



NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 10.10.2016
Deres ref.:
Vår ref.:

Endringer i mandatet for Statens pensjonsfond utland – ny regulering av eiendomsinvesteringer

Bakgrunn

Finansdepartementet la i Meld. St. 23 (2015-2016) opp til å endre reguleringen av eiendomsinvesteringene i Statens pensjonsfond utland (SPU). I tråd med Norges Banks anbefalinger i brev 26. november 2015 vil fondets eiendomsinvesteringer ikke lenger inngå i referanseindeksen for SPU, og alle eiendomsinvesteringene i fondet vil inkluderes i rammen for forventet relativ volatilitet. I tillegg la departementet opp til å sette en øvre ramme for andelen unoterte eiendomsinvesteringer på 7 prosent av fondet. Den nye reguleringen innebærer at omfanget og innretningen av eiendomsinvesteringene vil avgjøres av Norges Bank. Stortinget sluttet seg til Finansdepartementets forslag til ny regulering i Innst. 326 S. (2015-2016).

Departementet skriver i meldingen at de i samråd med Norges Bank vil arbeide videre med implementeringen av den nye reguleringen av eiendom i mandatet for SPU. I brev 24. juni 2016 ber departementet om bankens innspill på tre sentrale forhold – sammensetning av referanseindeksen, beregning av relativ risiko i forvaltningen og justeringer av mandatet. Bankens innspill følger i dette brevet.

Vi har tatt utgangspunkt i forslaget i bankens brev 26. november om et helhetlig rammeverk som viderefører hovedtrekkene i arbeidsdelingen mellom departementet og banken. Bankens forslag fra 26. november innebærer at referanseindeksen ikke alene vil angi investeringsstrategien, men fungerer som en ramme for samlet markeds- og valutarisiko i fondet.



Sammensetning av referanseindeksen

Investeringer i eiendom inngår i dag i referanseindeksen for fondet. Eiendomsinvesteringene påvirker samlet markedsrisiko i dagens referanseindeks. Departementet ber i brevet 24. juni banken gi råd om hvilken aksjeandel i den nye referanseindeksen som er forenlig med at markedsrisikoen i SPU holdes om lag uendret i forhold til dagens mandat. Diskusjonen nedenfor tar utgangspunkt i en global, unotert eiendomsportefølje med verdi tilsvarende 5 prosent av fondsverdien.

Markedsrisikoen ved unoterte eiendomsinvesteringer kan måles ved å se på i hvilken grad avkastningen til investeringene svinger i takt med aksjemarkedet. Avkastningen til en global portefølje av unoterte eiendomsinvesteringer kan ikke observeres løpende i markedet. Markedsrisikoen til slike investeringer må derfor beregnes med utgangspunkt i mest mulig representative tidsserier. Det er flere mulige tilnærminger. Et hovedskille går mellom tidsserier basert på estimerte markedsverdier for unoterte eiendomsinvesteringer og tidsserier for aksjer i børsnoterte eiendomsfond.

MSCI/International Property Databank (IPD) lager globale indekser for unoterte eiendomsinvesteringer. IPD-indeksene baserer seg på innrapporterte verdivurderinger. Flere studier har vist at verdivurderingen for en enkeltperiode avhenger av vurderingen i tidligere perioder og at dette kan bidra til at tidsserien svinger mindre enn faktiske eiendomspriser. Ved å justere for dette vil svingningene i tidsserien normalt øke og nærme seg «markedsprising». Det finnes ulike metoder for hvordan en slik justering bør gjennomføres, og anslaget på markedsrisiko vil variere med valg av metode. Vi har i våre beregninger brukt samme justeringsmetode som Ang, Brandt og Denison benyttet i sin rapport til departementet i 2014.¹

En annen tilnærming er å benytte investeringer i børsnoterte eiendomsfond (REITs) til å representere verdiutviklingen for unoterte eiendomsinvesteringer. Eiendommene som inngår i disse fondene, vil normalt være belånte. Andelen eiendom i SPU skal i henhold til mandatet for forvaltningen beregnes med utgangspunkt i netto markedsverdi, det vil si bruttoverdien av eiendommene justert for eventuelt belåning. Vi må derfor justere tidsseriene for aksjer i børsnoterte eiendomsfond for effekten av belåning for å få en representativ tidsserie. Justeringen tar ikke hensyn til at kredittpåslaget låntaker må betale har en tendens til å øke i perioder med uro i finansmarkedene. Økningen i kredittpåslag kan være en mulig forklaring på hvorfor anslaget på markedsrisiko er høyere for perioden som inkluderer finanskrisen i 2008.

Beregningene av markedsrisiko er, som vist i tabell 1 i vedlegg 1, sensitive for både datagrunnlag, beregningsperiode og frekvens, og anslaget for markedsrisiko for unoterte eiendomsinvesteringer varierer fra 0,2 til 0,8. Det finnes derfor ikke ett riktig svar på spørsmålet om hvordan investeringer i unotert eiendom påvirker samlet markedsrisiko i

¹ Ang, A, M. Brandt and D. Denison (2014): 'Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global', <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/aang/papers/AngBrandtDenison.pdf>.

referanseindeksen. Beslutningen om justering av aksjeandelen i referanseindeksen må derfor til en viss grad baseres på skjønn. Basert på gjennomgangen ovenfor mener banken det vil være rimelig å legge til grunn at en global, diversifisert portefølje av unoterte eiendomsinvesteringer over tid vil ha en markedsrisiko på om lag 0,5. Dette innebærer avkastningen på unoterte eiendomsinvesteringer forventes å svinge i samme retning som, men ikke like mye som avkastningen i det brede aksjemarkedet.

Den nye reguleringen av eiendomsinvesteringene i SPU har likhetstrekk med rammeverk som brukes av sammenlignbare fond. Bankens jevnlig dialog med flere av disse. Bankens vurdering av markedsrisiko ved unoterte eiendomsinvesteringer stemmer godt overens med tilnærmingen sammenlignbare fond har valgt. Anslaget på 0,5 er også på linje med funn i akademiske studier av samvariasjonen mellom avkastningen på unoterte eiendomsinvesteringer og avkastning på aksjer.² Hvis markedsrisikoen i SPU skal holdes om lag uendret i forhold til dagens mandat og vi antar en markedsrisiko på om lag 0,5, tilsier dette at aksjeandelen i referanseindeksen bør økes med om lag 2,5 prosentpoeng.

Aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen beveger seg rundt det strategiske målet innenfor et intervall på +/- 4 prosentpoeng. Dersom departementet bestemmer seg for å endre aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen, må det vurderes hvordan aksjeandelen i faktisk referanseindeks skal tilpasses. Banken legger til grunn at vi vil kunne komme tilbake til spørsmålet om hvordan en slik tilpasning skal gjennomføres.

Banken mener at en strategisk aksjeandel på 62,5 prosent vil bidra til at markedsrisikoen i en referanseindeks satt sammen av bare aksjer og obligasjoner vil være om lag på samme nivå som i nåværende mandat for forvaltningen av SPU, gitt en global, unotert eiendomsportefølje med verdi tilsvarende 5 prosent av fondsverdien.

Beregning av forventet relativ risiko i forvaltningen

Banken la i brev 26. november 2015 til grunn at departementet fortsatt ønsket å regulere avvik fra referanseindeksen gjennom en ramme for forventet relativ volatilitet. Departementet bekrefter dette i Meld. St. 23 (2015-2016) hvor det legges opp til å videreføre forventet relativ volatilitet som den sentrale risikorammen, blant annet fordi departementet finner det hensiktsmessig å bruke et mål for risiko som en har lang operasjonell erfaring med.

