

Norges Bank  
Postboks 1179 Sentrum  
0107 OSLO

Deres ref

Vår ref  
17/2441 - 88

Dato  
02.04.2024

## **Mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland forslag til endringer**

Finansdepartementet foreslår i dette brevet enkelte endringer i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU). Forslag til endringer i berørte bestemmelser er vedlagt.

### *Statsfinansiell styrke*

Sammensetningen av statsdelen av referanseindeksen for obligasjonsporteføljen tar utgangspunkt i økonomienes størrelse målt ved brutto nasjonalprodukt (BNP). Formålet med en BNP-vektet indeks er en bredere spredning av investeringene relativt til en markedsvektet indeks, ved at eksponeringen mot stater med høy og økende gjeldsgrad begrenses. Størrelsen på et lands økonomi er imidlertid ikke et presist eller et fullgodt mål på staters gjeldsbetjeningsevne. I mandatet for forvaltningen av SPU er det derfor fastsatt en bestemmelse om at Norges Bank skal søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene. Dette kravet ble fastsatt i 2012 samtidig med innføringen av BNP-vekter. Kravet er ment å tydeliggjøre at ett av formålene med fondets investeringer i statsobligasjoner er å dempe totalrisikoen i SPU.

I brev 1. desember 2021 til Finansdepartementet, var Norges Banks vurdering at mandatkravet relatert til statsfinansiell styrke burde utgå. Forslaget bygget på erfaringer med justeringene banken hadde foretatt i den faktiske porteføljen i operasjonaliseringen av denne bestemmelsen, og at nye risikobestemmelser er tatt inn i mandatet siden 2012.

Finansdepartementet la i Meld. St. 14 (2021-2022) *Statens pensjonsfond 2022* opp til å videreføre kravet om at banken i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene skal søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land. Det ble samtidig uttalt at innspill knyttet til bestemmelsen ville inngå i det videre arbeidet med å utvikle forvaltningen av fondet.

Departementet presiserer at det med dette mandatkravet ikke er lagt opp til noe pålegg om at porteføljen av statsobligasjoner til enhver tid skal avvike betydelig fra referanseindeksen. Omfang og innretning av eventuelle porteføljusteringer bør kunne variere over tid betinget på markedsutviklingen og bankens vurderinger av relevante utviklingstrekk. Slike vurderinger forutsetter markedsnærhet, og er ikke egnet til å innarbeides i referanseindeksen. Forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land kan imidlertid ha ikke-uvesentlig innvirkning på fondets resultater over tid. Finansdepartementet legger vekt på at Norges Bank har god kontroll på fondets eksponering mot slik risiko.

Departementet foreslår i lys av ovenstående å justere ordlyden i bestemmelsen for å tydeliggjøre at kravet gjelder bankens løpende risikostyring. Det er ikke et krav om at porteføljen gjennomgående skal avvike fra referanseindeksen. Se vedlagte forslag til endret § 2-4 åttende ledd.

#### *Statsobligasjonsunntaket*

Det følger av mandatet at Norges Bank ikke kan plassere fondsmidler i rentebærende instrumenter utstedt av stater eller statsrelaterte utstedere i de unntakstilfeller der departementet har avskåret slike investeringer på bakgrunn av at det er vedtatt særlig omfattende FN-sanksjoner, eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang rettet mot et bestemt land og Norge har sluttet opp om tiltakene.

Det er eksplisitt fastsatt i mandatet at rentebærende instrumenter som er omfattet av statsobligasjonsunntaket er utelukket fra investeringsuniverset for fondet, jf. § 2-1 annet ledd bokstav c. I vedlagte forslag til justert § 2-2 tolvte ledd er det inntatt eksplisitt at slike instrumenter heller ikke skal inngå i referanseindeksen for obligasjoner fastsatt av departementet.

#### *Øvrige endringer*

Det følger av forvaltningsmandatet § 1-5 tredje til femte ledd at departementet skal fastsette utfasingsplaner for aksjeinvesteringer i oppstrømselskaper og for fremvoksende obligasjonsmarkeder. Da utfasingen av nevnte verdipapirer er fullført, legges det opp til at § 1-5 tredje til femte ledd utgår.

Departementet har videre foreslått flere endringer og presiseringer i mandatet § 2-2 om referanseindeksen for obligasjonsporteføljen. Enkelte henvisninger til indeksleverandørens indeksmetodikk og tilhørende dokumentasjon er erstattet med en utfyllende beskrivelse av hvordan indeksen skal beregnes. Bakgrunnen for disse

forslagene er at dokumentasjonen fra indeksleverandøren Bloomberg ikke lenger er offentlig tilgjengelig. Øvrige endringer fremgår av vedlagte utkast.

