



NORGES BANK

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 26.11.2015
Deres ref.:
Vår ref.:

Rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

Norges Bank er i brev fra Finansdepartementet 26. mars 2015 bedt om å vurdere hvordan investeringer i eiendom og unotert infrastruktur kan forventes å påvirke forholdet mellom avkastning og risiko i Statens pensjonsfond utland (SPU), og hvordan slike investeringer bør reguleres i mandatet for forvaltningen av SPU. Banken bes spesielt om å vurdere om og hvordan en såkalt alternativkostnadsmodell kan benyttes i forvaltningen av SPU. Bankens vurderinger og råd om rammeverket for forvaltningen følger i dette brevet, mens bankens vurderinger av investeringer i eiendom og unotert infrastruktur er omhandlet i separate brev til departementet.

Vi beskriver innledningsvis hovedtrekkene ved dagens rammeverk og peker på enkelte utfordringer. Deretter drøfter vi hvordan rammeverket for forvaltningen av fondet kan utvikles.

Rammeverket for forvaltningen – dagens modell

Finansdepartementet har i mandatet for forvaltningen bestemt hvilke typer aktiva fondet skal kunne plasseres i og en langsiktig fordeling mellom disse. Fondet kan i dag investeres i børsnoterte aksjer, omsettelige obligasjoner og eiendom. Den langsiktige fordelingen mellom disse er 60, 35 og 5 prosent. Departementet har valgt å benytte referanseindekser fra FTSE og Barclays for å representere henholdsvis aksjer og obligasjoner, og fastsatt en regel for hvordan innslaget av aksjer i referanseindeksen skal vektet tilbake til det langsiktige målet. Referanseindeksen for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer representerer en strategi vi som forvalter i stor grad er forventet å følge. Bankens ramme for å avvike fra referanseindeksen er begrenset. Utviklingen i referanseindeksen dominerer derfor den



samlede risikoen i fondet.¹ Den tette koblingen til referanseindeksen innebærer at indeksleverandørenes valg direkte påvirker avkastnings- og risikoegenskapene i fondet. Vi velger derfor å omtale denne modellen som referanseindeksmodellen.

Bankens eiendomsforvaltning kan hverken gjennomføres eller evalueres med utgangspunkt i samme enkle modell. Det er ikke mulig å kjøpe en liten del av hver eiendom. Det finnes ikke en godt egnet referanseindeks for fondets eiendomsinvesteringer. En utfordring med dagens rammeverk er at risikoen eiendomsinvesteringene representerer, ikke fanges opp av en samlet ramme for markedsrisiko i fondet. Eiendomsinvesteringene inngår heller ikke i fondets valutakurv, men avkastningen måles i denne kurven. Forskjeller i valutasammensetningen mellom eiendomsporteføljen og valutakurven kan resultere i uheldige tilpasninger for fondet samlet sett. Tilnærmingen som er valgt, gjør det krevende å styre, kontrollere og rapportere samlet markeds- og valutarisiko i forvaltningen. Norges Bank mener dette er utfordringer som bør adresseres når departementet nå vurderer å øke eiendomsinvesteringene og å åpne for unoterte investeringer i infrastruktur.

Referanseindeksmodellen er ikke tilpasset unoterte investeringer. Tilnærmingen som i dag er valgt for å regulere eiendomsinvesteringene, gir utfordringer i forvaltningsoppdraget.

Rammeverket for forvaltningen – en alternativ modell

Hos fond som Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) i Canada, GIC i Singapore og New Zealand Superannuation Fund (NZ Super)² har eier gitt uttrykk for sin toleranse for svingninger i avkastningen gjennom en indeks bestående av globale børnoterte aksjer og obligasjoner. Hos CPPIB³ er prosentandelen for henholdsvis aksjer og obligasjoner 85/15, hos GIC 65/35 og hos NZ Super 80/20. Det er delegert til forvalter å bestemme hvilke typer aktiva porteføljen skal plasseres i og fordelingen mellom disse, så lenge samlet markedsrisiko i porteføljen ikke overstiger eiers uttrykte toleranse gitt ved risikoegenskapene til indeksen. Forskjellen i avkastningen mellom indeksen og porteføljen vil over tid belyse om forvalter har skapt verdier i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget. Slike avkastningsforskjeller kan oppstå som et resultat av mange forskjellige valg. Modellen som er i bruk hos disse fire fondene er varianter av den såkalte alternativkostnadsmodellen.

