

Norges Bank
Postboks 1179 Sentrum
0107 OSLO

Deres ref

Vår ref
18/1854 -

Dato
06.11.2018

Statens pensjonsfond utland - referanseindeksen for aksjer

1. Innledning og bakgrunn

I brev 12. februar 2016 fra Finansdepartementet til Norges Bank ble banken bedt om å vurdere betydningen av aksjeandelen for referanseindeksen for obligasjoner og for den geografiske fordelingen av referanseindeksen for aksjer. Departementet pekte i brevet på at indeksleverandørene tar en rekke valg i sammensetningen av indeksene som danner grunnlag for fondets referanseindeks. Banken ble bedt om å drøfte betydningen av indeksleverandørens valg, herunder i hvilken grad indeksene ivaretar fondets særtrekk på en god måte. I brev 1. desember 2016 til Finansdepartementet uttalte banken at den tok sikte på å komme tilbake til disse spørsmålene etter at beslutningen om aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen var tatt.

I meldingen om Statens pensjonsfond som ble lagt frem våren 2017 la regjeringen opp til å øke aksjeandelen i den strategiske referanseindeksen til Statens pensjonsfond utland (SPU) til 70 pst. Stortinget sluttet seg til dette, jf. Innst. 357 S (2016-2017). Finansdepartementet har i samråd med Norges Bank fastsatt en plan for innfasingen av ny aksjeandel.

Finansdepartementet ber i dette brevet om Norges Banks vurderinger av den geografiske fordelingen og sammensetningen av referanseindeksen for aksjer i SPU.

2. Gjeldende geografiske fordeling

Referanseindeksen for aksjer i SPU er basert på indeksen FTSE Global All Cap fra indeksleverandøren FTSE Russell. Fordelingen av referanseindeksen på ulike regioner avviker imidlertid noe fra FTSE Global All Cap. Dette er i mandatet for SPU implementert gjennom justeringsfaktorer, som blant annet innebærer at andelen selskaper notert i utviklende markeder i Europa er vektet opp, mens andelen i USA og Canada er vektet ned, sammenliknet med FTSE Global All Cap, jf. Meld. St. 17 (2011-2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond 2011. Justeringsfaktorene innebærer følgende geografiske fordeling i referanseindeksen for aksjer ved utgangen av august 2018:

- Utviklede markeder Europa: 33,8 pst.
- Nord-Amerika: 41,2 pst.
- Øvrige utviklede markeder (Asia/Oseania): 14,6 pst.
- Fremvoksende markeder: 10,1 pst.

Referanseindeksen består for øvrig av om lag 7 500 selskaper og inkluderer markeder klassifisert av indekseleverandøren som utviklede markeder, samt avanserte og sekundære fremvoksende markeder. Sammensetningen av indeksen tar utgangspunkt i markedsvekter justert for fri flyt.

Frem til 2012 hadde referanseindeksen for SPU faste regionvekter. For aksjer var fordelingen 50 pst. i Europa, 35 pst. i Nord-Amerika og 15 pst. i Asia/Oseania. Et viktig hensyn bak den daværende geografiske fordelingen var behovet for å redusere valutarisiko ved å investere mer i regioner som utgjorde en stor andel av norsk import. I Meld. St. 15 (2010-2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond 2010 var imidlertid Finansdepartementets vurdering at valutarisikoen syntes være mindre enn tidligere antatt, og at det ikke lenger var grunnlag for en så vidt sterk konsentrasjon av investeringene i Europa.

I Meld. St. 17 (2011-2012) uttalte Finansdepartementet at globale markedsvekter justert for fri flyt, etter departementets vurdering, var et naturlig utgangspunkt for den geografiske fordelingen i indeksen. Departementet pekte imidlertid på spesielt på to hensyn som kunne tale for en justering av markedsvektene. Det første hensynet var at rene markedsvekter ville innebære at andelen investert i Europa ville måtte om lag halveres, noe som ville være en stor endring. Det andre hensynet var at rene markedsvekter ville medført en høy andel investert i USA. Departementet uttalte at selv om verdens selskaper og finansmarkeder stadig var blitt mer internasjonale, burde landspesifikk risiko fortsatt tas hensyn til i den geografiske fordelingen av fondets referanseindeks. Departementet pekte videre på at selv om det amerikanske aksjemarkedet er bredt sammensatt, må en likevel regne med at utviklingen i selskapene i betydelig grad vil være knyttet opp mot utviklingen i amerikansk økonomi.

