



Riksrevisjonen

Riksrevisjonens rapport om revisjonen av Statens pensjonsfond for budsjettåret 2008

Tillegg 1 til Dokument 1 (2009–2010)



118 192 -1 057 54 384 183 301 26 120 372 -330 692 40 177 107 227

Denne publikasjonen finnes på Internett:
www.riksrevisjonen.no

Offentlige institusjoner kan bestille publikasjonen fra
Departementenes servicesenter
Telefon: 22 24 20 00
Telefaks: 22 24 27 86
E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no
www.publikasjoner.dep.no

Andre kan bestille fra
Bestillinger offentlige publikasjoner
Telefon: 55 38 66 00
Telefaks: 55 38 66 01
E-post: offpub@fagbokforlaget.no
Fagbokforlaget AS
Postboks 6050 Postterminalen
5892 Bergen

ISBN 978-82-8229-054-8

Forsideillustrasjon: 07 Lobo Media AS



Riksrevisjonens rapport om revisjonen av Statens pensjonsfond for budsjettåret 2008

Tillegg 1 til Dokument 1 (2009–2010)

Til Stortinget

Riksrevisjonen legger med dette fram *Riksrevisjonens rapport om revisjonen av Statens pensjonsfond for budsjettåret 2008 – Tillegg 1 til Dokument 1 (2009–2010)*. Formålet er å gi en utvidet rapportering om revisjonen av Statens pensjonsfond.

Riksrevisjonen, 22. oktober 2009

For riksrevisorkollegiet

Jørgen Kosmo
riksrevisor

Innhold

1	Innledning	7
2	Oppsummering av revisjonen	8
2.1	Revisjonen av Statens pensjonsfond – Norge 2008	8
2.2	Revisjonen av Statens pensjonsfond – Utland 2008	8
2.3	Undersøkelsen av verdsettelse og utlån i SPU	11
2.4	Eierskapsutøvelse for Statens pensjonsfond	17
3	Riksrevisjonens bemerkninger	17
3.1	Statens pensjonsfond – Norge	17
3.2	Statens pensjonsfond – Utland	17
3.3	Eierskapsutøvelse for Statens pensjonsfond	21
4	Finansdepartementets svar	21
5	Riksrevisjonen uttaler	31
5.1	Statens pensjonsfond – Norge	32
5.2	Statens pensjonsfond – Utland	32
5.3	Eierskapsutøvelse for Statens pensjonsfond	35
Vedlegg: Rapport		
	Forkortelser	41
1	Innledning	43
2	Revisjonskriterier	46
3	Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland	49
4	Aksjeforvaltning	56
5	Renteforvaltning	62
6	Derivater	67
7	Utlån av verdipapirer	71
8	Regnskapsprinsipper og -rapportering	76
9	Vurderinger	82
	Vedlegg	100

Finansdepartementet

Riksrevisjonens rapport om revisjonen av Statens pensjonsfond for budsjettåret 2008

1 Innledning

Statens pensjonsfond (SPF) består av Statens pensjonsfond – Utland (SPU) og Statens pensjonsfond – Norge (SPN). Fondet forvaltes av Finansdepartementet som har delegert forvaltningsansvaret for SPU til Norges Bank og for SPN til Folketrygdfondet.

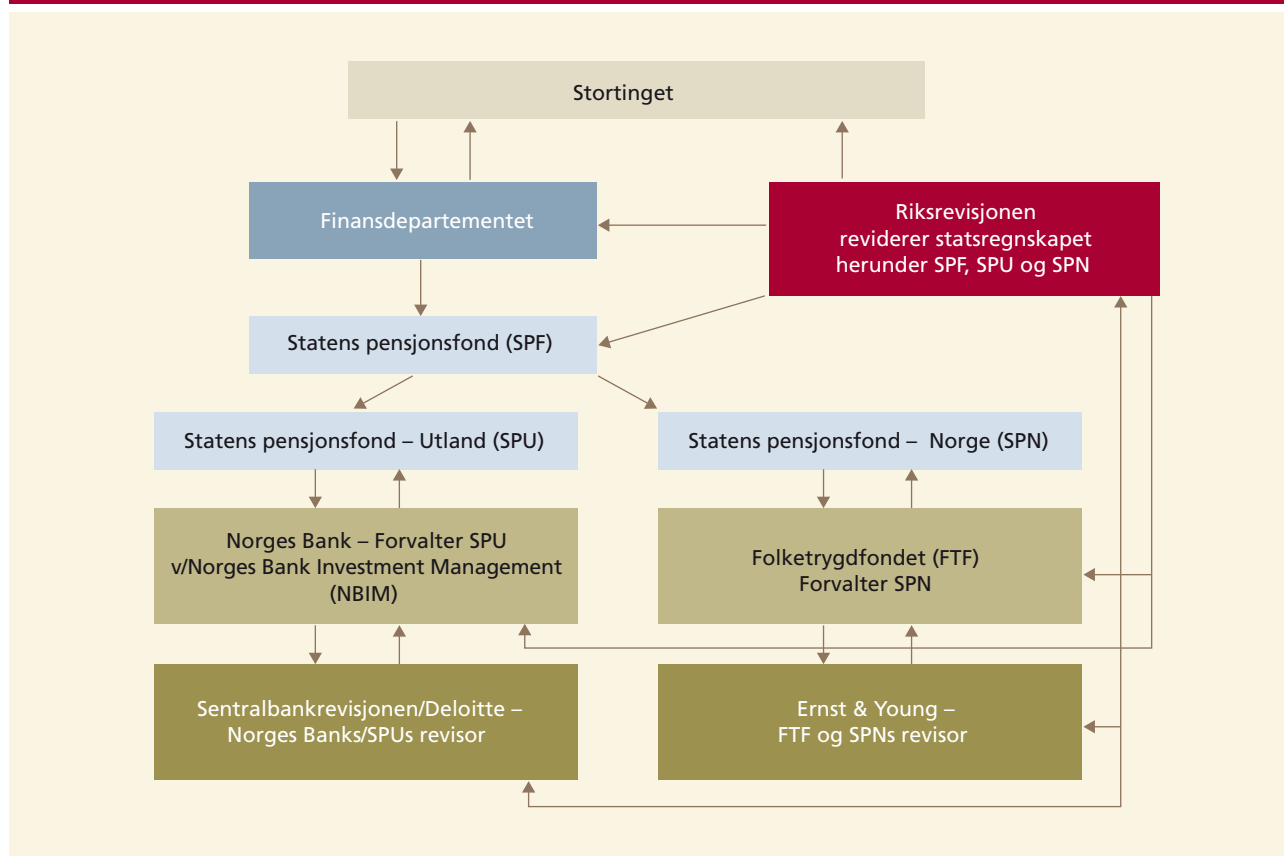
Regjeringen har som uttrykt mål at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. Dette krever at det siktes mot beste praksis internasjonalt i alle deler av forvaltningen, jf. St.meld. nr. 20 (2008–2009) *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008*.

Finansdepartementet har ansvar for å utarbeide et overordnet rammeverk for forvaltningen av fondet, fastsette den overordnede investeringsstrategi, fastsette etiske retningslinjer og følge opp den operative forvaltningen av fondet.

For Norges Bank har hovedstyret utøvende myndighet i banken, herunder ansvar for den operative kapitalforvaltningen og løpende overvåking av denne. Representantskapet skal føre tilsyn med bankens drift, deriblant kapitalforvaltning. Styret i Folketrygdfondet skal se til at virksomheten, herunder regnskap og formuesforvaltning, er gjenstand for betryggende kontroll.

Riksrevisjonen skal blant annet revidere statsregnskapet og statlige fond, jf. lov om Riksrevisjonen § 9. Revisjonen av SPF omfatter Finansdepartementets forvaltning, styring, kontroll og oppfølging av SPU og SPN. Riksrevisjonen bygger sin revisjon av SPU og SPN delvis på finansiell revisjon utført av eksterne revisorer, og gjennomfører i tillegg egne revisjonshandlinger mot Norges Banks forvaltning av SPU og Folketrygdfondets forvaltning av SPN.

Figur 1 Statens pensjonsfonds forvaltning og revisjon



SPU har utviklet seg til å bli et av verdens største fond. På bakgrunn av størrelsen, kompleksiteten og omfanget av fondet har kontroll- og konstitusjonskomiteen understreket viktigheten av Riksrevisjonens arbeid med hensyn til fondet i Innst. S. nr. 296 (2007–2008). Videre har komiteen uttalt følgende i Innst. S. nr. 315 (2008–2009):

"Riksrevisjonen skal påse at Finansdepartementets forvaltning av fondet er i henhold til de vedtak og retningslinjer Stortinget har lagt til grunn. Riksrevisjonen skal påse at den rapportering som finner sted er korrekt, utfyllende og relevant."

Riksrevisjonen har intensivert revisjonen av SPU ved at det blant annet gjennomføres samarbeidsprosjekter mellom regnskaps- og forvaltningsrevisjonen. I tillegg til ordinær regnskapsrevisjon har revisjonen i 2008 omfattet verdsettelse av finansielle instrumenter og utlån av verdipapirer i SPU. Dette har resultert i *Rapport om revisjonen av Statens pensjonsfond – Utland: Verdsettelse, utlån av verdipapirer og regnskapsregelverk mv.* Rapporten følger som trykt vedlegg til dette tillegget til Dokument 1.

Verdsettelse inngår som en sentral del i forvaltningen av SPU, og har betydning for beregning av markedsverdien av fondet og avkastningen. SPU inngår som en integrert del av statsregnskapet og er oppført i statens balanse til markedsverdi. Verdsettelsen av SPU påvirker i stor grad statens balanse.

Regnskapsrevisjonen av fondene for 2008 er omtalt under punktene 2.1, 2.2 og 2.4. Undersøkelsen om verdsettelse og utlån av verdipapirer i SPU er oppsummert i punkt 2.3. Finansdepartementet har i brev av 26. mai 2009 kommentert rapporten om SPU og øvrige forhold i forbindelse med regnskapsrevisjonen av Statens pensjonsfond. Departementets og NBIMs¹ kommentarer er innarbeidet i dette tillegget og i rapporten som følger vedlagt.

2 Oppsummering av revisjonen

Riksrevisjonen har revidert SPF inklusive SPU og SPN. Statens pensjonsfond er omtalt i St. meld. nr. 3 (2008–2009) *Statsrekneskapen for 2008*. Her framgår at SPF's samlede verdi ved utgangen av 2008 var 2 367 mrd. kroner, og at statens samlede balanse utgjorde 3 257 mrd.

1) Norges Banks kapitalforvaltningsavdeling.

kroner. SPF utgjorde ca. 73 prosent av statens balanse, hvorav SPU sto for ca. 70 prosent og derfor utgjorde en vesentlig post i statsregnskapet.

2.1 Revisjonen av Statens pensjonsfond – Norge 2008

Statens pensjonsfond – Norge forvaltes av Folkestrygdfondet på vegne av Finansdepartementet. Fra 1. januar 2008 ble Folkestrygdfondet (FTF) etablert som særlovselskap. Forskrift om forvaltning av SPN trådte i kraft samme dato og erstattet forskrift av 15. desember 2006. SPN er etter forskriften § 2 et kapitalinnskudd i FTF.

SPN var per 1. januar 2008 plassert som kapitalinnskudd i Folkestrygdfondet med ca. 117 mrd. kroner. Dette innskuddet er investert i aksjer og renteinstrumenter i Norge og Norden. Ved utgangen av 2008 utgjorde kapitalen i SPN 88 mrd. kroner. SPN's regnskapsresultat for 2008 var på -30 mrd. kroner og avkastningen -25,1 prosent. I 2008 falt SPN's aksjeandel i ni tilfeller under den fastsatte rammen på minimum 50 prosent grunnet fall i markedsverdier, jf. forskriften § 4.

Departementet opplyser at FTF umiddelbart varslet om forholdet og at en rebalanseringsprosess² ble igangsatt. Denne ble avsluttet 20. februar 2009. Departementet legger til grunn at forvalterorganisasjoner umiddelbart skal varsle departementet straks brudd på fastsatte rammer avdekkes og iverksette tiltak for å sikre at retningslinjene overholdes. Dersom dette ikke kan gjøres umiddelbart må det legges fram en plan for hvordan forholdet skal rettes opp.

