

Mandat for ekspertgruppen som gjennomgår Norges Banks aktive forvaltning av Statens pensjonsfond utland

Bakgrunn

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland (SPU) er utviklet over tid, basert på grundige vurderinger, faglige utredninger og praktiske erfaringer. Viktige veivalg er blitt forankret i Stortinget. Strategien er definert i fondets mandat og uttrykkes blant annet gjennom sammensetningen av referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Den strategiske referanseindeksen angir en fordeling av kapitalen mellom aksjer og obligasjoner, og er et uttrykk for eiers investeringspreferanser og risikotoleranse. Aksjeandelen i SPU's referanseindeks er 70 pst., mens obligasjoner utgjør resten av referanseindeksen.

Strategien bygger på at en må ta risiko for å oppnå en tilfredsstillende avkastning over tid. Gjennom sin tilslutning til aksjeandelen har fondets eiere, representert ved politiske myndigheter, gitt uttrykk for hva som anses som et akseptabelt risikonivå. Valg av aksjeandel er den beslutningen som i størst grad bestemmer samlet risiko i fondet. Investeringsstrategien innebærer at fondskapitalen i hovedsak investeres i noterte markeder. Et viktig utgangspunkt for strategien er at den samlede risikoen kan reduseres ved å spre investeringene bredt mellom aktivaklasser, regioner, land, industrier, selskaper og utstedere. Sammensetningen av delindeksene for aksjer og obligasjoner innebærer at investeringene spres på mange enkeltelskaper og obligasjonslån. Indeksene er satt sammen med sikte på at disse skal kunne følges tett og til lave kostnader. Referanseindeksene brukes også til å måle resultatene Norges Bank oppnår i forvaltningen.

Norges Bank kan, innenfor fastsatte risikorammer i mandatet, avvike noe fra indeksen i den operative gjennomføringen av forvaltningen. Avvikene utnyttes til å sikre en kostnadseffektiv tilpasning til indeksene, samt å utnytte særtrekk ved fondene eller opparbeidede fortrinn for å oppnå meravkastning. I forvaltningen er det innenfor en begrenset ramme åpnet for investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi.

Fondets referanseindeks er endret over tid. I 1998 besto aksjeindeksen kun av store og mellomstore selskaper i utviklede markeder. I 2000 ble noen fremvoksende markeder inkludert i aksjeindeksen, og i 2008 ble alle fremvoksende markeder, som definert av indeksleverandøren FTSE, inkludert. I 2007 ble små selskaper lagt til i aksjeindeksen. Obligasjonsindeksen besto opprinnelig av nominelle statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner, mens selskapsobligasjoner og obligasjoner med fortrinnsrett ble lagt til indeksen i 2002. Realrenteobligasjoner ble lagt til referanseindeksen i 2005. I 2012 ble obligasjoner i fremvoksende markeder inkludert i indeksen, men disse ble tatt ut av indeksen igjen i 2019. Fondets investeringsunivers inkluderer fortsatt obligasjoner i fremvoksende markeder, men slike verdipapirer er begrenset til 5 pst. av verdien av obligasjonsporteføljen.

I fondsmeldingen som ble lagt frem våren 2013, drøftet departementet en eventuell inkludering av systematiske risikofaktorer som størrelse, verdi, momentum og lav volatilitet, i fondets referanseindeks for aksjer. Departementet argumenterte for at fondet synes godt posisjonert for å tåle de ekstra svingningene en vridning mot slike faktorer kan innebære. Det skyldes at fondet investeres med en lang tidshorison, og at fondets eier, staten, har små likvidetsbehov og en høy risikobærende evne. Departementet argumenterte videre for at det, gitt fondets store størrelse, ville være behov for å skreddersy strategiene med hensyn til investerbarhet. De mest egnede tilpasningene vil være krevende å finne og kan også endres over tid. Departementets arbeid med fondets strategiske referanseindeks er ikke en prosess som er godt egnet for beslutninger som krever kontinuerlig vedlikehold og endringer. Departementet konkluderte derfor med at dersom systematiske risikofaktorer skal utnyttes i forvaltningen, bør det gjøres innenfor Norges Banks operative forvaltning.

I 2010 åpnet departementet for investeringer i unotert eiendom. Opp til 5 pst. av fondet skulle investeres i eiendom, og investeringene kunne bestå av både noterte og unoterte investeringer. Eiendomsinvesteringene ble finansiert ved å redusere obligasjonsandelen i referanseindeksen og skulle måles mot en tilpasset versjon av den globale eiendomsindeksen «IPD Global Property Index» (i dag «MSCI Global Property Index»). Norges Bank gjorde den første unoterte eiendomsinvesteringen i april 2011, og overførte i 2014 en portefølje av noterte eiendomsinvesteringer fra aksjeporteføljen til eiendomsporteføljen. Eiendomsstrategien ble endret 1. januar 2017, og forvaltningsmandatet har ikke lenger en strategisk allokering til eiendom. Det innebærer at fondets strategiske referanseindeks nå kun består av aksjer og obligasjoner. Norges Bank kan likevel investere i notert og unotert eiendom, men innenfor rammene for aktiv forvaltning. Det samme gjelder for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi, som ble inkludert i investeringsuniverset i 2019. Banken har valgt å finansiere eiendomsinvesteringer og unoterte infrastrukturinvesteringer med en skreddersydd blanding av aksjer og obligasjoner for å ta høyde for markeds- og valutarisikoen til hver investering.

Mandat

Ekspertgruppen skal, innen 3. januar 2022, utarbeide en offentlig rapport som gjennomgår Norges Banks aktive forvaltning av Statens pensjonsfond utland (SPU). Rapporten skal inneholde:

- 1. En gjennomgang av Norges Banks historiske resultater i forvaltningen av SPU, herunder:**
 - Analyse av avkastning og risiko sammenlignet med relevante referanseindekser for fondet samlet sett og for henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen.
 - Avkastnings- og attribusjonsanalyse av Norges Banks hovedstrategier og viktigste delstrategier.
 - Analyse av risikojustert avkastning av de nevnte porteføljene og strategiene, herunder en drøfting av metode for risikojustering og relevante risikofaktorer for et fond med SPUs egenskaper. Anerkjente, ledende metoder skal brukes.
- 2. En vurdering av resultatene fra Norges Banks eiendomsstrategi, herunder:**
 - Analyse av eiendomsporteføljens bidrag til fondets samlede avkastning og risiko siden 2017. Analysen bør omfatte både eiendomsinvesteringene samlet og de noterte og unoterte eiendomsinvesteringer hver for seg. Effekten av Norges Banks valgte finansieringsmodell bør inngå.
- 3. En kvalitativ vurdering av Norges Banks nåværende hovedstrategier og viktigste delstrategier i forvaltningen av SPU. Vurderingen skal omfatte drøftinger av**
 - teoretisk og empirisk grunnlag,
 - kjente risiko- og avkastningsegenskaper,
 - egnet evalueringshorisont,
 - skalerbarhet.
- 4. En vurdering av Norges Banks muligheter til å oppnå meravkastning i forvaltningen av SPU gitt dagens strategiske referanseindeks og fondets særtrekk som stort, statseid og med lang investeringshorisont.**

På forespørsel fra ekspertgruppens vil Finansdepartementet bistå med å gjennomføre de empiriske analysene som gruppen spesifiserer.