Om fremvoksende markeder viste departementet til at disse historisk hadde gitt et bedre forhold mellom avkastning og risiko, og at fondets lange tidshorisont og begrensede behov for å selge raskt kunne gi fortrinn i slike markeder. Andelen

fremvoksende markeder ble derfor tilrådet økt til markedsvekt. Samtidig pekte departementet på at beslutningen om at fremvoksende markeder skulle inngå med markedsvekt måtte ses i sammenheng med at fremvoksende markeder ble inkludert også i referanseindeksen for obligasjoner.

Departementets vurderinger i meldingen var blant annet basert på Norges Banks vurderinger i brev 2. februar 2012 til departementet. I brevet uttalte banken at den strategiske regionfordelingen for fondets aksjeinvesteringer må ta utgangspunkt i en ledende, lett tilgjengelig markedsvektet indeks. Banken mente at den strategiske regionfordelingen over tid burde bevege seg i retning av markedsvekter, hvilket innebar en lavere vekt for europeiske aksjer. Banken skrev at det ikke burde etableres en særskilt allokering til fremvoksende markeder ut over det som følger av markedsvekter. I vurderingen av geografisk fordeling drøftet banken en rekke hensyn. I brevet stod det bl.a.:

«Norges Bank legger vekt på å være en forutsigbar og langsiktig investor med en felles interesse med selskaper og land vi investerer i om å skape verdier over tid. Våre rettigheter som investor må bli respektert, rammebetingelsene være relativt stabile og vi må ha rimelig sikkerhet for at våre investeringer er trygge. Vi vil alltid være en minoritetsaksjonær som er avhengig av god eierskapspraksis, liten forskjellsbehandling og beskyttelse av våre rettigheter i lov og rettssystemer. Det er mulig at fondet bør ha en høyere vekt i Europa enn i andre regioner dersom disse hensyn skal tillegges vekt.

I dagens globale kapitalmarkeder er finansiell proteksjonisme en risiko. Dette inkluderer regulering av kapitalflyt og skattlegging av kapital. Det vil i tillegg alltid være en risiko for at SPUs midler på et tidspunkt kan bli beslaglagt eller frosset i en lengre periode. Det kan være naturlig å se på Europa som et hjemmemarked for fondet, med lavere risiko av disse typer enn i andre geografiske regioner. Disse forhold bør likevel ikke være til hinder for å begynne tilpasning til og gå i retning av globale markedsvekter.»

I vurderingen av hvilke underliggende faktorer som kan tenkes å gi opphav til en eventuell høyere risiko og forventet avkastning i fremvoksende markeder, skrev Norges Bank:

«Forhold som stabilitet i styringsstruktur, regulering av finansmarkedene, rettssystemets og lovverkets kvalitet, omfanget av korrupsjon og i ytterste instans fare for ekspropriasjon, har risikoelementer som må vurderes. I noen tilfeller vil utenlandske investorer og minoritetsaksjonærenes interesser være svakt beskyttet. Utenlandske investorer er i enkelte markeder underlagt særskilte regler og begrensninger, og enkelte land tillater ikke fullt ut frie kapitalbevegelser i egen valuta. Det er ikke åpenbart at risiko av denne type er noe fondet har en naturlig fordel i å høste sammenlignet med andre fond.»

3. Problemstillinger

Målet for forvaltningen av SPU er høyest mulig avkastning etter kostnader målt i internasjonal kjøpekraft, innenfor et akseptabelt risikonivå. Innenfor den overordnede finansielle målsettingen skal fondet være en ansvarlig investor. Det legges videre vekt på størst mulig grad av åpenhet innenfor en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget, og at forvaltningen er kostnadseffektiv. Fondet er et statlig investeringsfond og har en lang tidshorison.

Fondets referanseindeks for aksjer ivaretar viktige hensyn ved investeringsstrategien, slik som høsting av risikopremier og bred spredning av risiko.

Utviklingen i verdensøkonomien de siste tiårene har vært preget av global integrasjon, med økt handel av varer, tjenester og økte finansielle investeringer på tvers av landegrensene. Et viktig utviklingstrekk er den økte betydningen av fremvoksende markeder.