Fondets eiendomsinvesteringer skal i det justerte rammeverket inngå i beregningen av forventet relativ volatilitet. For å kunne gjøre dette, er det nødvendig å beregne en representativ tidsserie for fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Vi har vurdert tre ulike metoder.

Den første metoden bruker data fra IPD for unoterte eiendomsinvesteringer, justert for autokorrelasjon. Avkastningsseriene fra IPD kan brytes ned på land og sektorer som fondet investeres i. Den største utfordringen ved å bruke IPD-data for beregningen av relativ

² Se blant annet Ang, Brandt og Denison (2014) Appendix C, equation (A.3).



volatilitet er at tidsseriene bare oppdateres kvartalsvis eller årlig. Relativ volatilitet for aksjer og obligasjoner beregnes i dag på ukentlige tall, likevektet, over en 3 års periode. Selv en utvidelse av estimeringsperioden til for eksempel 10 år, vil gi relativt få observasjoner hvis beregningene må gjøres på kvartalsvise eller årlige tall.

Den andre metoden benytter data for aksjer i børsnoterte eiendomsfond (REITs) justert for belåning. Den største fordelen ved å bruke REITs fremfor IPD-data er at det finnes observerbare daglige priser. For å kunne representere fondets unoterte eiendomsinvesteringer på en god måte må vi velge ut enkeltfond i markedene som fondet er investert i. Gjeldsgraden må videre justeres til samme nivå som «tilsvarende» investering i fondet. Utvelgelsen og justeringer for å ta hensyn til forskjeller i risikoprofil må til en viss grad måtte basere seg på kriterier det vil være vanskelige å etterprøve for fagmiljøer utenfor banken.

Den tredje metoden tar utgangspunkt i en ekstern risikomodell utviklet av MSCI. MSCI har på oppdrag fra banken beregnet en avkastningsserie på en unotert eiendomsportefølje som ligner på SPUs portefølje av unoterte eiendomsinvesteringer. En ekstern risikomodell gir banken mindre innsikt og kontroll over hvilke parametere som påvirker avkastningsseriene, men har fordelen med å være beregnet av en uavhengig part.

I tabell 2 og 3 i vedlegget har vi sammenlignet de tre metodene. Tabellen viser den isolerte effekten de unoterte eiendomsinvesteringene har på forventet relativ volatilitet. Vi har lagt til grunn at aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen er henholdsvis 62,5 og 60 prosent, og at investeringene i unotert eiendom ikke endrer valutasammensetningen i fondet. Vi finner at forventet relativ volatilitet er lavest dersom vi benytter metoden med data for aksjer i børsnoterte eiendomsfond, høyest om vi bruker metoden med data fra IPD og sted midt mellom disse to om vi bruker MSCIs risikomodell. Vi ser at andelen aksjer og obligasjoner i porteføljen varierer med nivået på eiendomsinvesteringene, aksjeandel i referanseindeksen og metoden for beregning av forventet relativ volatilitet.

Forventet relativ volatilitet i SPU beregnes i dag på basis av ukentlige observasjoner over en tre års periode. I valget av estimeringsperiode og frekvens må vi veie hensynet til at en kort tidsserie ofte inneholder begrenset informasjon om potensielle markedsbevegelser, opp mot behovet for å korrigere lengre tidsserier for eventuelle mangler i dataseriene. Vi foreslår å videreføre ukentlige observasjoner over tre år. Dette utelukker bruk av IPD-tall, siden disse i beste fall bare vil være tilgjengelige på kvartalsbasis. Bankene mener videre det kan være hensiktsmessig å velge en metode for beregning av forventet relativ volatilitet som er mulig å etterprøve for fagmiljøer utenfor banken. Dette taler for å ta i bruk MSCIs risikomodell. Hovedstyret vil fastsette metoden for beregning av forventet relativ volatilitet innen utgangen av 2016, og vil i tråd med mandatet legge denne frem for departementet til godkjenning.

Metoden for beregning av forventet relativ volatilitet av fondets unoterte eiendomsinvesteringer bør være etterprøvbare for fagmiljøer utenfor banken. Bankene tar på dette grunnlag sikte på å ta i bruk MSCIs risikomodell (MSCI Barra PRE2) for dette formålet.

Justeringer av mandatet som følge av ny regulering av eiendomsinvesteringer

Da departementet i Meld. St. 16 (2007-2008) åpnet for at en del av fondet kunne investeres i eiendom, ble det blant annet lagt vekt på at investeringer i eiendom kunne bidra til en bedre risikospredning i fondet. Banken har i tråd med dette bygget opp en eiendomsportefølje for å bedre risikospredningen i fondet. Det er bankens vurdering at dette fortsatt bør være formålet med å investere deler av fondet i eiendom. Departementet har bedt banken å gi råd om hvilke bestemmelser i mandatet for SPU som bør endres som følge av den nye reguleringen av eiendom. Bankens råd fremgår av vedlegg til dette brevet. De viktigste endringene som må gjøres nå oppsummeres nedenfor.

Den strategiske- og faktiske referanseindeksen vil i det justerte rammeverket bestå av to aktivaklasser – aksjer og obligasjoner. § 1-5 *Strategisk referanseindeks* og § 1-6 *Faktisk referanseindeks* må derfor justeres.

Kjøp og salg av eiendom vil fremover finansieres med salg og kjøp av både aksjer og obligasjoner. Den beste måten å gjennomføre disse transaksjonene på, er å la hvilke verdipapirer som selges variere med typen av eiendom. Disse salgene vil kunne gjennomføres på en måte som eliminerer valutarisikoen og begrenser markedsrisikoen. Med en slik tilpasset finansieringsløsning vil for eksempel kjøp av eiendom i Storbritannia kunne finansieres med salg av en kombinasjon av britiske aksjer og britiske obligasjoner. Endringer i markedsforholdene vil kunne innebære at det er behov for å justere finansieringen underveis. En slik tilpasset finansieringsløsning er den løsningen som best ivaretar hensynet til samlet avkastning og risiko i fondet, og ligger bak bankens forslag om et helhetlig rammeverk i brev 26. november 2015. En tilpasset finansieringsløsning vil også være robust for endringer i sammensetningen av den faktiske referanseindeksen.

Gitt valget av en tilpasset finansiering, er det behov for å endre enkelte av bestemmelsene i mandatet for å fortsatt kunne styre, måle og rapportere om resultater i forvaltningen på en relevant og konsistent måte. I vårt forslag til justert mandat fremgår dette blant annet av § 3-1 *Investeringsunivers* og § 3-5 *Rammer for forvaltningen* hvor vi foreslår at disse rammene fremover bør fastsettes for investeringsporteføljen som helhet og ikke for delporteføljene av aksjer, obligasjoner og eiendom.

Banken foreslår at departementet i § 3-5 fastsetter rammer for hvor stor andel av investeringsporteføljen som kan investeres i henholdsvis aksjer, obligasjoner og unotert eiendom. Rammene som legger føringer for bankens aktive risikotaking videreføres som i dag. Videre foreslår vi at rammen for investeringer i såkalte høyrisikoobligasjoner angis i forhold til størrelsen på fondet samlet sett og ikke som andel av obligasjonsinvesteringene fordi nivået på og sammensetningen av obligasjonsinvesteringene vil avhenge av eiendomsinvesteringene.

