativ avkastning og risiko fra systematiske risikofaktorer. Hovedstyret mottar også en intern månedsrapport om avkastning og risiko.

Oslo, 18. mars 2020
Deloitte AS



Henrik Woxholt



Roger Furholm

4. Vedlegg 1: Målekriterier, avgrensning av oppdraget og utført arbeid

4.1 Målekriterier

Vi er ikke kjent med at det finnes en enkeltstandard som kan benyttes som grunnlag for denne gjennomgangen og vi har derfor utviklet egne, tilpassede kriterier, basert på vår egen erfaring med praksis innen bransjen.

Representantskapets tilsynssekretariat har vurdert målekriteriene og konkludert med at de er relevante og hensiktsmessige for denne gjennomgangen.

Målekriteriene som denne gjennomgangen bygger på er gjengitt nedenfor:

Fokusområde	Vurderingskriterier
A. Utforming og overordnede prinsipper	1. Det foreligger en begrunnelse og en forklaring av hvorfor det er hensiktsmessig å ha en referanseportefølje ut over og i tillegg til referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet, som er blitt kommunisert, herunder en rettleiding for når denne skal benyttes
	2. Det finnes tilbakemeldingsmekanismer for råd til Finansdepartementet om hvordan referanseindeksen fra Finansdepartementet kan videreutvikles
	3. Utformingen av referanseporteføljen og de interne referanseindeksene inkluderer en rettleiding om datakilder, inkludering / ekskludering, beregningsmetodikk; og det er dokumentert at referanseporteføljen og referanseindeksene er satt sammen ved hjelp av relevante underliggende indekser / bestanddeler.
B. Styringsstruktur og prosess	1. Roller og ansvarsområder (herunder styrets rolle) knyttet til referanseporteføljen og de interne referanseindeksene er definert, de dekker uavhengighet og arbeidsdeling, og det er dokumentert at styret og andre ansatte i ledelsen deltar i godkjenningsprosessen
	2. Det foreligger en definert prosess for endringer av referanseporteføljen og de interne referanseindeksene, som også inkluderer eventuelle nødvendige godkjenninger
	3. Det foreligger en definert prosess for sammensetningen av og styring av tilganger til IT-systemene for beregning av referanseporteføljen og de interne referanseindeksene samt at det foretas uavhengig gjennomgang
C. Rapportering	1. Det rapporteres om endringer i referanseporteføljen
	2. Avkastning opp mot referanseporteføljen og de interne referanseindeksene rapporteres på fonds- og aktivaklasse nivå, samt at mer- og mindre avkastning belyses
	3. Det foreligger en rettleiding for hva som skal rapporteres til offentligheten i årsrapporten og i avkastnings- og risikorapporten; og den eksterne rapporteringen inneholder en beskrivelse av interne prosesser

4.2 Avgrensning av oppdraget

Vi har utført vårt arbeid i samsvar med ISAE 3000 for å gi representantskapet i Norges Bank betryggende sikkerhet for at Norges Bank oppfyller kriteriene som er angitt ovenfor.

Et attestasjonsoppdrag som skal gi betryggende sikkerhet i tråd med ISAE 3000 forutsetter at arbeidet planlegges og utføres slik at det oppnås høy, men ikke absolutt sikkerhet for at saksforholdet som utredes oppfyller de fastlagte kriteriene.

Gjennomgangen dekket rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og de interne referanseindekser i NBIM, herunder områder som:

- Utforming og overordnede prinsipper for referanseporteføljen;

- Styringsstruktur og prosess knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og de interne referanseindeksene; og
- Rapportering til hovedstyret om referanseporteføljen og de interne referanseindeksene på fonds- og aktivaklassenivå

Områder som ikke er dekket av denne gjennomgangen omfatter (men er ikke nødvendigvis begrenset til):

- Teknisk implementering og beregning av referanseporteføljen og de interne referanseindeksene i IT-systemene;
- Prosessen og beregningen av avkastningen opp mot referanseporteføljen og de interne referanseindeksene i IT-systemene; og
- Riktigheten av avkastnings- og risikoinformasjon i intern og ekstern rapportering

Vi har ikke sett på "operasjonell effektivitet" i denne gjennomgangen. "Operasjonell effektivitet" handler om hvordan en prosedyre settes ut i livet, hvor konsekvent den gjennomføres og hvem som er ansvarlig for prosedyren i perioden som gjennomgangen dekker.

4.3 Arbeid utført

Evaluering av etterlevelse i forhold til målekriteriene

Under evalueringen av Norges Banks etterlevelse av målekriteriene, så vi på om det som dekkes av de interne referanseindeksene var 'utformet' og 'implementert' i samsvar med målene i kriteriene.

En komponent vil være tilstrekkelig 'utformet' dersom den enkeltvis, eller i kombinasjon med andre elementer, med rimelig grad av sikkerhet bidrar til å oppfylle det angitte målet når de angitte komponentene overholdes.

Begrepet 'Implementering' handler om aktiviteter for å iverksette kravene til utforming av et rammeverk innen en gitt frist, men omfatter ikke den løpende gjennomføringen av disse aktivitetene, eller i hvilken utstrekning de fungerer effektivt og etter forutsetningene.

Evaluering av utforming og implementering

Vi har etterspurt en rekke dokumenter som beskriver NBIMs rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse og implementering av referanseporteføljen og de interne referanseindeksene. Den dokumentasjonen som er gjennomgått omfatter veiledende dokumenter, policyer, retningslinjer, prosedyrer, møtetreferater, investeringsmandater, presentasjoner og ledelsesrapportering.

I tillegg har vi intervjuet nøkkelpersonell i NBIM for å skaffe oss en bedre forståelse av de daglige prosedyrene og aktivitetene som gjennomføres.

Vi tok for oss de viktigste sidene ved utformingen og implementeringen av NBIMs rammeverk for risikostyring og kontroll knyttet til fastsettelse av referanseporteføljen og de interne referanseporteføljer i forhold til målekriteriene, vi vurderte den fremlagte dokumentasjonen og evaluerte om det forelå vesentlige avvik. Våre vurderinger bygger på forståelsen vi fikk fra å gjennomgå dokumentasjonen og fra intervjuer, og fremgår ikke nødvendigvis av dokumentasjonen alene. I vår gjennomgang av implementering gikk vi igjennom et eksempel på en endring i referanseporteføljen og ett eksempel på en endring i en intern referanseindeks.