Departementet framholder at selv om de kvantitative begrensningene i rammeverket i SPN skal overholdes, kan det i ekstreme markedsituasjoner oppstå brudd på bestemmelsene som det på forhånd ikke nødvendigvis er hensiktsmessig fullt ut å sikre seg mot. Dersom en skulle sikre seg mot alle tenkbare situasjoner, ville dette medføre at forvalterorganisasjoner måtte legge inn store og uhensiktsmessige sikkerhetsmarginer for å unngå brudd.

2.2 Revisjonen av Statens pensjonsfond – Utland 2008

Riksrevisjonen har avgitt avsluttende revisjonsbrev med merknader til Statens pensjonsfond – Utland for 2008. Merknadene er begrunnet med at disposisjoner som ligger til grunn for

2) Rebalansering innebærer at FTF investerer i aksjer fortløpende slik at aksjeandelen er i henhold til den fastsatte rammen.

Tabell 1 SPU's avkastning i 2008 og markedsverdi per 31. desember 2008

SPU	Markedsverdi (i mrd. kroner)	Avkastning målt i internasjonal valuta faktisk portefølje (i prosent)	Avkastning målt i internasjonal valuta referanseportefølje (i prosent)	Mindre- avkastning (i prosentpoeng)
Renteinvesteringer	1 146	-0,5	6,1	-6,6
Aksjeinvesteringer	1 129	-40,7	-39,6	-1,1
SPU totalt før forvaltningskostnader	2 275	-23,3	-19,9	-3,4

regnskapet ikke samsvarer med Stortingets vedtak og forutsetninger, og er basert på følgende forhold:

- 1 Manglende rammeverk fra Finansdepartementet for utlån av verdipapirer i SPU.
- 2 Omfattende belåning av verdipapirer i SPU uten at implisitt opplåning har vært regulert i rammeverk fra Finansdepartementet.
- 3 Norges Banks igangsetting av investeringer i amerikanske panteobligasjoner uten at operasjonell risiko var tilstrekkelig identifisert. Dette er ikke i samsvar med Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland punkt 4.2.3.

Statens pensjonsfond – Utland forvaltes av Norges Bank ved Norges Bank Investment Management på vegne av Finansdepartementet. Siden 1996 har fondet fått overført om lag 2 140 mrd. kroner fra staten og er nå et av verdens største fond. Midlene er plassert i aksjer og renteinstrumenter utenfor Norge i utenlandsk valuta. Ifølge SPU's årsrapport for 2008 var markedsverdien 2 275 mrd. kroner per 31. desember 2008. Avkastningen målt i utenlandsk valuta var -23,3 prosent og var 3,4 prosentpoeng lavere enn referanseporteføljens avkastning, se tabell 1.

I 2008 overførte staten 384 mrd. kroner til SPU. I tillegg ble det overført 1,5 mrd. kroner som relaterte seg til 2007. I forhold til avsatt beløp i statsbudsjettet ble det i 2008 overført 6 mrd. kroner mindre enn budsjettet til SPU. Av St. meld. nr. 3 (2008–2009) framgår det at dette vil bli korrigert i 2009 i tråd med tidligere praksis. Etter denne korreksjonen og fratrukk for forvaltningsgodtgjørelse utgjorde SPU's regnskapsførte verdi 2 280 mrd. kroner i statsregnskapet per 31. desember 2008. Bokført verdi av kronekontoen i Norges Bank etter forvaltningskostnader utgjorde 2 273 mrd. kroner, se tabell 2.

Regnskapsresultatet i 2008 før valutakursreguleringer var på -633 mrd. kroner. Valutakursreguleringene ga en positiv effekt på 506 mrd. kroner på grunn av svak krone i 2008, og årsresultatet i norske kroner etter forvaltningshonorar var på -129 mrd. kroner.

Amerikanske panteobligasjoner

Norges Bank igangsatte investeringer i amerikanske panteobligasjoner i 2002 etter at departementet inkluderte panteobligasjoner i referanseporteføljen. Da Norges Bank har anledning til å engasjere eksterne forvaltere i forvaltningen av SPU valgte banken å benytte eksterne forvaltere til å gjennomføre forvaltningen av disse.

Tabell 2 Verdien av kronekontoen per 31. desember 2008 (i mrd. kroner)

Samlet verdi av SPU per 31.12.2007 (i mrd. kroner)	2 017
Overført fra staten i 2008	386
Regnskapsresultat før valutakursreguleringene	-633
Valutakursreguleringer	506
Forvaltningskostnader	-2
Avkastning i norske kroner	-129
Samlet verdi av SPU per 31.12.2008 (etter forvaltningskostnader)	2 273

NBIM oppgir i SPUs årsrapport for 2008 at amerikanske panteobligasjoner forvaltet av eksterne forvaltere ga vesentlige tap i renteforvaltningen. Fondets portefølje av amerikanske panteobligasjoner opplevde et betydelig verdifall i 2008. Riksrevisjonen har foretatt en nærmere gjennomgang og utført revisjonshandlinger utover det Sentralbankrevisjonen og Deloitte har dekket gjennom sin finansielle revisjon.

I forbindelse med fondets forvaltning av amerikanske panteobligasjoner ble det i perioden 2002–2007 utelukkende benyttet eksterne forvaltere. Ved utgangen av 2007 hadde fondet 11 renteforvaltere med 23 ulike mandater. Flertallet av mandatene for amerikanske panteobligasjoner var belånt slik at total eksponering var langt høyere enn allokert kapital. På spørsmål fra Riksrevisjonen har NBIM opplyst at det totalt var investert ca. 120 mrd. kroner ved inngangen til 2008, hvorav 50 mrd. kroner var belånt. Det opplyses videre at hensikten med å benytte belåning var å øke porteføljens meravkastning. Samlet bidro disse investeringene til om lag 40 prosent av tapene på rentesiden i 2008. All belåning ble senere i 2008 fjernet ved å tilføre mer kapital fra SPU.

Riksrevisjonen har gjennomgått fire forvaltningsavtaler mellom Norges Bank og eksterne renteforvaltere. Avtalene viser at forvalterne i svært varierende grad hadde tillatelse til belåning i forvaltningen for å oppnå meravkastning. En forvalter hadde ingen begrensning for belåning, en annen kunne belåne porteføljen opptil 15 ganger av porteføljens markedsverdi. Avtalen med lavest tillatte belåning var på 130 prosent av porteføljens markedsverdi.

Ved innføring av nye finansielle instrumenter har Norges Bank en godkjenningrutine, hvor ulike risikomomenter blir gjennomgått og kartlagt. NBIMs kartlegging av operasjonell risiko viste at Norges Banks risikomålingssystem ikke hadde funksjonalitet til å måle risikoen for denne typen instrumenter. Risikomålingene ble gjennomført ved tilnærminger basert på tilsvarende instrumenter. Norges Bank hadde heller ikke funksjonalitet i renteporteføljesystemet til å kunne håndtere denne typen instrumenter før i 2007. Videre ble det undersøkt om NBIM hadde nødvendig kompetanse ved implementering av amerikanske panteobligasjoner. I 2002 ble alle forhold dokumentert³, hvor NBIMs ledelse blant annet bekref-

3) Dokumentet "New Instrument Approval for Collateral Mortgage Obligations".

tet at kapitalforvaltningsavdelingen hadde nødvendig kompetanse til å ta i bruk amerikanske panteobligasjoner. Riksrevisjonen har stilt spørsmål om hvordan NBIM sikrer intern kompetanse for finansielle instrumenter som tas i bruk av eksterne forvaltere. NBIM har opplyst at forvaltning av denne typen instrumenter var svært spesialisert og spesifikk for det amerikanske markedet, og at de derfor utelukkende valgte å benytte eksterne ekspertise for å gjennomføre forvaltningen.

Riksrevisjonen har videre bedt opplyst hvordan Finansdepartementet vurderer Norges Banks håndtering av risikomåling og om det var tilfredsstillende systemer for å måle dette i 2002–2008. Departementet viser til at det i St.meld. nr. 20 (2008–2009) er gjort nærmere rede for departementets oppfølging av bankens prosjekter for å videreutvikle risikostyringen, og at departementet i 2008 særlig fokuserte på å følge opp status for bankens pågående prosjekter for å styrke risikostyringen innen kapitalforvaltningen. Videre opplyser departementet at dets krav til styring i retningslinjene er basert på overordnede prinsipper om at Norges Bank skal følge beste praksis og internasjonalt anerkjente standarder.

Risikorammen

I forskrift om forvaltning av SPU § 5 er det fastsatt en risikoramme for hvor mye Norges Bank kan fravike fra referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Denne risikorammen måles i forventet relativ volatilitet⁴ og er fastsatt til maksimalt 1,50 prosentpoeng på årlig basis. I løpet av høsten 2008 ble denne rammen overskredet ved flere anledninger. For oktober måned ble forventet relativ volatilitet målt til 1,51 prosentpoeng. Dette ble rapportert til Finansdepartementet av NBIM i brev av 28. november 2008.

Departementet opplyser at det i Nasjonalbudsjettet 2006 påpekte at målet for relativ volatilitet har enkelte svakheter, og at disse svakhetene skal fanges opp av andre prosedyrer innen bankens risikomåling. Departementet opplyser videre at de aktive forvaltningsstrategiene som har gitt betydelig mindreavkastning på rentesiden, ikke i samme grad har trukket på rammen for forventet relativ volatilitet. Dette reflekterer at det fastsatte risikomålet ikke særlig godt fanger opp risiko

4) Forventet relativ volatilitet (statistisk begrep) er et risikomål for hvor mye SPUs faktiske portefølje kan avvike fra referanseporteføljen som er fastsatt av Finansdepartementet. Forskjellen betegnes som forventet relativ volatilitet og måles i standardavvik av avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen.

knyttet til begivenheter som inntreffer svært sjelden. Etter departementets oppfatning viser erfaringene de siste årene at det er ønskelig med et mer finmasket system for å regulere risikoen i aktiv forvaltning. I forbindelse med den bebudede gjennomgangen av regelverket for SPU vil departementet stille strengere krav til Norges Banks forvaltning. Det vil blant annet bli fastsatt supplerende grenser for å ta risiko i den aktive forvaltningen utover dagens grense for relativ volatilitet. Departementet viser videre til at banken har funnet det nødvendig å trekke tilbake tillatelser for tidligere godkjente instrumenter.

2.3 Undersøkelsen av verdsettelse og utlån i SPU
SPUs midler investeres i aksje- og renteinstrumenter. I 2007 ble det vedtatt å øke aksjeandelen i SPU fra 40 til 60 prosent og renteandelen skulle reduseres tilsvarende. I henhold til departementets retningslinjer skal aksjeandelen økes til 60 prosent ved gradvis innføring av nye tilførsler fra departementet over en periode. I tillegg kan det også benyttes derivater som henger naturlig sammen med disse aktivaklassene.

Porteføljen var per 31. desember 2008 rapportert til henholdsvis 49,6 og 50,4 prosent for aksje- og renteinvesteringer. I tillegg til ordinær kapitalplassering i aksje- og renteinstrumenter, låner også NBIM ut SPUs verdipapirer til andre aktører i finansmarkedet. Som sikkerhet mottas verdipapirer i form av aksjer, obligasjoner og kontanter som blir reinvestert i andre verdipapirer.

Formålet med undersøkelsen i 2008 har vært å gjennomgå metoder og modeller som benyttes for verdsettelse av finansielle instrumenter i SPU. I undersøkelsen er det sett nærmere på de rutiner og prosedyrer som eksisterer i forbindelse med verdsettelse av SPU og hvordan dette rapporteres. Ved gjennomgangen av verdsettelsen og rapporteringen av SPU er det undersøkt hvilke priskilder som benyttes, verdsettelsesmetoder og -modeller, rammeverket som er lagt til grunn, og om dette er i henhold til anerkjente internasjonale standarder og beste praksis. I tillegg til verdsettelse er det foretatt en nærmere gjennomgang av utlån av verdipapirer fra SPU (eksterne utlånsprogrammer).

Følgende problemstillinger har blitt undersøkt:

- 1 Hvilke kriterier ligger bak de anvendte verdsettelsesmetoder og -modeller?
- 2 Hvilke prosedyrer og rutiner eksisterer for verdsettelse av finansielle instrumenter i SPU?

- 3 Hvilke regnskapsprinsipper, lover og regler anvendes?
- 4 Støttes verdsettelsesmetodene og regnskapsreglene av fagteori?
- 5 Hvordan håndteres utlån av verdipapirer i SPU, og hvilke retningslinjer eksisterer og anvendes?

Gjennomgangen har vært avgrenset til å kartlegge og vurdere de overordnede rutinene og prosedyrene. Det er i begrenset utstrekning testet om rutinene blir etterlevd i praksis.