Denne typen investeringsmandater hviler på en erkjennelse av at det finnes gode investeringsstrategier og -muligheter som ikke enkelt kan representeres i en investerbar indeks. I en alternativkostnadsmodell vil alle investeringer måles opp mot hva som hadde vært en alternativ plassering av kapitalen. Alternativet til en investering i eiendom vil for eksempel være å investere noen av midlene i aksjer og resten av midlene i obligasjoner. I en

¹ Ang, Brandt og Denison: *Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global* (2014), side 37: «Over the entire sample, active returns accounted for 0.7 percent of the variance of fund returns. The variance contribution of active management is even smaller in the post crisis sample at 0.4 percent. It is clear from these results that the Fund returns are overwhelmingly dominated by benchmark returns, also an observation made by Ang, Goetzman and Schaefer (2009).»

² Strategien til NZ Super presenteres på nettsiden https://www.nzsuperfund.co.nz/sites/default/files/documents-sys/2015_Reference_Portfolio_white_paper.pdf

³ Aksjeandelen i CPPIBs referanseindeks var tidligere 65 prosent. Styret i CPPIB vedtok tidligere i år å gradvis øke denne til 85 prosent. For en nærmere beskrivelse av CPPIBs investeringsstrategi vises det til årsrapporten fra CPPIB som er tilgjengelig på www.cppib.com.



slik modell får indeksen en annen rolle enn i referanseindeksmodellen. Indeksen er ikke lenger en strategi forvalter er forventet å følge tett, men gjennom valget av aksjeandel et indirekte uttrykk for eiers toleranse for svingninger i avkastningen. Indeksen representerer i denne modellen en strategi forvalter er forventet å avvike fra dersom dette kan bidra til å bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko i porteføljen. En utvidelse av investeringsuniverset med nye aktivaklasser, for eksempel eiendom og infrastruktur, vil i en slik modell i utgangspunktet ikke resultere i noen endring i sammensetningen av indeksen.

Alternativkostnadsmodellen brukes av mange andre store fond og gir en helhetlig tilnærming til et forvaltningsoppdrag som inkluderer både noterte og unoterte investeringer.

Rammeverket for forvaltningen – bankens råd

Rammeverket for forvaltningen av SPU angir en arbeidsdeling mellom Finansdepartementet som eier og banken som forvalter av fondet. Banken legger til grunn at departementet fortsatt ønsker å fastsette hvilke aktivaklasser fondet skal kunne plasseres i, og gi rammer for hvor mye av fondet som kan plasseres i hver av aktivaklassene. Vi legger videre til grunn at departementet ønsker å videreføre en regel for tilbakevekting av aksjeandelen i referanseindeksen. Vi forutsetter også at avkastningen skal sammenlignes mot en referanseindeks fra ledende indekssleverandører, og måles i valutasammensetningen til referanseindeksen. Banken legger også i utgangspunktet til grunn at departementet fortsatt ønsker å regulere avvik fra referanseindeksen gjennom en ramme for relativ volatilitet.

Referanseindeksmodellen er ikke tilpasset fondets investeringer i unoterte aktiva. Bankens forslag til endringer søker å adressere utfordringene det representerer, og samtidig opprettholde hovedtrekkene i dagens arbeidsdeling mellom departementet og banken.

Norges Bank foreslår at mandatet ikke lenger bør angi et eget avkastningsmål eller indeks for unoterte investeringer. Avkastningen og risikoen for hele fondet bør i stedet måles mot en indeks satt sammen av offentlig tilgjengelige indekser for aksjer og obligasjoner. Fondets valutakurv vil som i dag være gitt ved valutasammensetning til referanseindeksen. Når referanseindeksen omfatter hele fondet, vil fondets eiendomsinvesteringer inkluderes i vurderingene av samlet valutarisiko. Vi foreslår videre at andelen av fondet som kan investeres i eiendom og infrastruktur angis som intervall og ikke som en fast allokering. Dette innebærer blant annet at slike investeringer ikke vil være omfattet av regler for tilbakevekting.