Norges Bank skal i henhold til mandatet § 1-4 tredje ledd ha anledning til å uttale seg før det foretas vesentlige endringer i forvaltningsmandatet. Det bes om at banken oversender eventuelle merknader til de foreslåtte endringene i forvaltningsmandatet innen 26. april 2024.

Med hilsen

Espen Erlandsen e.f.  
ekspedisjonssjef

Vibeke Horn Bakken  
fagsjef

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

Vedlegg: Forslag til endringer i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

Kopi:  
Riksrevisjonen  
Norges Banks representantskap

# Kapittel 1. Alminnelige bestemmelser

## § 1-5. Strategisk referanseindeks

(1) Den strategiske referanseindeksen for investeringsporteføljen består av:

- a. Referanseindeks for aksjeporteføljen, jf. [§ 2-3](#).
- b. Referanseindeks for obligasjonsporteføljen, jf. [§ 2-2](#).

(2) Referanseindeksen for aksjeporteføljen utgjør 70 prosent av den strategiske referanseindeksen.

Referanseindeksen for obligasjonsporteføljen utgjør 30 prosent av den strategiske referanseindeksen.

# Kapittel 2. Forvaltningen av investeringsporteføljen

## § 2-1. Investeringsunivers

(1) Banken kan plassere investeringsporteføljen i finansielle instrumenter, fast eiendom, infrastruktur for fornybar energi og kontantinnskudd som er godkjent i henhold til [§ 3-11](#), men med følgende begrensninger:

- a. Aksjeporteføljen kan investeres i aksjer notert på regulert og anerkjent markedsplass, noterte verdipapirer som kan sidestilles med noterte aksjer, depotbevis for slike aksjer og i unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert og anerkjent markedsplass.
- b. Obligasjonsporteføljen kan investeres i omsettelige gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike gjeldsinstrumenter.
- c. Den unoterte eiendomsporteføljen kan investeres i fast eiendom, egenkapital og rentebærende instrumenter utstedt av unoterte selskaper, fondskonstruksjoner og andre juridiske personer som har kjøp, utvikling og forvaltning eller finansiering av fast eiendom som hovedvirksomhet. Investeringene kan foretas gjennom norske eller andre juridiske personer. Med fast eiendom menes rettigheter til grunn og eventuell bebyggelse som finnes på denne.
- d. Den unoterte infrastrukturporteføljen for fornybar energi kan investeres i fysiske infrastrukturanlegg for fornybar energi, egenkapital og rentebærende instrumenter utstedt av unoterte selskaper, fondskonstruksjoner og andre juridiske personer som har kjøp, utvikling og forvaltning eller finansiering av infrastruktur for fornybar energi som hovedvirksomhet. Investeringene kan foretas gjennom norske eller andre juridiske personer. Med infrastruktur for fornybar energi menes grunn, fast eiendom og anlegg på grunn eller sjø som i hovedsak benyttes til eller planlegges å bli benyttet til produksjon, overføring, distribusjon og lagring av energi basert på fornybare energikilder.
- e. Finansielle derivater og fondsandeler kun når disse henger naturlig sammen med investeringene i aksje-, obligasjons- og de unoterte porteføljene.
- f. Øvrige finansielle instrumenter kun når disse tilfaller investeringsporteføljen som følge av selskaphendelser.

(2) Banken kan ikke plassere investeringsporteføljen i:

- a. Verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt i norske kroner, fast eiendom eller infrastruktur lokalisert i Norge eller i eiendomsselskaper, infrastrukturselskaper, eiendomsfond, infrastrukturfond eller liknende konstruksjoner som har som primært formål å investere i Norge. Tilsvarende gjelder obligasjoner med fortrinnsrett med pantesikkerhet i Norge. Med norsk foretak menes foretak med hovedkontor i Norge.
- b. Verdipapirer som er utelukket fra investeringsporteføljen, jf. [§ 1-3](#) fjerde ledd og [retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU](#).
- c. Rentebærende instrumenter utstedt av stater eller statsrelaterte utstedere i de unntakstilfeller der departementet har avskåret slike investeringer på bakgrunn av at det er vedtatt særlig omfattende FN-sanksjoner, eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang rettet mot et bestemt land og Norge har sluttet opp om tiltakene.
- d. 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.

- e. Unotert infrastruktur slik som veier, jernbane, havner, flyplasser og annen grunnleggende infrastruktur som ikke utgjør infrastruktur for fornybar energi, jf. første ledd bokstav d.
- f. Aksjer, verdipapirer som kan sidestilles med slike aksjer eller depotbevis for slike aksjer, utstedt av selskaper med ICB-klassifisering «60101010 Oil: Crude Producers».
- g. Aksjer, verdipapirer som kan sidestilles med slike aksjer eller depotbevis for slike aksjer, utstedt av selskaper med ICB-klassifisering «60101015 Offshore Drilling and Other Services».