Følgende revisjonskriterier er lagt til grunn:

- Kapittel 4 i Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland: "Krav til verddivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko – forskriften § 7"
- Norsk regnskapslovgivning og internasjonale standarder (IFRS/IAS)
- Økonomireglementet for staten med bestemmelser
- Beste praksis internasjonalt

2.3.1 Verdsettelse av SPU

NBIM har utarbeidet rutiner og prosedyrer for verdsettelse av fondet, og har nedsatt en verdsettelseskomite for gjennomgang av verddivurdering og godkjenning av dette. I forbindelse med verdsettelsen av SPU innhenter NBIM prisinformasjon fra prisleverandører i henhold til eget definert prisingshierarki. Verdipapirene i fondet verdsettes til virkelig verdi.

Verdsettelse av aksjeinstrumenter

Per 31. desember 2008 ble aksjeporteføljens markedsverdi oppgitt til 1 129 mrd. kroner, og regnskapsmessig virkelig verdi på balansen ble oppgitt til 1 127 mrd. kroner. Som følge av fall i verdens aksjemarkeder ble det tapt 595 mrd. kroner ved utgangen av 2008 i SPUs aksjeportefølje. Tapet i aksjeforvaltningen besto av realiserte og urealiserte tap. Realiserte tap var på ca. 82 mrd. kroner ved utgangen av 2008 og urealiserte tap var på 545 mrd. kroner. Aksjeforvaltningen stod for det desidert største tapet i 2008.

Verdipapirene er verdsatt til virkelig verdi som i hovedsak er basert på markedskurser fra verdens børser. NBIM har i 2008 for første gang også nedjustert verdien utover markedskurser på aksjesiden, verdimesig utgjorde dette en mindre andel av totalporteføljen.

Etter Riksrevisjonens vurdering er NBIMs verdsettelse av aksjeporteføljen gjennomført i tråd med SPUs retningslinjer punkt 4.1 hvor Finansdepartementet har lagt til grunn virkelig verdi. Verdsettelse er også vurdert i forhold til beste praksis og blant annet mot den internasjonale standard IAS 39 *Finansielle instrumenter – Innregning og måling*. Kriteriene for beste praksis og internasjonale standarder ser ut til å være oppfylt for aksjeforvaltningen. Modellene og metodene som ligger til grunn for prisleverandørenes og regnskapsførerens prisingrutiner framtrer også å være i tråd med det som kan karakteriseres som beste praksis.

Riksrevisjonen vurderer det som positivt at NBIM fra 4. kvartal 2008 besluttet å benytte samme priskilde som referanseindeksen (FTSE) vedtatt av Finansdepartementet. Ifølge NBIM var det ikke mulig å håndtere dette tidligere på grunn av tjenesteleverandørens tekniske løsning.

Verdsettelse av renteinstrumenter

Fram til utgangen av 2008 ble renteinstrumenter priset av ulike prisleverandører avhengig av om disse var internt eller eksternt forvaltet. I henhold til NBIMs verdsettelsespolicy ble det fra 4. kvartal 2008 vedtatt å benytte Barclays Global Aggregate som primær priskilde både for intern- og eksterntforvaltning.

Som resten av markedet opplevde også NBIM store utfordringer med å fastsette virkelig verdi på enkelte strukturerte renteinstrumenter⁵. Finanskrisen medførte at likviditeten for slike verdipapirer forsvant og førte til en betydelig usikkerhet ved verdsettelsen. NBIM innhentet blant annet priser fra ulike priskilder og megleranslag. NBIM har en egen avdeling som har en priskoordinatorrolle og som på månedlig basis gjennomgår verdsettelsen og utarbeider verdsettelsesrapport.

Ifølge resultatregnskapet per 31. desember 2008 hadde renteforvaltningen et urealisert tap på 49 mrd. kroner og et realisert tap på 15 mrd. kroner. I St.meld. nr. 20 (2008–2009) påpeker departementet at den aktive renteforvaltningen står for en stor andel av samlet mindreaktning, og at Norges Banks aktive obligasjonsinvesteringer i stor grad har hatt en felles eksponering mot underliggende systematisk risiko (likviditetsrisiko og kredittrisiko).

5) Verdipapirer bestående av ulike lån samlet i en pakke. Denne pakken av lån blir da utstedt som et verdipapir som blir inndelt i flere transjer (deler). Transjene rangeres fra senior til junior. Seniortransjene skal per definisjon ha lavere risiko og lavere avkastning.

Markedsverdi av SPUs renteinvesteringer ble i balansen oppgitt til 1 146 mrd. kroner, og virkelig verdi av obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer ble oppgitt til totalt 1 612 mrd. kroner ved utgangen av 2008. Av dette var 712 mrd. kroner (ca. 44 prosent) verdsatt basert på observerbare markedspriser i aktive markeder. Videre ble 826 mrd. kroner (over 50 prosent) verdsatt etter kategori "modellpriset med observerbare datapunkter".⁶ Det vil si at der hvor det ikke forelå observerbare markedspriser fra aktivt marked ble det benyttet priser fra lignende verdipapirer hvor det nylig hadde vært foretatt markedstransaksjoner.

Renteverdipapirer for 74 mrd. kroner (i underkant av 5 prosent) ble kategorisert som "modellpriset med større usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi". I forbindelse med prising av disse benyttet NBIM den internt utviklede likviditetsfradragmodellen. Denne modellen ble utviklet i forbindelse med NBIMs gjennomgang av verdsettelse i prosjektet "Uavhengig verdiprisering" (2006–2008), hvor det ble definert et likviditetsfradrag for renteverdipapirer i henhold til en risikoklassifisering. I 2008 ble det foretatt et likviditetsfradrag for renteinstrumenter for å hensynta prisusikkerhet på i overkant av 3. mrd. kroner mot 2 mrd. kroner i 2007. Det vil si at det ble foretatt nedskrivning utover markedsprisen fra ordinære priskilder.

Selve modellen og kategoriseringen av likviditetsfradraget synes å være i tråd med IFRS-krav om bruk av verdsettelsesteknikker i ikke-aktive markeder, men det stilles spørsmål ved størrelsen på de konkrete likviditetsfradragene og forutsetningene for disse som NBIM har lagt til grunn. Fradragene er basert på beste skjønn og kan karakteriseres som estimer.

Prosessen med verdsettelse av renteinstrumenter vurderes å ikke være på beste praksis-nivå. NBIMs egenutviklede likviditetsfradragmodell er en enkel modell hvor det er foretatt sjablonmessig nedjustering av verdiene utover markedspriser. Rutinene for prising var ulike fram til 3. kvartal 2008. Interne og eksterne renteforvaltere benyttet Barclays Global Aggregate som primær priskilde, men for strukturerte renteinstrumenter brukte eksterne forvaltere flere andre priskilder enn det som var definert for internforvaltningen. Regnskapsmessig har det også vært noe uensartet behandling av internt og eksternt forvaltede renteinstrumenter.

6) Jf. SPUs årsrapport 2008, note 9, side 81.

Implementeringen av samme priskilde for renteinstrumenter som for referanseporteføljen vurderes av Riksrevisjonen som positivt. De verdsettelsesmetoder og -modeller som benyttes av Barclays Global Aggregate anses å være i tråd med beste praksis.

Rentebytteavtaler

Per 31. desember 2008 var det et netto tap på 31 mrd. kroner for finansielle derivater. SPU hadde stor eksponering i rentebytteavtaler og hadde en negativ verdiutvikling på 33 mrd. kroner på slike avtaler. NBIM forklarer den negative utviklingen i årsrapporten for 2008 slik:

"Vi hadde i stor grad en struktur der vi byttet kontantstrømmer mellom statspapirer og andre obligasjoner med meget høy kredittvurdering. Slike posisjoner vil gi en løpende gevinst under normale markedsforhold. I 2008 steg kreditt- og likviditetspremiene langt mer enn hva som var priset inn i rentebytteavtalene. I denne situasjonen ga disse strategiene betydelig mindreakstning. Samlet sett utgjorde disse strategiene om lag 10 prosent av tapene i renteforvaltningen. Denne forvaltningsstrategien ble avvirket i 2008."

Selv om denne typen forvaltningsstrategi ble avvirket i 2008 synes det for Riksrevisjonen som om at avvirkningen av strategien vil gjelde for avtaler som inngås fram i tid. For de allerede inngåtte avtalene kan verdien bli påvirket både i positiv og negativ retning framover.

2.3.2 Utlån av verdipapirer

Utlån av verdipapirer anses som en normal aktivitet hos store porteføljeforvaltere og kan være en viktig kilde for å oppnå meravkastning. SPU's størrelse, dets lange tidshorisont og investeringenes passive karakter, gjør fondet attraktivt som utlåner. Norges Bank har inngått avtaler med eksterne agenter for utlån av verdipapirer. Denne delen av utlånsvirksomheten betegnes som eksterne utlånsprogrammer.

De eksterne utlånsprogrammene utgjør en vesentlig del av forvaltningen av SPU. I 2007 var det lånt ut verdipapirer for 516 mrd. kroner (ca. 25 prosent av forvaltningskapitalen) og for 2008 utgjorde utlån av verdipapirer 374 mrd. kroner (ca. 16 prosent av forvaltningskapitalen).

I forbindelse med de eksterne utlånsprogrammene låner NBIM ut aksjer og obligasjoner gjennom de eksterne agentene mot sikkerhet i form av aksjer,

renteinstrumenter og kontanter. Det er satt krav til hvilke aksjer og obligasjoner som kan mottas som sikkerhet. Dersom sikkerheten anses for å være lav blir det krevet tilleggssikkerhet. Videre kreves det en ekstra margin på sikkerhetsstillelsen. Agenter/NBIM vurderer daglig om sikkerhetsstillelsen er tilfredsstillende. Som en ytterligere forsikring har agentene påtatt seg et visst ansvar overfor NBIM dersom låntaker ikke kan gjøre opp for seg. Dette gjelder imidlertid ikke for aksjer dersom en motpart kommer i en misligholdssituasjon, for eksempel dersom innlåner/agenten ikke kan stille tilleggssikkerhet. Mottatte obligasjoner med god kredittkvalitet vurderes å gi en tilfredsstillende sikkerhet for fondet.

I tillegg til eksterne utlånsprogrammer forestår NBIMs internforvaltning også utlån og innlån av verdipapirer. Utlån utgjorde 160 mrd. kroner og innlån utgjorde 514 mrd. kroner per 31. desember 2008.⁷ Ved utgangen av 2008 så nettoeffekten av denne virksomheten ut til å ha generert en implisitt belåning⁸ på om lag 354 mrd. kroner. Riksrevisjonen har imidlertid ikke sett nærmere på utlån og innlån av verdipapirer som foretas av NBIMs internforvaltning.

Reinvestering av kontantsikkerhet

Når NBIM låner ut et verdipapir skal verdipapiret leveres tilbake på et gitt tidspunkt. På samme tidspunkt må NBIM levere tilbake kontanter som er mottatt som sikkerhet, med tillegg av en påløpt rentekostnad. Det er partenes ansvar i utlånsperioden å ta vare på de aktiva som er utvekslet. For SPU's vedkommende vil det si å generere en avkastning som minst tilsvarer den påløpte rentekostnaden. Deler av kontantsikkerhetsstillelsen har derfor vært reinvestert i et eget internt fond som Norges Bank opprettet (Short Term Bond Fund – STBF). I tillegg til mottatte aksjer og obligasjoner som sikkerhet, hadde NBIM per 31. desember 2008 mottatt kontantsikkerhetsstillelse på 189 mrd. kroner. Deler av kontantsikkerheten ble benyttet til STBF som ved utgangen av 2008 var bokført til 63 mrd. kroner.

Det har i ettertid vist seg at plasseringene av kontantsikkerheten i STBF har påført SPU tap. STBF har investert i strukturerte renteinstrumenter med høyere risiko enn tradisjonelle obligasjoner. På grunn av problemer med omsetningen av disse instrumentene ble STBF

7) Jf. note 3.1 i SPU's årsrapport for 2008.

8) Indirekte lånefinansiering også kalt for gearing eller leverage på engelsk.

frosset i august 2007, og investeringene vil reduseres etter hvert som obligasjonene går til forfall. Som følge av negativ markedsutvikling i 2008 ble et urealisert verditap på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser i form av obligasjoner på 5,6 mrd. kroner regnskapsført mot 3,1 mrd. kroner i 2007. Totalt ble det tapsført 8,7 mrd. kroner i 2007 og 2008. STBF gir en tilleggsrisiko på lik linje med lånefinansiering. STBF omfattes ikke av den samme sikkerhetsstillelsen fra agentene som de øvrige verdipapirene.