§ 3-6 *Rammer fastsatt av banken* omhandler i dag rammer som skal fastsettes av Norges Bank. Vi foreslår at det presiseres i mandatet at dette er rammer som skal fastsettes av Hovedstyret. Presiseringen innebærer at hovedstyret ikke kan delegere ansvaret for

fastsettelsen av disse rammene. Den største og viktigste endringen i § 3-6 i dagens mandat er forslaget om at hovedstyret skal etablere referanseporteføljer for ulike deler av investeringsporteføljen. Disse endringene er nødvendige for å legge til rette for en tilpasset finansieringsløsning for eiendomsinvesteringene.

Sammensetningen av referanseporteføljene for aksjer og obligasjoner vil avhenge av både nivået på og sammensetningen av fondets eiendomsinvesteringer. Referanseporteføljene vil fungere som et utgangspunkt for den operative forvaltningen av fondet, gjøre det mulig for hovedstyret å fastsette rammer for risikotakning for ulike deler av investeringsporteføljen, og danne grunnlaget for en relevant og konsistent rapportering av resultater i ulike deler av forvaltningen. I dag benyttes delindeksene for aksjer og obligasjoner fastsatt i mandatet for forvaltningen til disse formålene. For at referanseporteføljene skal være objektive mål for ulike deler av forvaltningen, må de være etterprøvbare. Norges Bank har over flere år utviklet gode systemløsninger for å etablere, spore og dokumentere sammensetningen av såkalte operative referanseporteføljer. Disse systemene er godt egnet for arbeidet med å etablere referanseporteføljer for forvaltningen.

Banken har i dag mulighet til å eie mer enn 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i selskap som inngår i eiendomsporteføljen, uavhengig av om selskapet er børsnotert eller ikke. Bankens forslag til nytt mandat innebærer en videreføring av denne muligheten. Alle bankens unoterte eiendomsinvesteringer er organisert som aksjeselskap. Banken må kunne eie mer enn 10 prosent av aksjene i disse selskapene. Ved å kunne investere i både unotert og børsnotert eiendom, får vi tilgang til et bredere sett av investeringsmuligheter, noe som potensielt kan bedre diversifiseringen i fondet. Muligheten til å kunne eie mer enn 10 prosent av aksjene i børsnoterte eiendom gir banken rom for å kunne vurdere ulike typer samarbeid med andre aktører. Omfanget av investeringer i børsnoterte eiendomsselskap vil være begrenset og innenfor rammer fastsatt av hovedstyret.

Metoden for beregning av forventet relativ volatilitet skal i henhold til § 4-3 *Måling og styring av markedsrisiko* i gjeldende mandat fastsettes av banken og godkjennes av departementet. Banken foreslår at metoden for beregning av forventet relativ volatilitet fremover bør fastsettes av hovedstyret, og legges frem for departementet senest fire uker før ikrafttredelse. Bestemmelsen foreslås i tråd med dette flyttet til nye § 3-2 *Rammer fastsatt av hovedstyret*.

Endringen i sammensetningen av referanseindeksen og beslutningen om å delegere ansvaret for omfang og sammensetning av eiendomsinvesteringene til Norges Bank, innebærer at ordlyden i § 6-2 *Offentlig rapportering* må justeres. De foreslåtte endringene i rapporteringskravene påvirker ikke formålet med den offentlige rapporteringen. Bankens løpende rapportering skal bidra til størst mulig åpenhet om forvaltningen. Den offentlige rapporteringen skal gi en rettvise og utfyllende oversikt over hvordan banken løser forvaltningsoppdraget. Det er vårt mål at det norske folk og andre interessenter skal finne all den informasjon de ønsker om fondet og fondets investeringer, med mindre informasjonen som etterspørres er markeds sensitiv eller ikke kan deles på grunn av avtaler vi har inngått.

Den offentlige rapporteringen om avkastning og risiko i eiendomsporteføljen ble i 2016 utvidet med en egen eiendomsrapport. I denne rapporten forsøker vi å gi et bredest mulig bilde av hvilke forhold det er som driver avkastningen på våre unoterte eiendomsinvesteringer og typer av risiko de unoterte eiendomsinvesteringene er eksponert for. Vi vil videreutvikle denne rapporten for å sikre en størst mulig åpenhet om forvaltningen av unoterte eiendomsinvesteringer. Avkastningen på de unoterte eiendomsinvesteringene vil i fremtidige rapporter bli sammenlignet med avkastningen på et bredt sett av alternativer, som for eksempel IPD, en indeks av REITs, referanseindeksen for SPU, og «fundingen», jf. § 6-3 e i bankens forslag til justert mandat.

Endringene som nå foreslås er i tråd med prinsippet om at mandatet for forvaltningen skal være overordnet og rammestyrte. Den nye regulering av eiendom i SPU viser imidlertid at det er behov for en samlet gjennomgang av mandatet. Vi vil kunne komme tilbake til dette i forbindelse med bankens innspill til den varslende gjennomgangen av forvaltningen.

Mandatet for forvaltningen av SPU skal sikre en helhetlig tilnærming til forvaltningsoppdraget. Bankens forslag til hvordan dette bør gjøres fremgår av vedlegg.

Med hilsen

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

Vedlegg

1. Beregninger
2. Bankens forslag til justert mandat
3. Sammenstilling av justert og nåværende mandat

Vedlegg 1: Beregninger

Tabell 1: Estimert markedsrisiko i unoterte eiendomsinvesteringer

Periode	Frekvens	Justering	Enfaktormodell		Tofaktormodell				
			Aksjer		Aksjer		Obligasjoner		
			Koeffisient	Standardfeil	Koeffisient	Standardfeil	Koeffisient	Standardfeil	
Unotert eiendom	Kv1 1999 - Kv2 2015	Kvartalsvis	Justert for autokorrelasjon	0.51	0.54	0.47	0.26	0.53	0.26
		<i>Ingen justering</i>	0.13	0.04					
	Kv1 2005 - Kv2 2015	Kvartalsvis	Justert for autokorrelasjon	0.54	0.47	0.61	0.69	0.39	0.69
		<i>Ingen justering</i>	0.19	0.05					
1995 - 2014	Årlig	Justert for autokorrelasjon	0.16	0.11	0.18	0.07	0.82	0.07	
		<i>Ingen justering</i>	0.12	0.08					
Notert eiendom	Jan 1994 - Jul 2016	Månedlig	Justert for belåning	0.80	0.04	0.76	0.05	0.24	0.05
		<i>Ingen justering</i>	1.06	0.05					
	Jan 2010 - Jul 2016	Månedlig	Justert for belåning	0.70	0.04	0.61	0.05	0.39	0.05
			<i>Ingen justering</i>	0.95	0.06				
	Jan 1994 - Jul 2016	Månedlig	<i>Ingen justering</i>	0.74	0.06	0.65	0.10	0.35	0.10
			Jan 2010 - Jul 2016	<i>Ingen justering</i>	0.77				

Tabell 2: Forventet relativ volatilitet gitt ulike antagelse om nivå på eiendomsinvesteringene, med aksjeandel i strategisk referanseindeks på 62,5 prosent. Gult= laveste TE

Vekten til unotert eiendom i porteføljen = 2.3%					
Aksjevekt i porteføljen	Obligasjonsvekt i porteføljen	REITs		MSCI- PRE2	IPD
		3år ukentlig	10år kvartalsvis	3år ukentlig	10år kvartalsvis
58.5 %	39.2 %	33	42	38	52
59.0 %	38.7 %	28	35	33	45
59.5 %	38.2 %	22	28	28	38
60.0 %	37.7 %	18	23	23	33
60.5 %	37.2 %	15	21	19	30
61.0 %	36.7 %	13	21	17	29
61.5 %	36.2 %	15	25	16	31
62.0 %	35.7 %	18	31	18	36
62.5 %	35.2 %	23	38	21	42
63.0 %	34.7 %	28	45	26	49
63.5 %	34.2 %	34	53	31	57
64.0 %	33.7 %	39	61	36	65
64.5 %	33.2 %	45	69	42	73
65.0 %	32.7 %	51	78	47	82