(3) Banken skal ha retningslinjer for utelukkelse og gjeninkludering av selskaper i fondets investeringsunivers og referanseindeks i henhold til [retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU](#), jf. § 4-4. Departementet fastsetter datoer for utelukkelse og gjeninkludering av verdipapirer i fondets referanseindeks.

(4) Aksjer mv. i selskaper som inngår i investeringsporteføljen og som reklassifiseres til ICB-klassifisering «60101010 Oil: Crude Producers», jf. § 2-1 annet ledd bokstav f, forblir en del av investeringsuniverset i tolv måneder etter reklassifiseringen.

(5) Aksjer mv. i selskaper som inngår i investeringsporteføljen og som reklassifiseres til ICB-klassifisering «60101015 Offshore Drilling and Other Services», jf. § 2-1 annet ledd bokstav g, forblir en del av investeringsuniverset i tolv måneder etter reklassifiseringen.

## § 2-2. Referanseindeks for obligasjonsporteføljen

(1) Referanseindeksen for obligasjonsporteføljen har faste vekter med månedlig tilbakevektning til følgende delindekser:

- a. Statsdel: 70 pst.
- b. Selskapsdel: 30 pst.

(2) Statsdelen av referanseindeksen for obligasjonsporteføljen består av:

- a. obligasjoner utstedt av stater hjemmehørende i land klassifisert som et utviklet marked og som inngår i Bloomberg Global Inflation-Linked (Series-L) Bond Index
- b. obligasjoner utstedt av stater hjemmehørende i land klassifisert som et utviklet marked og som inngår i delsegmentet statsobligasjoner («Treasury») av Bloomberg Global Aggregate Bond Index
- c. obligasjoner utstedt i valutaer tilhørende land klassifisert som et utviklet marked og som inngår i undergruppen internasjonale organisasjoner («Supranational») innenfor delsegmentet statsrelatert («Government Related») av Bloomberg Global Aggregate Bond Index.

Obligasjoner utstedt av stater hjemmehørende i land eller obligasjoner utstedt i valutaer som fra og med 31. januar 2023 inkluderes i statsdelen av referanseindeksen for obligasjonsporteføljen, skal tilordnes en markedskapitalisering og BNP-vekt på 0.

(3) Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner tilordnes land i statsdelen i henhold til valutaene som obligasjonene er utstedt i. Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner i euro tilordnes en egen landvekt, «Internasjonale organisasjoner (EUR)», som beskrevet i femte ledd

(4) Obligasjoner i statsdelen av referanseindeksen tilordnes en justeringsfaktor,  $F_i$ , basert på landtilhørighet  $i$  og i henhold til følgende formel:

$$F_i = \text{Min} \left( \frac{\text{BNPvekt}_i}{\text{Markedsvekt}_i}, 2 \right),$$

der  $\text{BNPvekt}_i$  og  $\text{Markedsvekt}_i$  betegner henholdsvis BNP-vekt og markedskapitaliseringsvekt for land  $i$ .

Justeringsfaktorene benyttes i revektingen av landvektene i statsdelen av referanseindeksen per starten av første handledag i desember hvert år og fastsettes for en periode på 12 måneder.

$\text{BNPvekt}_i$  beregnes basert på bruttonasjonalprodukt for land  $i$  som andel av samlet bruttonasjonalprodukt for alle land som inngår i statsdelen av referanseindeksen. I beregningen av BNP-vekter benyttes data for bruttonasjonalprodukt i løpende priser målt i amerikanske dollar publisert av det internasjonale pengefondet (IMF) i oktober hvert år. Bruttonasjonalprodukt for land  $i$  beregnes som et treårig vektet snitt i henhold til følgende formel:

$$\text{BNP}_i^T = \left(\frac{1}{2}\right) \times \text{BNP}_{i,IMF}^{T-1} + \left(\frac{1}{3}\right) \times \text{BNP}_{i,IMF}^{T-2} + \left(\frac{1}{6}\right) \times \text{BNP}_{i,IMF}^{T-3},$$

der  $BNP_i^T$  betegner vektet bruttonasjonalprodukt for land  $i$  for inneværende år  $T$ .

Særskilte bestemmelser gjelder for beregning av BNP-vekter for land  $i$  i eurosonen, som beskrevet i femte ledd. Samtlige BNP-vekter normaliseres slik at de summerer seg til 1.