Finansdepartementet har i brev til Riksrevisjonen opplyst at:

"Når Norges Bank reinvesterer kontantsikkerhet i eget navn, kan dette betraktes som en investering som er 100 prosent lånefinansiert [...] og [...] må behandles som ordinære transaksjoner i henhold til reglene for de relevante hovedrisikogrupperne og de etiske retningslinjene."

Videre har departementet opplyst at rammeverket ikke er like presist for hvordan belåning skal behandles ved beregning av aktiva- og regionsandeler, og at gjeldende regelverk ikke inneholder direkte bestemmelser om implisitt opplåning. Etter departementets syn har ikke implisitt opplåning vært i strid med det regelverket departementet har fastsatt, så lenge Norges Bank overholder de kvantitative og kvalitative bestemmelser som er fastsatt i retningslinjene.

Etter departementets oppfatning er det Norges Banks hovedstyres ansvar å påse at det etableres interne retningslinjer som regulerer implisitt opplåning, og som sikrer at denne typen aktiviteter ligger innenfor de kvantitative og kvalitative krav som er stilt i retningslinjene.

Når verdipapirer er utlånt anses de juridisk for å være overført til låntaker. I forbindelse med utlån av verdipapirer mottas det kontantsikkerhet og denne kan bare reinvesteres i renteinstrumenter. Renteandelen i SPU øker som følge av utlån av verdipapirer og reinvestert kontantsikkerhetsstillelse. Ved utgangen av 2008 var det lånt ut aksjer for 183 mrd. kroner, og det var mottatt aksjer som sikkerhet for 138 mrd. kroner. Det vil si at om lag 45 mrd. kroner som var mottatt som kontantsikkerhet for aksjeutlån var plassert i renteinstrumenter per 31. desember 2008. Rentevekten synes derfor å ha vært underrapportert, og tilsvarende synes aksjevekten å ha vært over-

rapportert fra Norges Bank til Finansdepartementet og i årsrapportene for de enkelte år.

NBIM har opplyst at utlån av verdipapirer holdes utenfor vektene fordi NBIM definerer slike aktiviteter til å ligge utenfor selve fordelingen av kapital mellom aksjer og renteinstrumenter, og at fordelingen tar utgangspunkt i forvaltet kapitalbase i balansen. Finansdepartementet opplyser derimot i brev til Riksrevisjonen at reinvesteringene burde vært hensyntatt ved beregning av aksje-/rentevekter og land-/sektorvekter.

Riksrevisjonen har videre oppfattet det slik at aksjer som mottas som sikkerhetsstillelse faller utenfor Etikkrådets overvåkning, og ikke blir vurdert løpende av Etikkrådet på lik linje med aksjer som er i SPUs portefølje og offisielle aksjeholdningsoversikt. Verdipapirer mottatt som sikkerhet holdes utenfor SPUs balanse og blir derfor ikke offentliggjort i aksjeholdningsoversikten for SPU.

I henhold til forskriften § 5 har Norges Bank fått tildelt en risikoramme som måles i forventet relativ volatilitet, jf. punkt 2.2. Fram til 3. kvartal 2008 har Norges Bank ikke inkludert STBF i beregningen av forventet relativ volatilitet. Etter Riksrevisjonens vurdering synes NBIM fram til da å ha presentert lavere verdier for forventet relativ volatilitet i årsrapporter og til Finansdepartementet, enn om utlån av verdipapirer og reinvestert kontantsikkerhet hadde vært inkludert i beregningene.

Rammeverk/retningslinjer

Det konstateres at Norges Bank/NBIM ved utgangen av 2008 ikke hadde utarbeidet skriftlige interne retningslinjer vedrørende utlån av verdipapirer som formaliserte prosedyrer, rutiner og mandater på linje med NBIMs verdsettelsespolicy. NBIM har opplyst til Riksrevisjonen at en tilsvarende policy for utlån av verdipapirer ble etablert i 1. kvartal 2009. Det forelå ved utgangen av 2008 heller ingen klare retningslinjer fra Finansdepartementet om utlån av verdipapirer, for eksempel om hvordan mottatt kontantsikkerhet og reinvesteringer skulle behandles. Dette vurderes som uheldig fordi utlånsvirksomheten i 2007 utgjorde ca. 25 prosent og for 2008 utgjorde ca. 16 prosent av SPUs portefølje. Gjennom utlånsvirksomheten foregår det aktiviteter som blant annet endrer fondets risikobilde og aksje- og rentevекter.

Gjeldende regelverk inneholder etter departementets vurderinger ikke direkte bestemmelser om utlån av verdipapirer. Utlånsprogrammet har med tiden blitt omfattende, og etter departementets syn kan det nå være grunn til å gi overordnede prinsipper for utlån av verdipapirer og reinvesteringer av mottatt kontantsikkerhet.

Etter departementets oppfatning er det hovedstyret i Norges Banks ansvar å påse at det etableres interne retningslinjer som regulerer utlån av verdipapirer og reinvestering av mottatt kontantsikkerhet, og at slik virksomhet ligger innenfor de kvantitative og kvalitative krav som er stilt i retningslinjene. Departementet uttaler videre at delegasjon av den operative forvaltningen til Norges Bank ikke fritar for ansvar, og at departementet derfor vil ha et ansvar for at det finnes rutiner som sørger for at rammeverket for forvaltningen blir fulgt.

2.3.3 Regnskapsregelverk og -prinsipper

Til og med 2008 er det benyttet samme regnskapsregelverk og -prinsipper for SPU ved regnskapsavleggelsen som for Norges Banks regnskap. I hovedsak benyttes norsk regnskapslovgivning og god regnskapsskikk med enkelte unntak begrunnet i sentralbankspesifikke forhold. Imidlertid synes ikke alle unntakene å være begrunnet ut fra kun sentralbankspesifikke forhold. Eksempelvis er derivater og uoppgjorte handler presentert netto i balansen, mens det ifølge regnskapsregelverket skal presenteres brutto.

I starten, da SPU var et lite fond, fant Norges Bank det hensiktsmessig å følge sentralbankens regnskapsprinsipper også for SPU. Som følge av fondets nåværende størrelse og kompleksitet finner Riksrevisjonen det naturlig at SPU's regnskapsrapportering underlegges norsk regnskapslov. Videre at IFRS anvendes der norsk regnskapslovgivning ikke oppfyller beste praksiskriteriet, eller dersom norsk regnskapslovgivning ikke regulerer det enkelte forhold. Dette vil sikre at forvaltningen av SPU blir rapportert etter internasjonalt anerkjente standarder, og muliggjøre måling mot beste praksis. Dette vil kunne bidra til å øke informasjonskvaliteten og nytteverdien for eksterne brukere av regnskapet til SPU.

Både størrelsen og betydningen av fondet tilsier at fondet i rapporteringen bør ha samme informasjonskvalitet som andre store internasjonale kapitalforvaltere. For øvrig stiller økonomireglementets bestemmelser krav til at det skal

utarbeides et eget fullstendig regnskap for statlige fond. Norges Bank betegner regnskapet for SPU som noter til Norges Banks regnskap. Å gi SPU's regnskap status som noteopplysninger vurderes ikke å være i samsvar med økonomireglementets bestemmelser.

Finansdepartementet foreslår i St.meld. nr. 20 (2008–2009) *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008*, å gjøre Norges Bank regnskapspliktig etter regnskapsloven. Dette vurderes som et skritt i riktig retning. Basert på den regnskapsutviklingen som finner sted, er det naturlig å forvente at det også bør ses hen til de reglene som følger av internasjonale regnskapsstandarder (IFRS). Hvilket regelverk SPU skal følge bør komme klart fram i forskrift om SPU og ikke være indirekte regulert gjennom endringene i sentralbankloven.

Departementet er enig med Riksrevisjonen i at det er behov for å klargjøre regnskapsreglene for Norges Bank, inkludert plasseringene for Statens pensjonsfond – Utland. Etter departementets syn bør regnskapsreglene for Norges Bank fastsettes i eller i medhold av sentralbankloven. Det vil gi en klar og uavhengig forankring av grunnlaget for årsregnskapet og årsberetningen til Norges Bank. Praksisen med at representantskapet fastsetter regnskapsprinsippene for banken er ikke fullt ut tilfredsstillende. Det er derfor fremmet forslag i Ot.prp. nr. 58 (2008–2009) om endringer i sentralbanklovens bestemmelser om regnskap og revisjon. Departementet mener det er naturlig at spørsmålet om hvilket rammeverk innenfor regnskapslovens bestemmelser som banken underlegges, og eventuelle avvik grunnet særskilte forhold ved sentralbankvirksomheten, reguleres nærmere i forskrift om bankens regnskaper.

Virkelig verdi

Finansdepartementet har i SPU's retningslinjer kapittel 4 stilt krav om at verdsettelsen av SPU skal følge internasjonale standarder og metoder, og at verdien på fondet skal representere virkelig verdi på måletidspunktet. Verdsettelse til virkelig verdi har vært det gjeldende prinsippet for Norges Bank siden 1999, og dermed for verdsettelsen av SPU. Virkelig verdi er i tråd med både norsk regnskapslovgivning, internasjonalt regelverk og internasjonal praksis. Virkelig verdi er i henhold til den internasjonale standard IAS 39 definert slik: "Virkelig verdi er det beløp en eiendel kan omsettes for eller en forpliktelse gjøres opp med i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige

parter". Verdiendringene knyttet til disse instrumentene skal enten resultatføres eller føres direkte mot egenkapitalen.

Måling til virkelig verdi har vist seg å være spesielt utfordrende når markedene er illikvide eller turbulente, hovedsakelig på grunn av at usikkerheten øker. Når risikoen i markedet øker, øker risikopremien mv. og den virkelige verdien reduseres. Usikkerheten går på om prisen faktisk representerer virkelig verdi eller ikke. Dette bidrar til å redusere påliteligheten til regnskapene.

For å imøtekomme prisusikkerheten i finansielle instrumenter og spesielt renteinstrumenter, har NBIM gjennomgått sine verdipapirer og rangert disse i ulike risikokategorier. Videre er det blitt utviklet en enkel intern modell som nedjusterer verdien av verdipapirene utover prisen fra prisleverandør avhengig av risikokategorien. Prisnedjusteringen eller likviditetsfradraget er gjort etter at det har vært innhentet priser fra ulike priskilder inkludert megleranslag. Metoden er anvendt både for verdipapirer hvor det er illikviditet i markedet og for verdipapirer hvor det er større prisusikkerhet knyttet til de prisene som er mottatt fra prisleverandører.

Riksrevisjonen vurderer prosentsatsene som NBIM har utarbeidet for likviditetsfradragene som estimater. Disse er omtalt og begrunnet i NBIMs verdsettelsesnotat, men det foreligger ikke tilfredsstillende dokumentasjon for hvordan NBIM kommer fram til de ulike satsene og de underliggende parameterne. Internasjonale standarder, bokføringsloven og økonomireglementet stiller strenge krav til dokumentasjon.

Med unntak av mangelfull dokumentasjon av estimatene, anses NBIMs generelle håndtering av verdsettelsen av finansielle instrumenter i ikke-aktive markeder å være i tråd med IFRS og norsk god regnskapsskikk. I vurderingen legges det til grunn at NBIMs framgangsmåte er begrunnet med virkelig verdi, og at det ikke er gjort av rent forsiktighetsprinsipp.

I Forvaltningsavtalens punkt 2.1 gir departementet føringer om at Norges Bank skal forvalte fondet i samsvar med lov, forskrifter, økonomireglementet for staten, og andre vedtak og retningslinjer for fondet. Fram til 3. kvartal 2008 hadde Norges Bank ikke utarbeidet intern dokumentasjon som dokumenterte om forvaltningen av fondet var i samsvar med økonomireglementet for staten, og hvorvidt det eventuelt oppstod

konflikt mellom økonomireglementet og de øvrige lover og regler som SPU skal følge. NBIM har senere foretatt en vurdering og opplyser at Norges Banks regnskapsprinsipper om "fair value" (virkelig verdi) åpenbart ikke er forenlig med kontantprinsippet.