Vekten til unotert eiendom i porteføljen = 5%					
Aksjevekt i porteføljen	Obligasjonsvekt i porteføljen	REITs		MSCI- PRE2	IPD
		3år ukentlig	10år kvartalsvis	3år ukentlig	10år kvartalsvis
57.0 %	38.0 %	39	51	51	72
57.5 %	37.5 %	36	47	46	68
58.0 %	37.0 %	32	45	43	65
58.5 %	36.5 %	30	44	39	63
59.0 %	36.0 %	29	44	37	62
59.5 %	35.5 %	29	47	35	63
60.0 %	35.0 %	30	51	34	65
60.5 %	34.5 %	33	55	35	68
61.0 %	34.0 %	36	61	36	73
61.5 %	33.5 %	40	67	39	78
62.0 %	33.0 %	44	74	42	84
62.5 %	32.5 %	49	81	46	90
63.0 %	32.0 %	54	88	50	97
63.5 %	31.5 %	59	96	54	104

Vekten til unotert eiendom i porteføljen = 7%					
Aksjevekt i porteføljen	Obligasjonsvekt i porteføljen	REITs		MSCI- PRE2	IPD
		3år ukentlig	10år kvartalsvis	3år ukentlig	10år kvartalsvis
55.5 %	37.5 %	50	66	65	95
56.0 %	37.0 %	46	63	61	92
56.5 %	36.5 %	44	62	57	89
57.0 %	36.0 %	42	61	54	88
57.5 %	35.5 %	40	62	52	87
58.0 %	35.0 %	40	64	50	87
58.5 %	34.5 %	41	67	49	89
59.0 %	34.0 %	42	71	48	91
59.5 %	33.5 %	44	75	48	94
60.0 %	33.0 %	47	81	50	98
60.5 %	32.5 %	51	87	51	103
61.0 %	32.0 %	55	93	54	108
61.5 %	31.5 %	59	100	57	113
62.0 %	31.0 %	64	106	60	119

Tabell 3: Forventet relativ volatilitet gitt ulike antagelse om nivå på eiendomsinvesteringene, med aksjeandel i strategisk referanseindeks på 60 prosent. Gult = Laveste TE

Vekten til unotert eiendom i porteføljen = 2.3%

Aksjevekt i porteføljen	Obligasjonsvekt i porteføljen	REITs		MSCI- PRE2	IPD
		3år ukentlig	10år kvartalsvis	3år ukentlig	10år kvartalsvis
56.0 %	41.7 %	34	43	39	53
56.5 %	41.2 %	28	36	34	46
57.0 %	40.7 %	23	29	28	39
57.5 %	40.2 %	18	24	24	34
58.0 %	39.7 %	15	21	20	30
58.5 %	39.2 %	13	21	17	29
59.0 %	38.7 %	15	25	16	31
59.5 %	38.2 %	18	30	18	35
60.0 %	37.7 %	22	37	21	41
60.5 %	37.2 %	28	45	25	48
61.0 %	36.7 %	33	52	30	56
61.5 %	36.2 %	39	60	35	64
62.0 %	35.7 %	44	69	41	72
62.5 %	35.2 %	50	77	47	81

Vekten til unotert eiendom i porteføljen = 5%

Aksjevekt i porteføljen	Obligasjonsvekt i porteføljen	REITs		MSCI- PRE2	IPD
		3år ukentlig	10år kvartalsvis	3år ukentlig	10år kvartalsvis
54.5 %	40.5 %	41	52	52	73
55.0 %	40.0 %	36	48	47	69
55.5 %	39.5 %	33	45	43	65
56.0 %	39.0 %	30	44	40	63
56.5 %	38.5 %	29	44	37	62
57.0 %	38.0 %	29	46	35	63
57.5 %	37.5 %	30	49	34	64
58.0 %	37.0 %	32	54	35	67
58.5 %	36.5 %	35	60	36	71
59.0 %	36.0 %	39	66	38	76
59.5 %	35.5 %	43	72	41	82
60.0 %	35.0 %	48	79	45	88
60.5 %	34.5 %	53	87	49	95
61.0 %	34.0 %	58	94	53	102

Vekten til unotert eiendom i porteføljen = 7%

Aksjevekt i porteføljen	Obligasjonsvekt i porteføljen	REITs		MSCI- PRE2	IPD
		3år ukentlig	10år kvartalsvis	3år ukentlig	10år kvartalsvis
53.0 %	40.0 %	51	67	66	96
53.5 %	39.5 %	48	64	62	93
54.0 %	39.0 %	45	62	59	90
54.5 %	38.5 %	42	61	55	88
55.0 %	38.0 %	41	62	53	87
55.5 %	37.5 %	40	63	51	87
56.0 %	37.0 %	40	66	49	88
56.5 %	36.5 %	42	69	48	90
57.0 %	36.0 %	44	74	48	93
57.5 %	35.5 %	46	79	49	97
58.0 %	35.0 %	50	84	51	101
58.5 %	34.5 %	53	91	53	106
59.0 %	34.0 %	58	97	55	111
59.5 %	33.5 %	62	104	59	117

Vedlegg 2: Utkast til Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

Kapittel 1. Alminnelige bestemmelser

§ 1-1. Norges Banks forvaltningsoppdrag

Departementet plasserer Statens pensjonsfond utland (SPU) som et kroneinnskudd i Norges Bank (banken) i henhold til lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd. Banken skal forvalte innskuddet etter bestemmelsene i dette mandatet og bestemmelser gitt i medhold av § 8-1 og § 8-2 tredje ledd.

§ 1-2. Plassering av kapitalen

(1) Departementets kroneinnskudd skal være plassert på særskilt konto i banken. Banken skal i eget navn videreplassere kroneinnskuddet i en portefølje av finansielle instrumenter, fast eiendom, kontantinnskudd og andre eiendeler og finansielle forpliktelser som banken forvalter i henhold til dette mandatet (investeringsporteføljen), jf. kapittel 3.

(2) Verdien av kronekontoen skal svare til netto bokført verdi av investeringsporteføljen. Investeringsporteføljens regnskapsmessige avkastning fratrukket bankens forvaltningskostnader og justert i henhold til de til enhver tid gjeldende regnskapsbestemmelser for banken, tillegges kronekontoen.

(3) Banken skal foreta investeringsbeslutninger og utøve eierrettigheter uavhengig av departementet.

§ 1-3. Mål for forvaltningen

(1) Banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i investeringsporteføljens valutakurv innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen. Investeringsporteføljens valutakurv er definert i § 4-1 andre ledd.

(2) Banken skal integrere arbeidet med en ansvarlig forvaltningsvirksomhet i forvaltningen av SPU, jf. kapittel 2. God avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnmessig forstand, samt av velfungerende, legitime og effektive markeder.

§ 1-4. Bankens rådgivningsplikt og uttalellesrett

(1) Banken skal gi departementet råd om investeringsstrategien for investeringsporteføljen. Råd kan gis av eget tiltak eller etter anmodning fra departementet.

(2) Banken skal gi departementet råd om behov for endringer i mandatet. Råd kan gis av eget tiltak eller etter anmodning fra departementet.

(3) Banken 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.