Norges Bank bes med dette som utgangspunkt:

1. Vurdere om dagens justeringsfaktorer i referanseindeksen for aksjer for SPU bør endres, jf. forvaltningsmandatets § 3-3. Vurderingene skal omfatte:
 - Utviklingstrekk som har betydning for den geografiske fordelingen av referanseindeksen, herunder forventet avkastning, risiko og samvariasjonsegenskaper mellom de ulike regionene. Fremvoksende markeder skal vurderes særskilt, herunder om det er grunn til å vente en annen avkastning, risiko og samsvariasjonsegenskaper enn for utviklede markeder. Underliggende forhold som kan forklare slike forskjeller skal drøftes.
 - Den regionale fordelingen med ulike vektingsprinsipper (fulle- og fri-flyt justerte markedsvekter, fundamentale vekter som BNP og børsnoterte selskapers kapital og overskudd, og vekter basert på fordeling av risiko mellom regionene).
 - Andre forhold og utviklingstrekk av betydning for geografisk sammensetning av referanseindeksen, jf. bankens vurderinger i 2012.
2. Gjøre nærmere rede for Norges Banks erfaringer med investeringer i både fremvoksende markeder og markeder som ikke inngår i referanseindeksen, samt bankens rammeverk for styring og kontroll av den særskilte risikoen i disse markedene. Redegjørelsen skal omfatte:
 - Strategier for og resultater fra bankens investeringer, herunder fondets fortrinn og ulemper i disse markedene.

- Erfaringene med å være en stor statlig minoritetsaksjonær og ansvarlig investor, jf. også bankens påpekning i brev 2. februar 2012 av risikofaktorer i fremvoksende markeder.
 - Erfaringer med å håndtere den særskilte risikoen i slike markeder, jf. bankens brev 2. februar 2012.
 - Norges Banks prosesser og vurderinger for godkjenning av markeder, samt en beskrivelse av på hvilke nivåer i bankens organisasjon slike vurderinger foretas.
 - Norges Banks systemer, rutiner og organisering for måling og styring av den særskilte risikoen i slike markeder.
3. Vurdere sammensetningen av fremvoksende markeder i referanseindeksen, i lys av redegjørelsen gitt under punkt 1 og 2 og SPUs særtrekk. Vurderingen skal omfatte:
- Metoder og regler for inkludering av markeder i FTSE Global All Cap.
 - Alternative metoder og regler for sammensetningen av fremvoksende markeder som reduserer eksponeringen mot den særskilte risikoen i disse markedene, slik som særskilt politisk risiko og ustabilitet. Alternativene skal blant annet omfatte indekser bestående av færre markeder og selskaper enn i dag.
 - Investerbarhet, kostnader samt avkastnings- og risikoegenskapene ved ulike indekssammensetninger av fremvoksende markeder.

Basert på ovennevnte analyser og vurderinger bes Norges Bank komme med forslag til sammensetning av referanseindeksen for aksjer i SPU. Forslaget skal analyseres og sammenlignes med gjeldende referanseindeks, herunder konsekvenser for forventet avkastning og risiko. Sårbarheten mot særlig ugunstig økonomisk utvikling i enkeltregioner, enkeltmarkeder, enkeltsektorer og enkeltaksjer skal analyseres.

Norges Bank bes videre vurdere hvordan bankens rammeverk for håndtering av den særskilte risikoen både i fremvoksende markeder og markeder som ikke inngår i referanseindeksen, kan innrettes med utgangspunkt i at ansvaret for godkjenning av markeder skal ligge til hovedstyret. Banken bes utdype hvordan dette rammeverket vil kunne bidra til kartlegging og ivaretagelse av ulike typer risiko, herunder ikke-finansiell risiko. Banken bes videre beskrive hvordan prosedyrene for utarbeidelse av hovedstyrets beslutningsgrunnlag vil sikre uavhengighet i forhold til personer eller enheter som tar operative investeringsbeslutninger.

Banken kan for øvrig gi sin vurdering av om det er hensiktsmessig å videreføre dagens valg av indeksleverandør.

Finansdepartementet ber Norges Bank om å oversende sine analyser og vurderinger innen 1. juni 2019.

I lys av arbeidet med å vurdere sammensetningen av referanseindeksen for aksjer har Finansdepartementet besluttet at nye markeder ikke skal tas inn i referanseindeksen før departementet har tatt en beslutning om sammensetningen av denne, jf. brev fra departementet til Norges Bank 14. mai 2018 om at referanseindeksen for obligasjoner stilles i bero med hensyn til inkludering av nye valutaer inntil ny obligasjonsindeks er fastsatt. Departementet legger på denne bakgrunn opp til å ta inn en ny bestemmelse i mandatet § 3-3 andre ledd siste punktum:

§ 3-3. Referanseindeks for aksjeporteføljen

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

- a. Europa utviklede markeder ex. Norge: 2,5
- b. USA og Canada: 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. *Markeder som inkluderes i FTSE Global All Cap Index fra og med 1. januar 2019 skal tilordnes en vekt på 0.*

Med hilsen

Espen Erlandsen e.f.
ekspedisjonssjef

Sverre William Skagemo
investeringsdirektør

Dokumentet er elektronisk godkjent og har derfor ikke håndskrevne signaturer

Kopi: Riksrevisjonen, Norges Banks representantskap