Dersom Norges Bank hadde tatt hensyn til økonomireglementet for staten, kunne for eksempel virkelig verdi ikke vært lagt til grunn ved verdsettelse av fondet. Kontantprinsippet er det bærende prinsippet for statsregnskapet, og gjelder for regnskapsførsel etter bevilgningsreglementet som er lagt til grunn i økonomireglementet for staten. Kontantprinsippet kan derimot ikke benyttes i henhold til regnskapsloven eller internasjonale standarder (IFRS). Riksrevisjonen vurderer det imidlertid slik at verdsettelse av SPU til virkelig verdi er det mest korrekte prinsippet for måling av fondets verdi da prisutviklingen blir hensyntatt løpende.

Noteopplysninger

Fram til 2006 ble det ikke utarbeidet noter ved regnskapsrapportering av SPU. Noteopplysninger var i 2007 på et minimumsnivå for et fond av den størrelsen som SPU representerer. Riksrevisjonen kan ikke se at denne praksisen er begrunnet ut fra sentralbankspesifikke forhold. For 2008 ble noteopplysningene utvidet noe mer med hensyn til opplysninger om risiko. Både størrelsen på den kapitalen som er investert i SPU, samt den interesse som knytter seg til avkastningen i SPU tilsier at opplysningene som gis i forbindelse med regnskapsrapporteringen bør være på beste praksis nivå.

Regnskapsloven § 7-2 stiller krav om at det skal gis opplysninger om anvendte prinsipper. Prinsippnoten manglet i SPU's årsrapporter fram til 2006. Prinsippnoten kom på plass første gang ved avleggelse av 2007-regnskapet, og den ble utvidet ytterligere i 2008. Regnskapsloven § 7-17 stiller krav om tilleggsopplysninger for finansielle instrumenter som er målt til virkelig verdi⁹. I notene til regnskapet for 2008 gis det bedre informasjon enn for 2007, men likevel kan det her gis mer informasjon om vesentlige forutsetninger som er lagt til grunn for verddivurderingen og kriteriene bak likviditetsfradraget. For å kunne være på beste praksis-nivå anses det ikke som tilstrekkelig å oppfylle minimumskravet i regnskapsloven § 7-17.

9) Av Regnskapsloven § 7-17 framgår blant annet at det skal gis opplysninger om vesentlige forutsetninger som ligger til grunn for vurderingen.

Den internasjonale standard IFRS 7 *Finansielle instrumenter – opplysninger* og beste praksis tilsier at opplysninger om risiko bør framgå av noten, blant annet med sensitivitets-opplysninger. I henhold til IFRS 7.41 a) og b) er det fortsatt et betydelig potensiale for forbedring ved å opplyse mer om de metoder, parametre og forutsetninger som ligger til grunn for beregningene¹⁰ og de begrensninger som ligger i modellene. Med bakgrunn i ovennevnte forhold vurderes noteopplysningene ikke å være på beste praksis-nivå¹¹.

2.4 Eierskapsutøvelse for Statens pensjonsfond

I henhold til Finansdepartementets retningslinjer for forvaltningen av SPU punkt 5.3.1 og retningslinjer for forvaltningen av SPN punkt 5.3.1 skal eierskapsutøvelsen ivareta fondenes finansielle interesser. Riksrevisjonen har ved revisjon av Statens pensjonsfond for 2008 vurdert om eierskapsutøvelsen for SPU og SPN følger OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper.

Det er gitt utfyllende bestemmelser om at eierskapsutøvelsen i hovedsak skal baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse for multinasjonale selskaper. Av sistnevnte framgår blant annet at multinasjonale selskaper skal betale skatter til rett tid til stater hvor de opererer.

Norges Bank Investment Management (NBIM) opplyste at de i sin eierskapsutøvelse vektlegger forhold som stemmerettsregler for aksjer, barnarbeid, miljømessige forhold og styrets uavhengighet til selskapets ledelse. De har ikke noen særskilt oppfølging av utenlandsk registrerte foretak i SPUs portefølje som opererer i Norge, eller av om disse selskapene innbetaler skatter til rett tid.

Riksrevisjonen har bedt departementet opplyse om deres syn på Norges Banks oppfølging av OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse. Videre har Riksrevisjonen bedt departementet opplyse om hvordan det forholder seg til om selskaper i SPUs og SPNs porteføljer ikke betaler skatter til rett tid, eller dersom disse har vesentlige skatterestanser til Norge.

Departementet opplyser at de etiske retningslinjene for SPU punkt 3.1 bestemmer at Norges Banks eierskapsutøvelse i hovedsak skal baseres på FNs Global Compact og retningslinjer for

eierskapsutøvelse for multinasjonale selskaper. Norges Bank har i sin eierskapsutøvelse valgt ut fokusområder i eierskapsarbeidet. Finansdepartementet mener at det er en riktig strategi fra bankens side å konsentrere innsatsen i eierskapsutøvelsen på utvalgte områder, og dette er også omtalt nærmere i St.meld. nr. 20 (2008–2009). Departementet har ikke innvendinger til at banken ikke har prioritert spørsmål om porteføljeselskapers betaling av skatt i rett tid til Norge, og at spørsmål knyttet til skattlegging og -innkreving til Norge som stat på vanlig måte må håndteres av norske skattemyndigheter.

Departementet ser på det som en uheldig rolleblanding om Norges Bank i egenskap av finansiell forvalter skulle være spesielt opptatt av hvordan utenlandske selskaper de er minoritetseier i, håndterer sine skattemessige forhold til Norge.

3 Riksrevisjonens bemerkninger

3.1 Statens pensjonsfond – Norge

Aksjeandelen i SPN falt til under minimumskravet på 50 prosent ved flere anledninger i 2008. I henhold til SPNs forskrift § 2 skal den være minimum 50 prosent. Folketrygdfondet orienterte departementet straks og igangsatte rebalanseringsprosess som ble avsluttet i februar 2009. Ifølge departementet kan det i ekstreme markeds-situasjoner oppstå brudd på bestemmelsene som det på forhånd ikke er hensiktsmessig å sikre seg mot fullt ut. Videre legger departementet til grunn at forvalterorganisasjonene skal varsle departementet straks brudd avdekkes. I det nye rammeverket for SPU vil departementet presisere dette, og vil også senere ta det inn i retningslinjene til SPN.

Riksrevisjonen er enig med departementet om at det i ekstreme markeds-situasjoner kan oppstå brudd på bestemmelsene. Riksrevisjonen stiller imidlertid spørsmål om hvorfor rammeverket fra departementet om varslingsrutiner fra forvalteren ikke var på plass for regnskapsåret 2008.

3.2 Statens pensjonsfond – Utland

Utlån av verdipapirer

De eksterne utlånsprogrammene til SPU har med tiden blitt omfattende. Verdipapirer for om lag 500 mrd. kroner (ca. 25 prosent av fondets forvaltningskapital) var utlånt gjennom agenter ved utgangen av 2007, og verdipapirer for

10) Value at Risk-beregninger. Value at Risk er en målemetodikk for risiko.

11) Som et eksempel på beste praksis kan nevnes UBS' årsrapport 2008, note 27 og side 128–134.

ca. 374 mrd. kroner (ca. 16 prosent av fondets forvaltningskapital) var utlånt ved utgangen av 2008. I tillegg foregår det en betydelig aktivitet med innlån og utlån av verdipapirer ved NBIMs internforvaltning. Ved utgangen av 2008 utgjorde internforvaltningens utlån knyttet til gjensalgsvtaler 160 mrd. kroner, og innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler utgjorde 514 mrd. kroner. Utlån av verdipapirer utgjorde totalt 534 mrd. kroner, og dette tilsvarte ca. 23,5 prosent av SPUs forvaltningskapital per 31. desember 2008. Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler kommer i tillegg til dette.

For de utlånte verdipapirer i SPU mottar NBIM obligasjoner, aksjer og kontanter som sikkerhet. Ved utgangen av 2008 var det lånt ut aksjer for 183 mrd. kroner, og som sikkerhet var det mottatt aksjer for 138 mrd. kroner. Om lag 45 mrd. kroner som var mottatt som kontantsikkerhet for aksjeutlån var plassert i renteinstrumenter. Når det mottas kontanter som sikkerhet for aksjer og disse reinvesteres i renteinstrumenter, hensyntar ikke NBIM dette ved beregning av aksje- og rentevokter. Det ser derfor ut til at SPUs rentevekt har vært underrapportert fra NBIM til Finansdepartementet og i SPUs årsrapporter som følge av at kontantsikkerheten som mottas for aksjer, reinvesteres i renteinstrumenter. Riksrevisjonen stiller derfor spørsmål ved om ikke den faktiske sammensetningen burde reflekteres ved beregningen av vektene for aksje- og renteporteføljen.

Fram til 2009 har det ikke foreligget retningslinjer eller rammeverk verken fra departementet eller Norges Bank som regulerer utlånsvirksomheten til SPU. Riksrevisjonen ser det som positivt at NBIM har utarbeidet interne retningslinjer for utlån av verdipapirer i 1. kvartal 2009 etter at Riksrevisjonen påpekte forholdet i januar 2009.

Etter Riksrevisjonens vurdering er utlånsaktiviteten så omfattende at det burde foreligge et overordnet rammeverk som regulerer utlån av SPUs verdipapirer. Finansdepartementet har opplyst at de vurderer å utarbeide slike overordnede prinsipper. Riksrevisjonen stiller spørsmål ved om departementet ikke på et tidligere tidspunkt burde ha regulert utlån av verdipapirer.

Belåning av verdipapirer i SPU

Riksrevisjonens undersøkelse viser at det foretas omfattende belåning av verdipapirer i SPUs portefølje. Blant annet gjelder dette i forbindelse

med reinvestering av kontantsikkerhetsstillelser i STBF (Short Term Bond Fund)¹², i forbindelse med handel med gjenkjøps- og gjensalgsvtaler foretatt av NBIMs internforvaltning og ved ekstern forvaltning av renteinstrumenter. Belåning av SPUs verdipapirer som følge av etablering av STBF og eksterne renteforvalteres håndtering av amerikanske panteobligasjoner, beløp seg til i overkant av 110 mrd. kroner i 2008. Dette tilsvarte ca. 5 prosent av forvaltningskapitalen i SPU.

NBIM fjernet belåningen i de amerikanske panteobligasjonene ved å tilføre ca. 50 mrd. kroner i kontanter. I henhold til investeringsstrategien skulle hele tilførselen fra staten inklusive dette beløpet vært benyttet til å øke aksjeandelen, men dette skjedde ikke. Midlene ble derimot benyttet til å fjerne belåningen i amerikanske panteobligasjoner for å innfri SPUs forpliktelser. Riksrevisjonen stiller spørsmål ved om bruken av midlene er i samsvar med den vedtatte investeringsstrategien hvor tilførselen skulle benyttes til å øke aksjeandelen.

Riksrevisjonen har stilt spørsmål ved om NBIM i sin forvaltning har adgang til å foreta belåning (leverage) av verdipapirer, eller å tillate eksterne forvaltere å belåne porteføljen de forvalter på vegne av fondet. Det foreligger ingen konkrete retningslinjer fra Finansdepartementet om adgang til "belåning" av SPUs portefølje.

Riksrevisjonen bemerker at rammeverket og retningslinjene på dette området framstår som mangelfulle, og stiller spørsmål ved om denne praksisen er gjort tilstrekkelig kjent for Stortinget. Det reises på denne bakgrunn spørsmål om den omfattende belåningen er i samsvar med Stortingets vedtak og forutsetninger.

Amerikanske panteobligasjoner

I henhold til Finansdepartementets retningslinjer for forvaltningen av SPU skal operasjonell risiko være identifisert og kunne måles før ny virksomhet, herunder nye finansielle instrumenter, igangsettes.

Ved igangsetting av investeringer i amerikanske panteobligasjoner i 2002 har NBIM opplyst at det utelukkende ble benyttet ekstern ekspertise fordi NBIM ikke hadde tilstrekkelig intern kompetanse på dette området. NBIM hadde for øvrig ikke funksjonalitet til å kunne måle risikoen da investeringene ble igangsatt og opplyser at det

12) STBF er et eget internforvaltet fond i NBIM.

vil være på plass i 1. halvår 2009. Ved igangsettingen hadde NBIM heller ikke et forvaltningssystem som kunne håndtere denne typen renteinstrumenter, og det var ikke på plass før i slutten av 2007. Dette er ikke i samsvar med retningslinjene om forvaltning av SPU hvor kravet er at operasjonell risiko skal være tilstrekkelig identifisert og ivaretatt ved implementering av nye instrumenter.