§ 1-5. Strategisk referanseindeks

(1) Den strategiske referanseindeksen for investeringsporteføljen er sammensatt av aksjer og obligasjoner. Delindeksene for aksjer og obligasjoner er nærmere spesifisert i vedlegg til mandatet.

(2) Aksjer utgjør 62,5 pst. av den strategiske referanseindeksen. Obligasjoner utgjør 37,5 pst. av den strategiske referanseindeksen.

§ 1-6. Faktisk referanseindeks

(1) Andelene aksjer og obligasjoner i den faktiske referanseindeksen følger av avkastningen på delindeksene for aksjer og obligasjoner. Andelene beregnes daglig.

(2) Verdien av den faktiske referanseindeksen skal svare til den totale markedsværdien av investeringsporteføljen ved hver månedsslutt.

(3) Overføringer til og fra kronekontoen, jf. § 1-2 første ledd, skjer normalt siste handledag i hver måned. Departementet fastsetter overføringsbeløpet i norske kroner innen fjerde siste handledag i måneden. Overføringer påvirker ikke forholdet mellom aksjer og obligasjoner i den faktiske referanseindeksen. Banken orienterer departementet andre handledag i påfølgende måned om sammensetningen av ny faktisk referanseindeks.

(4) Dersom aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen siste handledag i måneden avviker med mer enn fire prosentpoeng fra vekten i den strategiske referanseindeksen, skal rebalansering igangsettes siste handledag i påfølgende måned. Departementet fastsetter nærmere bestemmelser om rebalansering av faktisk referanseindeks.

(5) Banken skal orientere departementet umiddelbart dersom betingelsen for rebalansering i tredje ledd er oppfylt, og senere om gjennomføringen av rebalanseringen.

§ 1-7. Strategisk plan for bankens forvaltning av investeringsporteføljen

(1) Hovedstyret skal ha en strategisk plan for hvordan forvaltningsoppdraget skal løses. Planen skal oppdateres regelmessig og ved vesentlige endringer i forvaltningen.

(2) Hovedstyret skal regelmessig evaluere i hvilken utstrekning målene i den strategiske planen er nådd.

§ 1-8. Eksterne forvaltere og tjenesteytere (utkontraktering)

(1) Banken kan benytte eksterne forvaltere og utkontraktere operasjonelle funksjoner, jf. forskrift 17. desember 2009 nr. 1630 om risikostyring og internkontroll i Norges Bank § 5.

(2) Banken skal ha retningslinjer for når utkontraktering kan finne sted.

(3) Godtgjøringsstrukturen i avtaler med eksterne forvaltere skal være utformet slik at den ivaretar SPUs økonomiske interesser, herunder tar hensyn til tidshorisonten for de aktuelle investeringsstrategiene. De enkelte avtalene med forvaltere om avkastningsavhengige honorarer skal struktureres slik at den vesentligste delen av positiv differanseavkastning beholdes, herunder ha bestemmelser om tak på honorarer til eksterne forvaltere.

Kapittel 2. Ansvarlig forvaltningsvirksomhet

§ 2-1. Arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet

Banken skal søke å etablere en kjede av virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

§ 2-2. Prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet

(1) Banken skal fastsette et bredt sett av prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet for investeringsporteføljen.

(2) Ved utformingen av prinsippene etter første ledd skal banken vektlegge at forvaltningen av investeringsporteføljen har en lang tidshorisont, og at investeringsporteføljen skal være bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset.

(3) Prinsippene skal baseres på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i forvaltningen i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder som FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.

(4) Prinsippene, og bruken av virkemidler for å understøtte disse, skal offentliggjøres, jf. § 2-1 og § 6-2 tredje ledd.

(5) I forvaltningen av eiendomsinvesteringene skal banken innenfor miljøområdet vektlegge hensyn til blant annet energieffektivitet, vannforbruk og avfallshåndtering.

§ 2-3. Bidrag til forskning og utvikling av gode internasjonale standarder innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet

(1) Banken skal bidra til forskning innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet med sikte på å øke kunnskapen om forhold som er relevante for investeringsporteføljens avkastning og risiko på lang sikt.

(2) Banken skal bidra til utviklingen av relevante internasjonale standarder innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

§ 2-4. Miljørelaterte investeringer

Banken skal, innenfor rammene i § 3-2, etablere mandater som er miljørelaterte. Markedsverdien av de miljørelaterte investeringene skal normalt være i intervallet 30–60 mrd. kroner.

§ 2-5. Beslutninger om utelukkelse og observasjon

Banken treffer beslutninger om observasjon eller utelukkelse av selskaper, samt opphevelse av slike vedtak, i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU. Banken skal informere departementet om beslutninger om utelukkelse av selskaper og om opphevelse av slike vedtak, jf. § 3-1 tredje ledd.

Kapittel 3. Forvaltningen av investeringsporteføljen

§ 3-1. Investeringsunivers

(1) Banken kan plassere investeringsporteføljen i:

a) 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) Omsettelige obligasjoner og andre omsettelige gjeldsinstrumenter, samt depotbevis for slike obligasjoner.

c) 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) Kontantinnskudd

e) Finansielle derivater og fondsandeler som henger naturlig sammen med a, b, c, d.

f) Finansielle instrumenter som 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 lokalisert i Norge eller i eiendomsselskaper, eiendomsfond 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 banken har utelukket fra investeringsporteføljen, jf. § 2-5 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) infrastruktur slik som veier, jernbane, havner, flyplasser og annen grunnleggende infrastruktur.

(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. § 2-5. Departementet fastsetter datoer for utelukkelse og gjeninkludering av verdipapirer i fondets referanseindeks.

§ 3-2. Rammer for investeringsporteføljen

(1) Banken skal plassere mellom 50 og 70 prosent av investeringsporteføljen i aksjer, jf. § 3-1 første ledd bokstav a.

(2) Banken skal plassere mellom 30 og 50 prosent av investeringsporteføljen i obligasjoner, jf. § 3-1 første ledd bokstav b.

(3) Banken skal plassere mellom 0 og 7 prosent av investeringsporteføljen i unotert eiendom, jf. § 3-1 første ledd bokstav c.

(4) Netto markedsverdi benyttes til å beregne andeler i første til tredje ledd.

(5) Banken skal legge opp forvaltningen med sikte på at det forventede annualiserte standardavviket til differanseavkastningen mellom investeringsporteføljen og referanseindeksen (forventet relativ volatilitet) ikke skal overstige 1,25 prosentenheter, jf. § 3-3 tredje ledd.

(6) Investeringsporteføljen skal søkes sammensatt på en slik måte at den forventede differanseavkastningen er eksponert mot flere systematiske risikofaktorer.

(7) Banken skal søke å ta hensyn til forskjeller i statsfinansiell styrke mellom land i sammensetningen av statsobligasjonsinvesteringene.

(8) Banken skal legge opp forvaltningen med sikte på at høyrisiko obligasjoner (kredittvurdering lavere enn «investment grade») ikke utgjør mer enn 2 prosent av investeringsporteføljen.

(9) For obligasjoner skal det foreligge en kredittvurdering. Alle interne kredittvurderinger skal dokumenteres.

(10) Banken kan ikke eie mer enn 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap. Eierskap i noterte og unoterte eiendomsselskap er unntatt fra dette.

(11) Gjeldsfinansiering kan benyttes med sikte på effektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget, men ikke med sikte på å øke risikoen i aksje- og obligasjonsforvaltningen.

(12) Salg av verdipapirer banken ikke eier (short salg) kan bare foretas dersom banken har tilgang til verdipapirene gjennom en etablert låneordning.