Markedskapitaliseringsvekter, Markedsvekt <sub>$i$</sub> , beregnes per land  $i$  basert på markedsverdien av obligasjonene som inngår i statsdelen av referanseindeksen som andel av samlet markedskapitalisering av alle obligasjoner som inngår i statsdelen av referanseindeksen, ved starten av første handledag i november.

(5) Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner i euro tilordnes en egen BNP-vekt,  $BNPvekt_{int.org(EUR)}$ , i henhold til følgende formel:

$$BNPvekt_{int.org(EUR)} = \left( \frac{MV_{int.org(EUR)}}{MV_{EUR}} \right) \times BNPvekt_{Eurosonen},$$

der  $MV_{int.org(EUR)}$  og  $MV_{EUR}$  angir markedskapitaliseringen for henholdsvis internasjonale organisasjoner utstedt i euro og alle eurodenominerte verdipapirer som inngår i statsdelen.  $BNPvekt_{Eurosonen}$  angir samlet BNP-vekt for land  $i$  i eurosonen som inngår i statsdelen. Markedskapitaliseringen beregnes basert på markedsverdier ved starten av første handledag i november hvert år.

BNP-vekt for land  $i$  i eurosonen justeres for allokeringen til internasjonale organisasjoner i henhold til følgende formel:

$$Justert\ BNPvekt_i^{Eurosonen} = \left( 1 - \frac{MV_{int.org(EUR)}}{MV_{EUR}} \right) \times BNPvekt_i^{Eurosonen},$$

der  $BNPvekt_i^{Eurosonen}$  betegner opprinnelig BNP-vekt for land  $i$  i eurosonen.

(6) Per starten av første handledag i desember skal land  $i$  inngå i statsdelen av referanseindeksen med en vekt i henhold til følgende formel:

$$Indeksvekt_i = \frac{MV_i \times F_i}{\sum_i MV_i \times F_i}$$

der  $MV_i$  og  $F_i$  betegner henholdsvis markedskapitaliseringen til land  $i$  per starten av første handledag i desember og tilhørende justeringsfaktor, jf. § 2-2 fjerde og femte ledd. Indeksvekt <sub>$i$</sub>  skal utvikle seg i tråd med indeksavkastningen i land  $i$  i perioden mellom endringer i  $F_i$  og normaliseres slik at de summerer seg til 1.

(7) Innenfor statsdelen følger beregningen av markedskapitaliseringen metodikken til Bloomberg Global Aggregate Bond Index og Bloomberg Global Inflation Linked (Series-L) Bond Index.

(8) Dersom valutaer eller markeder går ut av statsdelen av referanseindeksen for obligasjonsporteføljen, skal departementet fastsette en utfasingsplan.

(9) Selskapsdelen av referanseindeksen for obligasjonsporteføljen består av alle obligasjoner utstedt av selskaper hjemmehørende i land klassifisert som et utviklet marked og som inngår i delmarkedet selskapsobligasjoner («Corporates») eller i undergruppen obligasjoner med fortrinnsrett («Covered») innenfor delmarkedet pantsikrede («Securitized») av Bloomberg Global Aggregate Bond Index. Delindeksen for selskapsobligasjoner er avgrenset til følgende tillatte valutaer: USD, CAD, EUR, GBP, SEK, DKK, CHF.

(10) Innenfor selskapsdelen følger vektingen av obligasjoner metodikken til Bloomberg Global Aggregate Bond Index.

(11) Landtilhørighet og klassifisering av markeder skal være i samsvar med Bloombergs indeksmetodikk. Utviklede markeder skal defineres som alle land ikke klassifisert som et fremvoksende marked i henhold til Bloomberg Indices Emerging Market Country List. For obligasjoner utstedt av selskaper hjemmehørende i «offshore entities» skal klassifiseringen av statsrelaterte utstedelser fra samme «offshore entity» gjelde.

(12) Obligasjoner utstedt i norske kroner eller klassifisert av Bloomberg med Norge som utstederland skal utelukkes fra referanseindeksen for obligasjonsporteføljen. Det samme gjelder obligasjoner omfattet av §2-1 annet ledd bokstav c og obligasjoner utstedt av selskaper som er utelukket etter bestemmelser i retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU. Når obligasjoner utelukkes fra referanseindeksen, skal øvrige obligasjoner innen samme delindeks vektet opp. Ved gjeninkludering etter ovennevnte retningslinjer, skal verdipapirene tas inn igjen i referanseindeksen, jf. § 2-1 tredje ledd.

#### **§ 2-4. Risikorammer**

(8) For statsdelen av obligasjonsporteføljen skal banken i risikostyringen vektlegge utsteders statsfinansielle styrke.