NBIM har opplyst at for å styrke kontrollen med eksterntforvaltningen, fastsatte NBIM i 2008 et nytt prinsipp om at ingen instrumenter skal settes ut til eksternt forvaltning med mindre NBIM har intern systemstøtte for instrumentet. Tilsvarende har NBIM foretatt en gjennomgang og oppdatering av retningslinjer for godkjenning av nye markeder og instrumenter.

Riksrevisjonen vil bemerke at retningslinjenes krav til identifisering av operasjonell risiko ikke har vært etterlevd av NBIM. Dette begrunnes med at det ikke var etablert tilfredsstillende intern kompetanse og at systemstøtten var mangelfull, blant annet for risikomåling ved igangsetting av investeringer i amerikanske panteobligasjoner.

Riksrevisjonen reiser spørsmål om departementet har hatt tilfredsstillende oppfølging av forvaltningen på området da det ikke forelå tilstrekkelig intern kompetanse i perioden 2002–2007, og da risikomålingssystemet ikke har hatt tilstrekkelig funksjonalitet i perioden 2002–2008.

Verdsettelse

NBIM har utarbeidet rutiner og prosedyrer for verdsettelse av verdipapirer i SPU og har nedsatt egen verdsettelseskomite. Det er positivt at NBIM har foretatt en grundig gjennomgang av prisingsrutiner, etablert verdsettelseskomite og etablert en egen avdeling som har priskoordinatorrolle.

NBIM har hatt store utfordringer med å verdsette SPUs renteverdipapirer både i 2007 og 2008. Ved utgangen av 2008 ble over 50 prosent av renteverdipapirene verdsett etter modellpriser. I underkant av 5 prosent ble priset ved modellprising med større usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi, blant annet ved hjelp av NBIMs likviditetsfradagsmodell.

Det har vært noe uensartet praksis ved verdsettelse av renteinstrumenter avhengig av om det har vært internt eller eksternt forvaltet. NBIM har utviklet en enkel modell som hensyntar prisusikkerheten i renteverdipapirer. Med bakgrunn i denne modellen

foretas det sjablonmessig prosentfradrag utover prisene fra de forskjellige priskildene. Prosentfradraget kan karakteriseres som estimer. Dokumentasjonen av estimatene og underliggende parametre anses ikke som tilfredsstillende, da det stilles strenge krav til dokumentasjon i henhold til regnskapsregelverket. For øvrig bemerkes det at prosentfradragene vil inneholde en viss usikkerhet om hvorvidt verdsettelsen representerer virkelig verdi.

Verdipapirene i fondet verdsettes for øvrig til virkelig verdi og er i tråd med Finansdepartementets krav i retningslinjenes kapittel 4. Modeller og metodene som ligger til grunn ved verdsettelsen vurderes å være i tråd med internasjonale standarder og det som kan karakteriseres som beste praksis, med unntak av en internt utviklet modell for likviditetsfradrag.

Riksrevisjonen har merket seg at NBIM fra 2009 skal benytte samme priskilde som referanseporteføljen både for aksje- og renteinstrumenter. Etter Riksrevisjonens vurdering burde dette ha vært gjennomført tidligere. Riksrevisjonen reiser spørsmål om hvordan departementet vil sikre at det foreligger tilfredsstillende dokumentasjon for verdsettelse, herunder likviditetsfradagsmodell.

Regnskapsregelverk

Fram til 2008 har representantskapet fastsatt regnskapsprinsipper for Norges Bank inklusive SPU. Praksisen med at representantskapet fastsatte regnskapsprinsipper for banken har i henhold til departementet ikke vært fullt ut tilfredsstillende.

I perioden 1998–2006 har det ikke vært utarbeidet noter for SPUs regnskap. Noteopplysninger for SPUs årsregnskap for 2007 og 2008 er utviklet i forhold til tidligere. Riksrevisjonen vil likevel bemerke at det fortsatt er et stykke arbeid igjen for å kunne tilfredsstille internasjonale standarder og beste praksis-kriteriet.

Gjennomgangen av regnskapsreglene for SPU viser at det er en viss motstrid mellom de forskjellige regelverkene, og at det er behov for en nærmere avklaring. I hovedsak benyttes norsk regnskapslovgivning og god regnskapsskikk, med enkelte unntak begrunnet i sentralbankspesifikke forhold. Det er ikke presisert nærmere hvilke sentralbankspesifikke forhold som tilsier at det er behov for å fravike norsk regnskapslovgivning og god regnskapsskikk.

Departementet er enig med Riksrevisjonen i at det er behov for å klargjøre regnskapsreglene for Norges Bank inkludert plasseringene for SPU. Det påpekes av departementet at etter lov om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd, skal utenlandsdelen anbringes som innskudd på konto i Norges Bank. I henhold til forskrift om forvaltning av SPU § 2 skal fondet være plassert på særskilt konto i form av kroneinnskudd i Norges Bank, og Norges Bank skal i eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd i utenlandsk valuta. Departementet framholder at det er Norges Bank som er formell eier av plasseringene for SPU. Følgelig vil innskuddet i Norges Bank framgå som en passivapost i bankens balanse, mens de eiendeler som svarer til motverdien av innskuddet vil framgå som aktivapost. Siden SPU er en integrert del av bankens virksomhet og inngår i bankens regnskaper, vil det etter Finansdepartementets oppfatning være i strid med forutsetningen i pensjonsfondloven om SPUs regnskap frigjøres fra Norges Banks regnskaper. Etter departementets syn bør regnskapsreglene for Norges Bank fastsettes i, eller i medhold av, sentralbankloven.

Da SPU er eid av staten og utgjør ca. 70 prosent av statens balanse, bør etter Riksrevisjonens oppfatning hensynet til SPU være førende ved fastsettelse av regnskapsregler for fondet. Det kan reises spørsmål om det faktum at banken står som formell eier av plasseringene bør være førende. Selv om fondet er plassert på kronekonto i Norges Bank bærer ikke Norges Bank noe økonomisk ansvar for fondet. Dette er understreket i forbindelse med regnskapsavleggelsen og i årsrapporten for 2008, og i prinsippnotens punkt 1.3 hvor banken presiserer at:

"Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i fondet. Oppnådd resultat for SPU påvirker derfor ikke Norges Banks resultat eller Norges Banks egenkapital. Plasseringer for SPU presenteres netto på egen linje som en eiendel og kronekontoen presenteres som en tilsvarende forpliktelse til Finansdepartementet."

Forvaltningen av fondet er vesentlig forskjellig fra Norges Banks øvrige virksomhet. I tillegg tilsier fondets størrelse og kontrollmessige hensyn for revisjonen at regelverket for SPU bør fastsettes i SPUs forskrift, adskilt fra regelverket for sentralbankloven og uavhengig av sentralbankspesifikke forhold. Gjennom de nylige

vedtatte endringer i sentralbankloven, jf. Ot.prp. nr. 58 (2008–2009), vil det også være ulike revisjonsordninger for SPU og Norges Bank. Riksrevisjonen har ansvaret for SPU, mens representantskapet skal velge eksterne revisor for sentralbanken.

Riksrevisjonen ser det slik at fondet bør følge beste praksis for tilsvarende fond og kapitalforvaltere, mens sentralbankens regelverk bør følge beste praksis for sentralbanker. Det reises spørsmål ved hensiktsmessigheten av å samle regelverket for to så ulike forhold i sentralbankloven. Erfaringen de siste ti år har vist at sentralbanken har måttet gjøre flere unntak fra norsk regnskapsregelverk grunnet sentralbankspesifikke forhold.

Både størrelsen og betydningen av fondet tilsier etter Riksrevisjonens vurdering at fondet i rapporteringen bør ha samme informasjonskvalitet som andre store internasjonale kapitalforvaltere. Hvilke regnskapsregler SPU skal følge bør framgå av SPUs forskrift, og ikke reguleres indirekte gjennom sentralbankloven. På denne bakgrunn reiser Riksrevisjonen spørsmål om ikke rammeverket for SPU bør fastsettes særskilt.

Risikorammen

I henhold til SPUs forskrift § 5 kan den faktiske porteføljen maksimalt avvike 1,50 prosentpoeng fra referanseporteføljen. Ifølge NBIMs rapportering ble denne rammen overskredet i oktober 2008 da den ble målt til 1,51 prosentpoeng. Dette har sammenheng med NBIMs aktive forvaltning. Det ser ut til at den aktive forvaltningen i hovedsak har vært styrt etter denne risikorammen.

Etter departementets oppfatning viser erfaringene de siste årene at det er ønskelig med et mer finmasket system for å regulere risikoen i aktiv forvaltning. I forbindelse med den bebudede gjennomgangen av regelverket for SPU, vil departementet stille strengere krav til Norges Banks forvaltning. Det vil blant annet bli fastsatt supplerende grenser for å ta risiko i den aktive forvaltningen utover dagens grense for relativ volatilitet.

Riksrevisjonen er enig i departementets uttrykte behov for forbedringer ved å stille strengere krav til Norges Banks aktive forvaltning av SPU. For øvrig ble følgende omtalt i Dokument nr. 1 (2008–2009):

"Riksrevisjonen har merket seg at forskrifts-endringene som trådte i kraft i 2006, medførte en betydelig utvidelse av SPUs investerings-univers, med større frihetsgrader i den aktive forvaltningen. Dette skulle blant annet ifølge retningslinjenes kapittel 4, motsvares av en bedre intern kontroll i Norges Bank knyttet til blant annet risikostyring, verdivurdering, avkastningsmåling og rapportering."

Riksrevisjonen stiller spørsmål ved departementets grunnlag for ikke å ha regulert området på et tidligere tidspunkt med hensyn til aktiv forvaltning. Det reises også spørsmål ved grunnlaget for at det ble gitt større frihetsgrader i den aktive forvaltningen i 2006, og hvordan den nevnte intern kontroll ble bedret, jf. også Dokument 1 (2009–2010), Del III, Finansdepartementet, punkt 3.1.

3.3 Eierskapsutøvelse for Statens pensjonsfond

Det overordnede målet for eierskapsutøvelse er å sikre fondets finansielle interesser. Eierskapsutøvelsen skal blant annet baseres på OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper, hvor selskapene i henhold til disse retningslinjene skal betale riktige skatter i rett tid til Norge. Alle OECDs medlemsland har forpliktet seg til å arbeide for at retningslinjene følges. NBIM har ikke prioritert dette området i sitt arbeid med eierskapsutøvelsen. Departementet mener det vil være en uheldig rolleblanding dersom Norges Bank i egenskap av finansiell forvalter skal være spesielt opptatt av selskapenes betaling av skatt til Norge. Departementet har derfor ingen innvendinger til at NBIM ikke prioriterer dette spørsmålet.

Riksrevisjonen reiser spørsmål ved departementets vurdering av at Norges Bank kan investere betydelige beløp i aksjer i selskaper med virksomhet i Norge som kan unnlate å betale skatt til Norge, og derved ikke oppfyller OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse for multinasjonale selskaper.

4 Finansdepartementets svar

Saken har vært forelagt Finansdepartementet, og statsråden har i brev av 13. august 2009 svart:

"1. Innledning

Det vises til brev fra Riksrevisjonen 26. juni 2009 vedlagt resultatet av regnskapsrevisjonen for 2008 til uttalelse. Videre vises det til vedlagte

rapport om revisjon av Statens pensjonsfond for budsjettåret 2008 (Tillegg nr. 1 til Dokument nr. 1 for 2009-2010), samt "Riksrevisjonens rapport om revisjon av Statens pensjonsfond – Utland. Verdsettelse, utlån av verdipapirer og regnskapsregelverk mv."

Departementet vil i dette brevet kommentere særskilt de spørsmål og forhold som tas opp i rapporten som gjelder Statens pensjonsfond. Departementet vil i eget brev kommentere de forhold som er tatt opp av Riksrevisjonen knyttet til øvrige områder.

Departementet vil for øvrig vise til at det i brev til Riksrevisjonen 26. mai 2009 ble gitt omfattende kommentarer til en rekke forhold som Riksrevisjonen tok opp i brev 5. mai 2009. Departementet har merket seg at Riksrevisjonen i liten grad synes å ha tatt hensyn til disse kommentarene i sine merknader i brev 26. juni 2009. Departementet finner det derfor nødvendig å gjenta en del av sine tidligere kommentarer.

Innledningsvis finner departementet grunn til å gi enkelte generelle merknader om arbeids- og ansvarsfordelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.

2. Om ansvars- og arbeidsdelingen mellom Norges Banks styrende organer og Finansdepartementet

Etter lov om Statens pensjonsfond § 2 første ledd første punktum forvaltes Statens pensjonsfond av Finansdepartementet. Den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland er i tråd med forutsetningen i lov om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd delegert til Norges Bank. Statens pensjonsfond har ikke eget styre eller egen administrasjon, noe som reflekterer at Statens pensjonsfond ikke er en juridisk person.