§ 3-3. Rammer som skal fastsettes av Hovedstyret

(1) Hovedstyret skal fastsette referanseporteføljer for ulike deler av forvaltningen.

(2) Hovedstyret skal fastsette metode for beregning av forventet relativ volatilitet

(3) Hovedstyret skal fastsette supplerende risikorammer, herunder:

a) Rammer for kredittrisiko

b) Rammer for likviditetsrisiko

c) Rammer for motpartsrisiko

d) Rammer for gjeldsfinansiering

e) Rammer for sammenfall

f) Rammer for ekstremavvik

(4) Rammene nevnt i første til fjerde ledd og senere endringer i disse skal legges fram for departementet minst fire uker før planlagt ikrafttredelse, med mindre særlige forhold tilsier kortere frist.

Kapittel 4. Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko

§ 4-1. Verdivurdering og avkastningsmåling

(1) Banken skal fastsette prinsipper for prising av investeringene som inngår i investeringsporteføljen i samsvar med bankens regnskapsbestemmelser.

(2) Banken skal fastsette prinsipper for avkastningsmåling i samsvar med metodikken i Global Investment Performance Standards (GIPS). Avkastningen skal måles i valutasammensettingen til faktisk referanseindeks (investeringsporteføljens valutakurv).

(3) Nettoavkastningen av de unoterte eiendomsinvesteringene skal beregnes etter fradrag for alle kostnader, som drifts-, transaksjons-, forvaltnings-, og skattekostnader.

(4) Banken skal minst én gang i året innhente en ekstern, uavhengig verdivurdering av de unoterte eiendomsinvesteringene, fortrinnsvis pr. 31. desember.

§ 4-2. Styring, måling og kontroll av risiko

(1) Banken skal ha en helhetlig tilnærming til styring, måling og kontroll av risiko i forvaltningen av investeringsporteføljen. Banken skal fastsette prinsipper for styring, måling og kontroll av markedsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko, gjeldsfinansiering og operasjonell risiko. Prinsippene og målemetodene skal oppfylle internasjonalt anerkjente standarder. Målemetodene skal utfylle hverandre. Analyser av ekstremhendelsesrisiko skal være en integrert del av risikostyringen. Banken skal evaluere sitt arbeid med risikostyring og internkontroll minst én gang årlig.

(2) Banken skal ha retningslinjer for innlån og utlån av verdipapirer, reinvestering av mottatt kontantsikkerhet, salg av verdipapirer banken ikke eier, utkontraktering og for verdifastsettelse av instrumenter ved interne transaksjoner.

(3) Før investeringer foretas skal banken godkjenne alle finansielle instrumenter som benyttes i forvaltningen og alle markeder som fondet investeres i. Godkjenningen skal inneholde en vurdering av relevante risikofaktorer.

(4) Banken skal ha retningslinjer som sikrer en grundig gjennomgang (due diligence) i forkant av investeringer i unotert eiendom.

Kapittel 5. Rammer for forvaltningskostnader og for en godtgjørelsesordning

§ 5-1. Ramme for forvaltningskostnader

(1) Banken skal innen 1. desember hvert år sende departementet et begrunnet forslag til neste års forvaltningskostnader. Departementet fastsetter rammen for forvaltningskostnadene som andel av forvaltet kapital. Del av honorar til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning, dekkes utenfor den fastsatte rammen for forvaltningskostnader.

(2) Totale faktiske kostnader kan trekkes direkte fra departementets særskilte konto før netto avkastning tilføres kronekontoen, jf. § 1-2 annet ledd. Banken skal oversende sin beregning av totale forvaltningskostnader så tidlig som mulig og senest én uke før endelig regnskapsoppstilling.

§ 5-2. Retningslinjer og rammer for en godtgjørelsesordning

(1) Hovedstyret skal fastsette retningslinjer og rammer for en godtgjørelsesordning. Godtgjørelsesordningen skal inneholde særskilte bestemmelser for ledende ansatte, for andre ansatte og tillitsvalgte med arbeidsoppgaver av vesentlig betydning for foretakets risikoeksponering og for andre ansatte og tillitsvalgte med tilsvarende godtgjørelse, samt for andre ansatte og tillitsvalgte med kontrollopgaver.

(2) Godtgjørelsesordningen skal bidra til å fremme og gi incentiver til god styring av og kontroll med risikoen for forvaltningen, motvirke for høy risikotaking, og bidra til å unngå interessekonflikter.

(3) Forskrift 1. desember 2010 nr. 1507 med senere endringer om godtgjørelse i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond gjelder tilsvarende med nødvendige tilpasninger.

Kapittel 6. Offentlig rapportering

§ 6-1. *Formål*

(1) Det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget.

(2) Den offentlige rapporteringen skal gi en rettvise og utfyllende oversikt over hvordan banken løser forvaltningsoppdraget, herunder de valg og prioriteringer banken gjør, resultater som oppnås og hvordan rammene gitt i dette mandatet utnyttes.

§ 6-2. *Rapporteringskrav*

(1) Banken skal regelmessig og minst hvert tredje år rapportere om valg av investeringsstrategier fastsatt av hovedstyret (strategirapportering), jf. § 1-7. Det skal redegjøres særskilt for:

a) Overordnede prinsipper for valg av strategier, avkastnings- og risikoegenskaper ved strategiene, og hvordan strategiene tar sikte på å utnytte fondets særtrekk og bankens fortrinn i kapitalforvaltningen, samt hvordan ulike investeringsstrategier kan påvirke markedsrisiko og ekstremavviksrisiko i investeringsporteføljen.

b) Rammeverk for styring og kontroll av risiko.

c) Organiseringen av kapitalforvaltningen, herunder bruk av datterselskaper og eksterne forvaltere.

(2) Banken skal kvartalsvis rapportere om (kvartalsrapportering):

a) Verdiutvikling, resultater og risiko i investeringsporteføljen og deler av investeringsporteføljen

b) Sammenligning av verdiutvikling, resultater og risiko i investeringsporteføljen mot faktisk referanseindeks, og tilsvarende for aksje- og obligasjonsinvesteringene mot relevante referanseporteføljer.

c) Viktigste bidrag til differanseavkastningen mellom investeringsporteføljen og den faktiske referanseindeksen.

d) Utnyttelsen av rammene gitt i dette mandatet.

Kvartalsrapporteringen skal videre inneholde utdrag av de deler av bankens regnskap som vedrører forvaltningen av investeringsporteføljen, fastsatt i henhold til de til enhver tid gjeldende regnskapsregler for banken.

(3) I tillegg til krav i § 6-2 annet ledd skal banken årlig rapportere om (årsrapportering):

a) Resultater av ulike investeringsstrategier, herunder bidrag til differanseavkastningen og utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet, ekstremavviksrisiko og forvaltningskostnader.

b) Hovedstyrets vurderinger av resultatene.

c) Risikokarakteristika ved differanseavkastningen mellom aksje- og obligasjonsinvesteringene og relevante referanseporteføljer. Banken skal benytte flere metoder og måltall.

d) Inntekter fra verdipapirlån, interne og eksterne forvaltningskostnader og skattekostnader.

e) Forvaltningen av eiendomsinvesteringene, herunder vurderinger av resultatene sammenlignet med et bredt sett av alternative avkastningsmål.

f) Miljørelaterte investeringer, jf. § 2-4. Redegjørelsen for de miljørelaterte investeringene skal omfatte blant annet omfang, strategi, aktivatype og en beskrivelse og vurdering av hvordan en ivaretar intensjonen med disse investeringene.

g) Investeringer i framvoksende markeder og fornybar energi.

h) Arbeidet med ansvarlig forvaltning, jf. kapittel 2, herunder bruken av virkemidler og virkningen av eierskapsarbeidet, samt hvordan prinsippene for ansvarlig forvaltning er integrert i forvaltningen.

