

Bakgrunn

Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland (fondet) er utviklet over tid, basert på grundige vurderinger, faglige utredninger og praktiske erfaringer. Viktige veivalg er blitt forankret i Stortinget. Strategien er definert i forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank og uttrykkes blant annet gjennom sammensetningen av referanseindeksen.

Den strategiske referanseindeksen angir en fordeling av kapitalen mellom aksjer og obligasjoner, og er et uttrykk for eiers investeringspreferanser og risikotoleranse.

Aksjeandelen i referanseindeksen er 70 pst., mens obligasjoner utgjør resten av referanseindeksen. Valg av aksjeandel er den beslutningen som i størst grad bestemmer samlet risiko i fondet. Gjennom sin tilslutning til aksjeandelen har fondets eiere, representert ved politiske myndigheter, gitt uttrykk for hva som er et akseptabelt risikonivå.

Et viktig utgangspunkt for strategien er at den samlede risikoen kan reduseres ved å spre investeringene bredt mellom aktivaklasser, regioner, land, industrier, selskaper og utstedere. Sammensetningen av delindeksene for aksjer og obligasjoner innebærer at investeringene spres på mange enkeltelskaper og obligasjonslån. Indeksene er satt sammen med sikte på at disse skal kunne følges tett og til lave kostnader. Referanseindeksene brukes også til å måle resultatene Norges Bank oppnår i forvaltningen.

Norges Bank kan avvike noe fra indeksen i den operative gjennomføringen av forvaltningen, innenfor risikorammer som er fastsatt i mandatet. Formålet er å sikre en kostnadseffektiv tilpasning til indeksene, samt å utnytte særtrekk ved fondet eller opparbeidede fortrinn til å oppnå meravkastning. Banken kan også investere i unotert eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi, innenfor en begrenset ramme.

Eiendom og unotert infrastruktur

I 2010 åpnet departementet for investeringer i unotert eiendom. Opp til 5 pst. av fondet skulle investeres i eiendom, og investeringene kunne gjøres både i noterte og unoterte markeder. Eiendomsinvesteringene ble finansiert ved å redusere obligasjonsandelen i referanseindeksen og skulle måles mot en tilpasset versjon av den globale eiendomsindeksen «IPD Global Property Index» (i dag «MSCI Global Property Index»). Norges Bank gjorde den første unoterte eiendomsinvesteringen i april 2011, og overførte i 2014 en portefølje av noterte eiendomsinvesteringer fra aksjeporteføljen til eiendomsporteføljen.

Finansdepartementet endret eiendomsstrategien fra og med 2017, og fondet har ikke lenger en strategisk allokering til eiendom. Norges Bank kan fortsatt investere i notert og unotert eiendom, men nå som en del av bankens aktive forvaltning. Banken velger både hvor mye av fondet som skal investeres i eiendom og hvilke eiendommer det skal investeres i, innenfor rammer fastsatt av departementet. Fra 2019 kan banken også investere i unotert infrastruktur for fornybar energi med tilsvarende regulering.

I tråd med internasjonale standarder verdsetter banken unotert eiendom og infrastruktur ved å benytte eksterne verdsettere. Dette gjøres kvartalsvis.¹ De eksterne verdsetterne ser blant annet hen til hva andre objekter i markedet er solgt for, noe som innebærer at verdsettelsen delvis er tilbakeskuende. Det er ulikt verdsettelsen i aksje- og obligasjonsmarkedet hvor prisene settes av markedet basert på forventninger til fremtidig utvikling.

Når Norges Bank investerer i eiendom eller unotert infrastruktur, finansierer banken dette ved å selge aksjer og obligasjoner fra fondets referanseindeks. Hvilke aksjer og obligasjoner som selges, avhenger av i hvilket land og hvilken valuta investeringen gjøres. Sammensetningen av finansieringen besluttet av Norges Bank og er ikke regulert i mandatet fra Finansdepartementet. Banken måler avkastningen på eiendoms- og infrastrukturinvesteringene mot avkastningen av aksjene og obligasjonene som er solgt for å finansiere investeringene. Meravkastningen som banken måler, består av to komponenter:

- 1) Effekten av å investere i eiendom eller infrastruktur fremfor i aksjer og obligasjoner (allokeringseffekt).
- 2) Effekten av bankens valg av hvilke eiendommer/infrastrukturprosjekter fondet investerer i, bl.a. fordelt på land, byer, segmenter, konkrete bygninger eller prosjekter (seleksjonseffekt).

En sammenligning mellom avkastningen av eiendomsinvesteringene og finansieringen indikerer om eiendom har vært en god aktivaklasse å investere i, men sier lite om hvor dyktig banken har vært i selve eiendomsforvaltningen. For å vurdere dette er det nødvendig å sammenligne bankens resultater mot relevante målestokker, som f.eks. en global eiendomsindeks som MSCI Global Property Index eller hva andre forvaltere har oppnådd.