I St.meld. nr. 20 (2008-2009) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008 og Ot.prp. nr. 58 (2008-2009) Om lov om endringer i lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges Bank og pengevesenet mv. har departementet gjort nærmere rede for forståelsen av forvalteroppdraget, herunder rolle- og ansvarsdelingen mellom Finansdepartementet og Norges Banks styrende organer knyttet til oppfølgingen av forvaltningen. For Finansdepartementets del innebærer forvalteroppdraget et ansvar for å utarbeide et overordnet rammeverk for forvaltningen av fondet, å fastsette den overordnede investeringsstrategien for fondet og de

etiske retningslinjene, samt å følge opp den operative forvaltningen.

Delegasjon av den operative forvaltningen til Norges Bank fritar ikke for ansvar, og departementet vil derfor ha et ansvar for å sørge for at det finnes rutiner som sørger for at rammeverket for forvaltningen blir fulgt. Disse rutinene må tilpasses kontrollregimet Stortinget har fastsatt for Norges Bank i sentralbankloven.

Loven om Statens pensjonsfond er i seg selv relativt kortfattet og rammepreget. Departementets ansvar for å fastsette nærmere regler for forvaltningen av fondet følger av lovens § 2 annet ledd annet punktum og § 2 tredje ledd annet punktum og § 7. De retningslinjene som regulerer forvaltningen vil ha en hierarkisk utforming, der overordnede retningslinjer fra Stortinget utfylles og utdypes i regler gitt fra Finansdepartementet til Norges Bank. Hovedstyret i sin tur må fastsette mer detaljerte regler for virksomhetsområdet Norges Bank Investment Management (NBIM), og lederen for NBIM utfyller disse. Detaljeringsnivået på retningslinjene vil altså øke jo nærmere man kommer den daglige, operative forvaltningen. Det er et skjønsspørsmål hvor detaljert ulike forhold bør reguleres på de ulike nivåene i styringskjeden. Et sentralt hensyn i denne forbindelse bør være at de ulike styringsnivåene ansvarliggjøres på en hensiktsmessig måte. Riksrevisjonen hevder i enkelte sammenhenger at departementet burde gitt mer detaljerte bestemmelser om ulike forhold, jf nedenfor. Departementet mener generelt at det er nødvendig med en bred og mer samlet vurdering av hensiktsmessig ansvarsfordeling mellom de ulike nivåene i styringskjeden for å trekke konklusjoner om hvor detaljert regelverket gitt av Finansdepartementet bør være, jf. drøfting ovenfor og i det følgende.

Finansdepartementets regelverk for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland er i stor utstrekning rammepreget og prinsippbasert. Retningslinjene for forvaltningen av fondet stiller eksempelvis krav om at Norges Bank skal følge beste markedspraksis og internasjonalt anerkjente standarder for styring og kontroll av risiko. Norges Bank er tildelt et forvaltningsoppdrag med en viss grad av frihet i gjennomføringen. Det vises i den forbindelse til Innst. S. nr. 277 (2008-2009) der finanskomiteen gir uttrykk for at den deler departementets oppfatning om at Norges Bank må ha en viss grad av frihet i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget, og at

løpende detaljstyring fra departementet verken er mulig eller ønskelig.

Norges Bank må således fylle ut de overordnede retningslinjene som departementet har fastsatt med et mer detaljert internt regelverk. Dette følger også av § 7 i forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland:

"Norges Bank skal påse at det eksisterer betryggende risikosystemer og kontrollrutiner for de instrumenter som brukes i forvaltningen av fondet."

Videre følger det av utfyllende retningslinjer punkt 4 at:

"Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Fondet kan ikke investeres i markeder, aktivaklasser eller instrumenter dersom oppfyllelse av disse kravene ikke kan dokumenteres."

Departementet viser videre til Norges Banks kommentarer til sluttrapporten fra Ernst & Young i brev 19. desember 2007 (se vedlegg 6 i St.meld. nr. 16 (2007-2008)):

"... Oppdraget er delegert til Norges Bank, og det er også et viktig hensyn at denne delegasjonen er reell og generelt sett baseres på at bankens styrende organer utøver sine oppgaver. Et sentralt ansvar for hovedstyret er å påse at den interne kontrollen er sikret i tilstrekkelig omfang og på en systematisk måte (jf. Kredittilsynets internkontrollforskrift, som hovedstyret i hovedsak har lagt til grunn for internkontrollen i Norges Bank)."

Hovedstyret har den utøvende myndigheten i banken, jf. sentralbankloven § 5 første ledd. Den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland gjennomføres av NBIM, som er et eget virksomhetsområde i banken. Hovedstyret har like fullt ansvar for at kapitalforvaltningen i NBIM drives i samsvar med det rammeverket som Finansdepartementet har fastsatt. En av hovedstyrets viktigste oppgaver innen den operative kapitalforvaltningen består dermed i løpende å overvåke bankens evne til å måle og styre risiko, og å påse at det til enhver tid tillatte investeringsuniverset med hensyn til både markeder/valutaer og instrumentbruk er avgrenset slik at de kvalitative kravene i rammeverket for forvaltningen av fondet er oppfylt.

Departementet vil videre peke på at det stortingsoppnevnte representantskapet, i henhold til sentralbankloven § 5 annet ledd, skal føre tilsyn med bankens drift og at reglene for bankens virksomhet blir fulgt. I dette ligger også et ansvar for å føre tilsyn med at banken overholder regelverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. I tilsynsansvaret ligger et ansvar for å føre tilsyn med at banken følger regelverket som er fastsatt av Stortinget og departementet, at banken har interne rutiner (internt regelverk) som sikrer at det eksterne regelverket blir fulgt, samt føre tilsyn med at disse interne rutineene blir fulgt.

Representantskapet har 15 medlemmer som alle velges av Stortinget, jf. sentralbankloven § 7. Representantskapet avgir årlige uttalelser til Stortinget om hovedstyrets protokoller og tilsynet med banken. Representantskapets årlige uttalelse om hovedstyrets protokoller og tilsynet med bankens drift framgår av bankens årsrapport. For perioden 1998–2002 har representantskapet kun avgitt uttalelser om hovedstyrets protokoller. Fra og med 2003 har representantskapet også avgitt en eksplisitt uttalelse om sitt tilsyn med bankens drift. Representantskapet har ikke avdekket forhold knyttet til bankens virksomhet som ble gjenstand for særskilte bemerkninger i de årlige uttalelsene.

Sentralbanklovens regler om bankens styrende organers oppgaver er meget kortfattede, og presiserer ikke nærmere hva hovedstyrets utøvende myndighet går ut på, eller hva som ligger i representantskapets tilsynsansvar for bankens drift. I St.meld. nr. 20 (2008-2009) har departementet pekt på at organenes tilsyns- og kontrollansvar bør klargjøres bedre i sentralbankloven, jf. forslagene som ble fremmet i Ot.prp. nr. 58 (2008-2009) og som Stortinget senere har sluttet seg til.

Finansdepartementets oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland må tilpasses det arbeidet sentralbankloven forutsetter at representantskapet skal gjøre, jf. Ot.prp. nr. 58 (2008-2009). Departementets oppfølging bør ha et mer overordnet og investorrettet perspektiv, rettet inn mot departementets ansvar som regelverksutvikler og ansvar for investeringsstrategien.

Som eksempel på oppfølging på overordnet nivå kan departementet vise til Ernst & Young-prosjektet, som hadde som siktemål å undersøke om bankens praksis innen risikostyring var i

samsvar med beste internasjonale praksis, jf. omtalen i kapittel 5 i St.meld. nr. 16 (2007-2008). Som eksempel på et prosjekt innen oppfølgingen av investeringsstrategi vises det til det bebudede evalueringsprosjektet knyttet til aktiv forvaltning, jf. omtalen i St.meld. nr. 20 (2008-2009) side 35.

Enhver vurdering av Finansdepartementets forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland må på denne bakgrunn ses i lys av ansvars- og rollefordelingen mellom departementet og Norges Banks styrende organer, herunder tilsynsansvaret til det stortingsoppnevnte representantskapet. Etter departementets oppfatning burde dette perspektivet i større grad ha vært reflektert i de spørsmål og kommentarer som Riksrevisjonen reiser i rapporten.

3. Merknader til de enkelte forhold

3.1 Statens pensjonsfond – Norge

I Tillegg nr. 1 til Dokument nr. 1 (2009-2010) side 16 viser Riksrevisjonen til at aksjeandelen i Statens pensjonsfond – Norge ved flere anledninger i 2009 falt under den fastsatte nedre grensen på 50 prosent. Riksrevisjonen viser til at departementet legger til grunn at forvalterorganisasjonene skal varsle departementet straks brudd avdekkes, og at en i det nye rammeverket for Statens pensjonsfond – Utland vil presisere dette. Det vises videre til at departementet vil vurdere å ta dette inn i forbindelse med en senere revisjon av retningslinjene for Statens pensjonsfond – Norge. Riksrevisjonen stiller spørsmål ved om hvorfor rammeverket fra departementet om varslingsrutiner fra forvalteren ikke var på plass for regnskapsåret 2008.

Departementet vil påpeke at det i forvalteravtalen mellom departementet og Folketrygdfondet allerede er etablert bestemmelser om varsling, slik Riksrevisjonen etterlyser. I punkt 3.2 i forvalteravtalen heter det at:

"Folketrygdfondet skal straks varsle Finansdepartementet dersom særskilte forhold gjør at det har funnet sted eller ventes å finne sted vesentlige endringer i verdien av pensjonsfondet."

Departementet mener at det vil være naturlig ved en senere revisjon av retningslinjene for Statens pensjonsfond – Norge å se på om dagens bestemmelse om varsling bør presiseres ytterligere. Departementet vil samtidig bemerke at Folketrygdfondet orienterte departementet umiddelbart etter at det ble konstatert brudd på

forskriften om at aksjeandelen skal utgjøre minst 50 prosent. Departementet besluttet på denne bakgrunn at det straks skulle igangsettes rebalansering av den faktiske referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge, jf. kopi av brev i vedlegg 1.

Departementet vil for øvrig peke på at beskrivelsen i punkt 2.1 i rapporten ikke gir en fullt ut dekkende beskrivelse av de faktiske forhold. Riksrevisjonen viser til at aksjeandelen i Statens pensjonsfond – Norge i ni tilfeller falt under den fastsatte rammen på minimum 50 prosent aksjer. Det framgår ikke av Riksrevisjonens omtale hva som menes med "tilfeller", dvs. om det er antall dager i brudd eller antall nye konstaterte brudd. Dette bør etter departementets oppfatning presiseres.

Departementet vil videre peke på at fotnote 2 på side 4 i rapporten ikke gir en dekkende beskrivelse av formålet med rebalanseringen. Rebalansering innebærer at vektene i den faktiske referanseporteføljen bringes tilbake til de strategiske vektene. De strategiske vektene gjenspeiler eierens avveining mellom langsiktig forventet avkastning og risiko. Formålet med rebalanseringsregimet er å bevare den strategiske porteføljesammensetningen.

3.2 Statens pensjonsfond – Utland

Nedenfor kommenteres enkelte av de forhold som Riksrevisjonen påpeker i tilknytning til forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.

Utlån av verdipapirer

I Tillegg nr. 1 til Dokument nr. 1 (2009-2010) side 16 vises det til at utlån av verdipapirer med tiden har blitt omfattende. Riksrevisjonen stiller spørsmål ved om ikke den faktiske sammensetningen burde reflekteres ved beregningen av vektene for aksje- og renteporteføljen. Videre påpeker Riksrevisjonen på side 17 i rapporten at det burde foreligge et overordnet rammeverk som regulerer utlån av Statens pensjonsfond – Utlands verdipapirer. Det vises i den forbindelse til at departementet har opplyst at en vurderer å utarbeide slike overordnede prinsipper. Riksrevisjonen stiller spørsmål ved om departementet ikke på et tidligere tidspunkt burde ha regulert utlån av verdipapirer.

Gjeldende regelverk for Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland inneholder ikke direkte bestemmelser om utlån av verdipapirer. Etter departementets oppfatning vil det derfor i utgangspunktet være hovedstyrets ansvar å påse

at det etableres interne retningslinjer som regulerer utlån av verdipapirer og reinvestering av mottatt kontantsikkerhet, og at slik virksomhet ligger innenfor de kvantitative og kvalitative krav som er stilt i retningslinjene, jf. omtalen i punkt 2.