(4) I forbindelse med kvartals- og årsrapporteringen skal banken redegjøre for beslutninger i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU og oppdatere den offentlige listen over selskaper som er utelukket eller satt til observasjon etter retningslinjene.

(5) Kvartalsrapporteringen skal offentliggjøres senest én måned etter utløp av kvartalet. Årsrapporteringen skal offentliggjøres senest tre måneder etter utløp av året. Hovedinnholdet i årsrapporteringen skal gjøres tilgjengelig i trykt form. Øvrig rapportering kan skje i elektronisk form.

§ 6-3. Offentliggjøring av beregningsmetoder og data

(1) Data og metoder som benyttes i den offentlige rapporteringen skal så langt som mulig, innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget og lovbestemt taushetsplikt, beskrives og offentliggjøres i datalesbar form.

(2) Dersom beregningsmetodene som ligger til grunn for rapportering av avkastning og risiko er endret siden siste rapportering, skal det redegjøres for hvorfor metodene er endret og det skal gis opplysninger om eventuelle effekter av dette. Det skal videre gis proformataill i henhold til tidligere beregningsmetoder i to påfølgende år.

§ 6-4. Offentliggjøring av hovedstyrets retningslinjer

Prinsipper, retningslinjer og rammer fastsatt av hovedstyret som følge av dette mandatet, skal offentliggjøres.

Kapittel 7. Forholdet mellom departementet og banken

§ 7-1. Orienteringsplikt

(1) Banken skal oversende departementet sin strategiske plan for forvaltningen av investeringsporteføljen, jf. § 1-7.

(2) Banken skal orientere departementet dersom verdien av investeringsporteføljen endrer seg vesentlig og om andre vesentlige forhold i forvaltningen. Orientering skal skje uten ugrunnet opphold etter at forholdet som utløser orienteringsplikten, har oppstått.

(3) Banken skal gi departementet de opplysninger departementet ber om, herunder opplysninger til selskap eller personer som bistår departementet i vurderingen av bankens forvaltning av investeringsporteføljen. Data som ligger til grunn for den offentlige rapporteringen, jf. § 6-2, herunder data banken ikke offentliggjør i henhold til § 6-3 første ledd, skal systematiseres og kunne leveres i datalesbar form.

(4) Bankens avtaler med dataleverandører skal sikre departementet, herunder også selskap eller personer som bistår departementet i vurderingen av bankens forvaltning av investeringsporteføljen, tilgang til data i datalesbar form.

§ 7-2. Bankens plikter ved overskridelse av rammer for forvaltningen

(1) Dersom det oppstår situasjoner der rammene i § 3-2 eller § 3-3 blir overskredet, skal banken uten ugrunnet opphold foreta en vurdering av hvordan forvaltningen kan bringes innenfor rammene på en hensiktsmessig og kostnadseffektiv måte.

(2) Departementet skal orienteres ved vesentlige brudd på rammene i § 3-2 eller § 3-3.

§ 7-3. Kvartalsmøter

(1) Det skal avholdes møter mellom departementet og banken minst hvert kvartal. Møtene finner sted etter innkalling fra departementet. Departementet utarbeider nærmere spesifikasjon av hvilke data som skal oversendes som grunnlag for departementets forberedelse til kvartalsmøtet, format og tidspunkt for oversendelsen.

(2) På møtet skal følgende behandles:

a) resultatene for siste kvartal

b) hovedpunkter i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet siste kvartal

c) andre saker departementet eller banken har meldt opp for behandling.

Kapittel 8. Adgang til å fravike bestemmelsene, overgangsbestemmelser og ikrafttredelse

§ 8-1. Adgang til å fravike bestemmelsene

Departementet kan i særlige tilfeller tillate banken å fravike bestemmelsene i dette mandatet.

§ 8-2. Ikrafttredelse

[...]

VEDLEGG

Obligasjonsindeksen

(1) Obligasjonsindeksen har faste vekter med månedlig rebalansering til følgende delindekser:

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

(2) Statsdelen av obligasjonsindeksen

- a) alle verdipapirer som inngår i Bloomberg Barclays Global Inflation-Linked Index (Series-L) Bond Index
- b) alle verdipapirer som inngår i Bloomberg Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country Index
- c) alle verdipapirer som inngår i undergruppen internasjonale organisasjoner (innenfor delmarkedet statsrelatert) av Bloomberg Barclays Global Aggregate Index.

(3) Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner tilordnes land i statsdelen i henhold til valutaene som verdipapirene er utstedt i. Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner i euro tilordnes kategorien «Internasjonale organisasjoner (EUR)».

(4) Landvekter i statsdelen beregnes i henhold til reglene for Bloomberg Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country Index, men BNP-vektene skal justeres i henhold til følgende vektingsfaktorer:

- a) Chile, Hong Kong og Russland tilordnes en faktor på 0,25
- b) Tyrkia tilordnes en faktor på 0,5
- c) Øvrige land tilordnes en faktor på 1.

Samtlige vekter i statsdelen normaliseres slik at de summerer seg til 1. I tillegg gjelder særskilte bestemmelser for land i eurosonen som beskrevet i femte ledd.

(5) Landvekter for eurosonen justeres for allokeringen til «Internasjonale organisasjoner (EUR)» etter følgende regler:

- a) Andel «Internasjonale organisasjoner (EUR)» i eurosonen = X
- b) Allokering til «Internasjonale organisasjoner (EUR)» = X * samlet BNP-vekt for landene i eurosonen i henhold til vekter beregnet på grunnlag av metoden fastsatt i fjerde ledd.
- c) For alle land i eurosonen: Landvekt = (1-X) * BNP-vekt for landet i henhold til vekter beregnet på grunnlag av metoden fastsatt i fjerde ledd.

X fastsettes for en periode på 12 måneder med virkning fra indeksleverandørens årlige justering av BNP-vektene som forholdet mellom markedsverdien av «Internasjonale organisasjoner (EUR)» og markedsverdien av alle eurodenominerte obligasjoner som inngår i statsdelen. Markedsverdiene beregnes per utgangen av oktober, én måned før indeksleverandørens årlige justering av BNP-vektene, basert på indeksdata publisert av Bloomberg L.P.

(6) Innenfor hvert land i statsdelen vektet inkluderte obligasjoner i henhold til metodikken til Bloomberg Barclays Global Treasury GDP Weighted by Country Index.

(7) Selskapsdelen av obligasjonsindeksen består av alle verdipapirer som inngår i delmarkedet selskapsobligasjoner og i undergruppen obligasjoner med fortrinnsrett (innenfor delmarkedet pantesikrede) av Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index. Delindeksen for

selskapsobligasjoner er avgrenset til følgende tillatte valutaer: USD, CAD, EUR, GBP, SEK, DKK, CHF.

(8) Innenfor selskapsdelen vektes obligasjoner i henhold til metodikken til Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Indeks.

(9) Verdipapirer utstedt i norske kroner eller klassifisert av Bloomberg L.P med Norge som utstederland skal utelukkes fra obligasjonsindeksen. Det samme gjelder verdipapirer utstedt av selskaper som banken har utelukket etter bestemmelser i retningslinjer om observasjon og utelukkelse fra SPU. Når obligasjoner utelukkes fra obligasjonsindeksen, skal øvrige obligasjoner innen samme delindeks vektes opp. Ved gjeninkludering etter ovennevnte retningslinjer, skal verdipapirene tas inn igjen i referanseindeksen, jf. § 3-1 tredje ledd.