Fondet har en svært lang tidshorisont og lavt likviditetsbehov. Det har heller ingen regulatoriske begrensninger som tilsier at fondet trenger å redusere kortsiktige, bokførte verdisvingninger. For fondet er det den langsiktige, reelle risikoen som er relevant.

Forskjellen i verdsettelsesmetoder gjør at avkastningen av unotert eiendom og infrastruktur er forskjøvet og glattet over tid sammenlignet med avkastningen av noterte aksjer og obligasjoner. Det innebærer at verdisvingninger for unoterte aktiva som er beregnet fra månedlige eller kvartalsvise avkastningstall, trolig undervurderer den faktiske, langsiktige risikoen. Tilsvarende overvurderes kanskje den langsiktige diversifiseringseffekten ved disse investeringene når slike avkastningstall legges til grunn.

Norges Bank legger i sin strategiplan vekt på at unoterte investeringer bidrar til diversifisering. Dersom eiendom eller unotert infrastruktur bidrar til diversifisering, vil fondets samlede risiko reduseres hvis bankens valgte finansiering har tilnærmet samme langsiktig risiko som investeringene. Formålet med aktiv forvaltning er å bidra til å øke fondets avkastning etter fratrukk av kostnader uten at fondets samlede risiko økes vesentlig. Over tid bør diversifiseringsgevinsten ved å investere i eiendom og unotert infrastruktur derfor tas ut i

¹ For unotert infrastruktur gjøres verdsettelsene av eksterne verdsettere ved utgangen av andre og fjerde kvartal, men internt ved utgangen av første og tredje kvartal. Se NBIMs GIPS-rapport for 2024 side 61.

høyere forventet avkastning. Én måte for banken å oppnå det er å øke fondets aksjeandel noe, f.eks. ved å ha selge litt mindre aksjer og litt mer obligasjoner når eiendom eller unotert infrastruktur skal finansieres.

Investeringer i eiendom og unotert infrastruktur er den delen av bankens forvaltning som de siste årene har bidratt mest til avvikene fra fondets referanseindeks. Det er derfor viktig med god forståelse av hvordan disse investeringene og finansieringen av dem, bidrar til fondets avkastning og risiko.

Mandat

Gruppen skal analysere og vurdere resultatene av Norges Banks aktive forvaltning av Statens pensjonsfond utland (fondet). Gruppen kan ta utgangspunkt i analyser som Norges Bank selv har offentliggjort på sine nettsider, eller be Norges Bank om ytterligere analyser eller data. Analysene kan ta utgangspunkt i avkastningstall til og med desember 2024. Funnene skal presenteres i en offentlig rapport som skal leveres til Finansdepartementet innen 1. desember 2025. Rapporten skal presentere og vurdere følgende punkter:

- 1) En gjennomgang av resultater og risiko i Norges Banks aktive forvaltning av SPU. Gjennomgangen skal inkludere analyser og vurderinger av:
 - a) Fondets og aksje- og renteporteføljenes avkastning og risiko sammenlignet med relevante indekser.
 - b) Relativ avkastning og risiko for Norges Banks hovedstrategier og viktigste understrategier.
 - c) Risikojustert relativ avkastning for porteføljene og strategiene nevnt over.
- 2) En gjennomgang av resultater og risiko i Norges Banks forvaltning av realaktiva (eiendom og unotert infrastruktur for fornybar energi), innenfor begrensningen som settes av tilgjengelige data. Den noterte og den unoterte eiendomsporteføljen skal vurderes hver for seg og samlet. Gjennomgangen skal inkludere:
 - a) Analyser og vurderinger av resultater og risiko av fondets realaktiva sammenlignet med finansieringen.
 - b) Analyser og vurderinger av resultater og risiko av fondets realaktiva sammenlignet med relevante markedsindekser.
 - c) En vurdering av risikojustert relativ avkastning av fondets realaktiva.
 - d) Analyser og vurderinger av i hvilken grad fondets investeringer i realaktiva og tilhørende finansiering siden 2017 har bidratt til fondets avkastning uten vesentlig å øke fondets samlede, langsiktige risiko.
- 3) En kvalitativ vurdering av Norges Banks nåværende hovedstrategier og vesentlige delstrategier i forvaltningen av fondet. Vurderingen skal inkludere diskusjoner om:
 - a) teoretisk og empirisk grunnlag,
 - b) kjente avkastning- og risikoegenskaper,
 - c) evalueringshorisonter,
 - d) skalerbarhet.

- 4) En vurdering av Norges Banks muligheter for å oppnå meravkastning i forvaltningen av fondet sammenlignet med dagens strategiske indeks, gitt fondets egenskaper som et stort, statseid fond med lang investeringshorisont.
- 5) En vurdering av om Norges Banks offentlige rapportering om strategier, avkastning og risiko er godt egnet til å kunne vurdere Norges Banks oppnådde resultater i forvaltningen av fondet.