Vårt forslag til ny sammensetning av referanseindeksen innebærer at fondets eiendomsinvesteringer vil omfattes av rammen for relativ volatilitet. Avvikene mellom avkastningen på referanseindeksen og fondet på kort og mellomlang sikt kan derfor bli noe større enn hva som til nå har vært tilfellet. Etter hvert som innslaget av unoterte investeringer i fondet øker, vil det være naturlig å komme tilbake til spørsmålet om rammen for relativ volatilitet.

Den prosentvise langsiktige fordelingen mellom aksjer, obligasjoner og eiendom i fondet er i dag 60/35/5. Eiendomsinvesteringene påvirker samlet markedsrisiko i fondet. Når eiendom ikke lenger skal inngå i referanseindeksen, kan dette tas hensyn til ved å øke innslaget av



aksjer i referanseindeksen fondet måles mot. Norges Bank vil, hvis dette blir aktuelt, komme tilbake med forslag om hvordan tilpasningen til høyere aksjeandel i referanseindeksen kan gjennomføres.

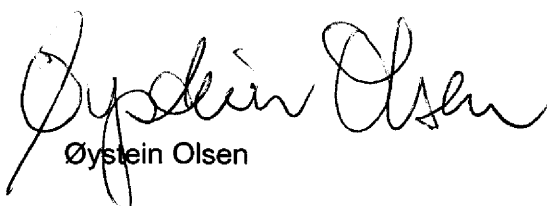
Forslaget til endringer adresserer utfordringene investeringer i unoterte aktiva representerer for rammeverket for forvaltningen, samtidig som det viderefører hovedtrekkene i nåværende arbeidsdeling mellom departementet og banken. Endringene vi foreslår vil synliggjøre avveiningen mellom avkastning og risiko ved investeringer i unoterte aktiva, og gi bedre muligheter for å styre samlet risiko i fondet. Det vil fortsatt være eier som fastsetter toleransen for svingninger i avkastningen og referanseindeksen som benyttes som utgangspunkt for måling av avkastning og risiko. Referanseindeksen vil ikke alene angi fondets investeringsstrategi, men fungere som en ramme for samlet markeds- og valutarisiko i fondet.

Norges Bank er operasjonelt i stand til å håndtere en overgang til et mer helhetlig rammeverk i tråd med dette forslaget. Våre systemer kan med små justeringer dekke nye krav til avkastningsmåling, risikostyring og rapportering. Banken vil etterstrebe størst mulig grad av åpenhet om avkastning og risiko i forvaltningen. Vi vil i rapporteringen sammenligne avkastningen på unoterte investeringer med et bredt sett av alternativer.

Rammeverket vil, gitt disse endringene, være utformet på en måte som legger til rette for en videre utvikling av investeringsstrategien. Vi vil fremover arbeide videre med spørsmålet om et absolutt risikomål. Et slikt mål vil være et bedre styringsverktøy dersom eier primært ønsker å styre samlet markedsrisiko i forvaltningen og i mindre grad påvirke valg av enkeltinvesteringer. Vi vil også arbeide videre med spørsmålet om valutakurven bør fastsettes på et annet grunnlag enn det som følger av dagens referanseindeks. Et tredje spørsmål er om innslaget av markedsrisiko i fondet bør øke fra dagens nivå. Departementet har varslet at de tar sikte på å utrede dette spørsmålet i 2016, og at banken vil bli bedt om å gi råd.

Rammeverket for bankens forvaltning bør justeres for sikre en helhetlig tilnærming til forvaltningsoppdraget. Investeringer i unoterte aktiva bør hverken tilordnes en fast allokering eller en egen indeks. Avkastning på fondet bør måles i referanseindeksens valutakurv, og risikoen bør beregnes for fondet samlet.

Med hilsen


Øystein Olsen


Yngve Slyngstad