Aksjeindeksen

(1) Aksjeindeksen er satt sammen med utgangspunkt i FTSE Global All Cap Index.

(2) Aksjene i aksjeindeksen tilordnes følgende faktorer avhengig av landtilhørighet:

- a) Europa utviklede markeder ex. Norge: 2,5
- b) USA og Kanada: 1
- c) Øvrige utviklede markeder: 1,5
- d) Framvoksende markeder: 1,5

Land- og regiontilhørighet samt skillet mellom utviklede og framvoksende markeder følger av FTSE Global All Cap Index.

(3) Hvert land inngår i aksjeindeksen med vekt i henhold til følgende formel:

$$\frac{\text{Markedskapitalisering}_i \times \text{faktor}_i}{\sum_i \text{Markedskapitalisering}_i \times \text{faktor}_i}$$

der i representerer landene med tilhørende faktor, jf. § 3-3 andre ledd. Beregningen av markedskapitaliseringen følger metodikken til FTSE Global All Cap Index og justeres for fri flyt.

(4) Aksjeindeksen justeres for bankens skatteposisjon.

(5) Verdipapirer utstedt av selskaper som banken har utelukket etter bestemmelser i retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU skal ikke inngå i aksjeindeksen. Ved gjeninkludering etter ovennevnte retningslinjer, skal verdipapirene tas inn igjen i aksjeindeksen, jf. § 3-1 tredje ledd.

Vedlegg 3: Sammenstilling av justert og nåværende mandat

Justert mandat		Nåværende mandat	
<i>Kapittel 1</i>			
Plassering av kapitalen	§ 1-2	§ 1-2 (1)	Grammatikk
		§ 1-2 (3)	Grammatikk
Mål for forvaltningen	§ 1-3	§ 1-3 (1)	Forenklet. Tatt inn referanse til investeringsporteføljens valutakurv
	§ 1-3	§ 1-3 (2)	Slettet. Ivaretas i § 3-1 (2) b)
Bankens rådgivningsplikt og uttalelsesrett	§ 1-4	§ 1-4	Noe forenklet
Strategisk referanseindeks	§ 1-5	§ 1-5 (1)	Endret definisjon for strategisk referanseindeks
	§ 1-5	§ 1-5 (2)	Forenklet som følge av ny definisjon av strategisk referanseindeks. Erstatte begrepet «portefølje» med «investeringer»
Faktisk referanseindeks	§ 1-6	§ 1-6 (1)-(2)	Forenklet. Gjentar ikke definisjoner fra § 1-5
	§ 1-6	§ 1-6 (3)	Mer presist språk
	§ 1-6	§ 1-6 (5)	Forenklet
<i>Kapittel 2</i>			
Prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet	§ 2-2	§ 2-2 (5)	Endret fra eiendomsporteføljen til eiendomsinvesteringene
Bidrag til forskning og utvikling av gode internasjonale standarder innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet	§ 2-3	§ 2-3 (2)	Forenklet.
<i>Kapittel 3</i>			
Investeringsunivers	§ 3-1	§ 3-1 (1)	Definerer investeringsuniverset for investeringsporteføljen samlet, og ikke for hver av delporteføljene. Inkluderer kontantinnskudd som eget punkt i investeringsuniverset.
		§ 3-1 (2)	Inkluderer § 3-1 (4) i dette punktet
		§ 3-1 (4) og (5)	Punktene utgår. Flyttet til hhv § 3-1 (2) og (1)
Rammer for forvaltningen	§ 3-2 (1)-(3)	Ny	Rammer angitt i intervaller for hvor stor andel av investeringsporteføljen som kan investeres i henholdsvis aksjer, obligasjoner og uotert eiendom
	§ 3-2 (4)	Ny	Definerer hvordan andeler i § 3-2 (1)-(3) skal beregnes
	§ 3-2 (5)	§ 3-5 (1)	Endret definisjon av rammen for relativ volatilitet til å gjelde hele investeringsporteføljen
	§ 3-2 (6)	§ 3-5 (2)	Endret til å gjelde hele investeringsporteføljen

	§ 3-2 (6)	§ 3-5 (3)	Rammen for investeringer i «high-yield» obligasjoner angis som andel av investeringsporteføljen og som en følge av dette endres fra 5 til 2 %
		§ 3-5 (8) og (9)	Tas ut som følge av at det ikke er krav til minimum investeringer i eiendom.
	§ 3-2 (11)	§ 3-5 (10)	Forenklet
		§ 3-5 (11)	Tatt ut
Rammer som skal fastsettes av Hovedstyret	§ 3-3 (1)	Ny	Krav om at HS skal fastsette referanseporteføljer
	§ 3-3 (2)	§ 4-3 (1)	Krav om at hovedstyret skal fastsette metode for relativ volatilitet flyttes. Innebærer at metode skal legges frem for departementet seneste fire uker før ikrafttredelse.
	§ 3-3 (3)	§ 3-6 (1)	Tatt ut noen supplerende risikorammer som følge av at listen må sees som et minimum.
	§ 3-3 (4)	§ 3-6 (4)	Viderefører ordningen med at rammer fastsatt under § 3-3 skal forelegges departementet minst fire uker før ikrafttredelse.
		§ 3-6 (2)	Tatt ut detaljerte krav til rammer for eiendomsinvesteringer.
		§ 3-6 (4)	Tatt ut ramme for hvor stor del av investeringsporteføljen en ekstern forvalter kan forvalte
<i>Kapittel 4</i>			
Verdivurdering og avkastningsmåling	§ 4-1	§ 4-1 og § 4-2	Forenklet og slått sammen paragrafer. Innholdet og intensjonen i paragrafene videreført.
Styring, måling og kontroll av risiko	§ 4-2	§ 4-3, § 4-4, § 4-5, § 4-6, § 4-7, § 4-7 § 4-9	Forenklet og slått sammen paragrafer. Innholdet og intensjonen i paragrafene videreført.
<i>Kapittel 5</i>			
Ramme for forvaltningskostnader	§ 5-1 (1)	§ 5-1 (1) og (2)	Forenkles og slår sammen punkt (1) og (2).
<i>Kapittel 6</i>			
Rapporteringskrav	§ 6-2	§ 6-2 (1)	Forenklet
	§ 6-2	§ 6-2 (2)	Kvartalsrapportering. Relevant rapportering endres som følge av ny regulering. Investeringsporteføljen rapporteres mot faktisk referanseindeks, aksje- og obligasjonsinvesteringer rapporteres mot referanseporteføljer i § 3-3 (2) (ny)
	§ 6-2	§ 3-4 og § 6-2 (3)	Årsrapportering. Relevant rapportering og begreper endres som følge av ny regulering. Forenklet. Nytt krav om at eiendomsinvesteringene skal sammenlignes med et bredt sett av alternative avkastningsmål. Erstatte § 3-

			4 Avkastningsmål for eiendomsporteføljen
<i>VEDLEGG</i>			
Obligasjonsindeksen	Vedlegg	§ 3-2.	Den detaljerte beskrivelsen av referanseindeksene for obligasjons- og aksjeporteføljen flyttes til et vedlegg.
Aksjeindeksen	Vedlegg	§ 3-2.	Den detaljerte beskrivelsen av referanseindeksene for obligasjons- og aksjeporteføljen flyttes til et vedlegg.