Bankens utlånsprogram har med tiden blitt omfattende, og etter departementets syn kan det nå være grunn til å gi overordnede retningslinjer for utlån av verdipapirer og reinvesteringer av mottatt kontantsikkerhet. Departementet tar sikte på å gi regler om utlån i det nye regelverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland som er under utarbeidelse.

Riksrevisjonen påpeker at det ved beregningen av vektene for aksje- og renteporteføljen burde vært tatt hensyn til reinvestering av kontanter som sikkerhet for utlån av aksjer. Etter Finansdepartementets syn er reinvestering av mottatt kontantsikkerhet en form for belåning uavhengig av om kontantene er stilt som sikkerhet for utlån av aksjer eller rentepapirer. I arbeidet med det nye regelverket vil det bli gitt en ramme for eksponering mot egenkapitalinstrumenter og begrensninger på bruk av belåning, jf. neste punkt.

Belåning av verdipapirer i Statens pensjonsfond – Utland

I Tillegg nr. 1 til Dokument nr. 1 (2009-2010) side 17 peker Riksrevisjonen på at NBIM fjernet belåningen i de amerikanske panteobligasjonene ved å tilføre 50 mrd. kroner i kontanter. Riksrevisjonen stiller spørsmål ved om bruken av midlene er i samsvar med "*den vedtatte investeringsstrategien hvor tilførselen skulle benyttes til å øke aksjeandelen*". Videre bemerker Riksrevisjonen at rammeverket og retningslinjene knyttet til belåning ("leverage") av verdipapirer i Statens pensjonsfond – Utland framstår som mangelfulle, og stiller spørsmål ved om denne praksisen er gjort tilstrekkelig kjent for Stortinget. Riksrevisjonen reiser spørsmål om den omfattende belåningen er i samsvar med Stortingets vedtak og forutsetninger.

Etter departementets oppfatning er ikke opplåning i strid med dagens regelverk så lenge Norges Bank overholder de kvantitative og kvalitative bestemmelser som er fastsatt i retningslinjene. Gjeldende regelverk inneholder ikke direkte bestemmelser om opplåning ("leverage"). Etter departementets vurdering vil det derfor i utgangspunktet være hovedstyrets ansvar å påse at det etableres interne retningslinjer som

regulerer slik opplåning, og som sikrer at denne typen aktiviteter ligger innenfor de kvantitative og kvalitative krav som er stilt i retningslinjene, jf. vurderingene i punkt 2.

Departementet vil samtidig påpeke at erfaringene de siste årene tilsier at det er ønskelig med et mer finmasket system for å regulere risikoen i den aktive forvaltningen. Dette er allerede meddelt Stortinget, jf. St.meld. nr. 20 (2008-2009). Det vil blant annet bli fastsatt supplerende regler for risikotaking i den aktive forvaltningen utover dagens grense for relativ volatilitet og de kvalitative kravene til verdivurdering, avkastningsmåling og styring og kontroll av risiko. Det vurderes å stille strengere krav til risikospredning for de aktive posisjonene, og til at det etableres risikorammer for flere hovedkategorier av risiki. Det vil videre bli fastsatt rammer for eksplisitt og implisitt opplåning ("leverage").

Riksrevisjonen trekker følgende konklusjon på side 17 i rapporten:

"NBIM fjernet belåningen i de amerikanske panteobligasjonene ved å tilføre ca. 50 mrd. kroner i kontanter. I henhold til investeringsstrategien skulle hele tilførselen fra staten inklusive dette beløpet vært benyttet til å øke aksjeandelen, men dette skjedde ikke."

Departementet har i de siste stortingsmeldingene om forvaltningen av Statens pensjonsfond gitt følgende beskrivelser av innfasing av ny aksjeandel:

- *"Departementet vil (...) legge stor vekt på at tilpasningen til en høyere aksjeandel gjennomføres med lave transaksjonskostnader. Det innebærer at tilpasningen kan ta flere år", jf. side 55 i St.meld. nr. 24 (2006-2007).*
- *"I samråd med Norges Bank er det lagt opp til en gradvis tilpasning til den nye referanseporteføljen. (...) I tråd med praksis ved tidligere endringer i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland, vil det bli redegjort nærmere for tilpasningen til ny referanseportefølge etter at transaksjonene er gjennomført.", jf. side 75 i St.meld. nr. 16 (2007-2008)*
- *"Arbeidet som har pågått siden sommeren 2007 med å heve aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. fortsetter. (...) Hensynene som ligger bak den valgte opptrappingsplanen er nærmere beskrevet i St.meld. nr. 16 (2007-2008)", jf. side 60 og 61 i St. meld. nr. 20 (2008-2009).*

Finansdepartementet mener derfor at det ikke er riktig at Stortinget har forutsatt at hele tilførselen

av nye midler skulle gå til å øke aksjeandelen. Tvert imot har departementet overfor Stortinget understreket at innfasingstakten ville bli tilpasset for å avveie bl.a. hensynet til jevn og rask tilpasning mot hensyn til bl.a. direkte og indirekte transaksjonskostnader. Stortinget har ikke hatt merknader til dette. Uansett ble det i 2008 kjøpt aksjer for 510 mrd. kroner, mens samlet tilførsel fra staten var på 384 mrd. kroner. Det er altså heller ikke riktig at samlet aksjekjøp var lavere enn overføringsbeløpet fra staten. Departementet mener på denne bakgrunn at innfasing av ny aksjeandel har skjedd i tråd med det som har blitt kommunisert til Stortinget.

Amerikanske panteobligasjoner

I Tillegg nr. 1 til Dokument nr. 1 (2009-2010) side 18 gir Riksrevisjonen uttrykk for at en mener at retningslinjens krav til identifisering av operasjonell risiko ikke har vært etterlevd av NBIM. Dette er begrunnet med at det ikke var etablert tilfredsstillende intern kompetanse og at systemstøtten har vært mangelfull, blant annet for risikomåling ved igangsetting av investeringer i amerikanske panteobligasjoner. Riksrevisjonen reiser spørsmål om departementet har hatt tilfredsstillende oppfølging av forvaltningen på området da det ikke forelå tilstrekkelig intern kompetanse i banken i perioden 2002-2007, og at risikomålingssystemet ikke har hatt tilstrekkelig funksjonalitet i perioden 2002-2008.

Departementet vil innledningsvis peke på at det ble besluttet å utvide investeringsuniverset for Statens pensjonsfond – Utland med virkning fra 1. januar 2006, jf. omtale i Nasjonalbudsjettet 2006. Utvidelsene av investeringsuniverset ga Norges Bank større frihetsgrader i den aktive forvaltningen. De økte frihetsgradene ble derfor supplert med utvidede krav i retningslinjene knyttet til risikostyring, verdivurdering, avkastningsmåling og rapportering. Departementet påpekte i Nasjonalbudsjettet 2006 i den forbindelse at målet relativ volatilitet har enkelte svakheter:

"Det finnes noen markeder og instrumenter der målingen av relativ volatilitet har svakheter. Dette gjelder for eksempel obligasjoner utstedt av ikke-børsnoterte selskaper og av selskaper med betydelig statlig eierandel. Det samme gjelder for obligasjoner som handles til betydelig lavere kurser enn pålydende."

Departementet pekte på at disse svakhetene skal fanges opp av andre prosedyrer innen bankens

risikomåling, og viste til brev fra Norges Bank av 11. mars 2005 der det heter:

"En viktig del av den operative forvaltningen Norges Bank gjennomfører, består av formelle interne godkjenningsprosedyrer før investeringer i nye land, instrumenter eller aktivaklasser finner sted. Disse er omfattende, og godkjenning gis ikke med mindre en kan dokumentere 1) hvordan handelsprosessen skal gjennomføres og hvilke kontrollrutiner som er etablert, 2) hvordan markeds- og eventuell kredittrisiko skal måles, 3) hvordan markedsprising eller modellprising skal gjøres, 4) hvilke rutiner for retningslinjekontroll som er etablert, 5) hvilke regnskapsregler og prinsipper som kommer til anvendelse, 6) at operasjonell risiko også er begrenset i form av juridiske avtaler og 7) at det er etablert en innfasingsplan som inkluderer forsiktighet i en oppstartsfase."

På denne bakgrunn la Finansdepartementet til grunn bankens vurdering av at risikostyrings-systemene var i stand til å håndtere risikoen i foretaksobligasjoner på en betryggende måte uten det tidligere minimumskrav til kredittvurdering ("rating"). Finansdepartementet viste i sine vurderinger til at:

"Norges Banks forslag innebærer at mer av risikostyringen vil baseres på risikomålet relativ volatilitet. Departementet har i vurderingen av Norges Banks forslag lagt vekt på om rammen for relativ volatilitet fungerer også for de nye instrumenter og markeder som Norges Bank ønsker tillatt for fondet. Samtidig har det vært viktig å vurdere hvorvidt tilleggsbeskrankingene som Norges Bank mener er overflødige, dekkes på en tilfredsstillende måte av en risikostyring basert på relativ volatilitet."

Departementets krav til styring av markeds-, motparts- og operasjonell risiko i retningslinjene er, som beskrevet ovenfor, basert på overordnede prinsipper om at Norges Bank skal følge beste markedspraksis og internasjonalt anerkjente standarder. De utvidede kravene som ble stilt i retningslinjene knyttet til risikostyring, verddivurdering, avkastningsmåling og rapportering, gir ikke anledning til å ta i bruk den utvidede investeringsadgangen dersom det ikke kan dokumenteres at banken minst følger internasjonalt anerkjente standarder og metoder. I utfyllende retningslinjer til forskriftens § 7 heter det:

"Verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Fondet kan ikke investeres i markeder, aktivaklasser eller instrumenter dersom oppfyllelse av disse kravene ikke kan dokumenteres, (...)."

Departementet vil vise til at det i St.meld. nr. 16 (2007-2008) ble gjort rede for sluttrapporten knyttet til det første prosjektet for risikobasert oppfølging av Norges Banks kapitalforvaltning (Ernst & Young-prosjektet). Videre viser departementet til at en i St.meld. nr. 20 (2008-2009) gjorde nærmede rede for departementets oppfølging av bankens prosjekter for å videreutvikle risikostyringen. I 2008 har departementet særlig fokusert på å følge opp status for bankens pågående prosjekter for å styrke risikostyringen innen kapitalforvaltningen. Finansdepartementet ba i brev av 20. oktober 2008 til Norges Bank om en skriftlig redegjørelse for dette arbeidet. I brevet til banken ble det spesielt bedt om kommentarer til følgende områder: verdivurdering, avgrensning av markeds-, kreditt- og motpartsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko, operasjonell risiko og regelmessige egenevalueringer.

Norges Bank har i svarbrev til departementet av 12. februar 2009 gitt en oversikt over status for arbeidet med å styrke bankens risikostyring innen kapitalforvaltningen. I St.meld. nr. 20 (2008-2009) er det gjort nærmere rede for denne statusoversikten. Det framgår av brevet fra banken at det er iverksatt omfattende tiltak for å møte en del utfordringer innen bankens risikostyring som er blitt omtalt tidligere av både banken selv og departementet, jf. bl.a. bankens årsrapport for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland i 2008 og kapittel 5 i St.meld. nr. 16 (2007-2008). I St.meld. nr. 20 (2008-2009) har departementet gitt følgende vurderinger av bankens tiltak:

"Hovedstyret har med virkning fra 1. januar 2009 fastsatt et nytt investeringsmandat til lederen av Norges Bank Investment Management (NBIM) der det blant annet settes grenser for risikotakingen langs flere dimensjoner enn tidligere. Ledelsen i NBIM har i 2008 gjennomført et omfattende arbeid for å styrke bankens risikostyring. Departementet er positiv til bankens omorganisering av NBIM og styrkingen av kontrollfunksjonene innen bankens kapitalforvaltning, både gjennom nyrekruttering og ved opprettelse av en formell komitéstruktur. Departementet viser i denne sammenheng til at det er et grunnleggende

prinsipp for kapitalforvaltningsorganisasjoner at det skal være et klart organisatorisk skille mellom enheter som tar risikoposisjoner, enheter som gjennomfører transaksjoner og enheter som overvåker risikotakingen og gjennomføringen av transaksjonene.

Departementet har merket seg at banken har funnet det nødvendig å trekke tilbake tillatelser for tidligere godkjente instrumenter. Bankens nye interne krav om at undertegnede standardkontrakter må foreligge med alle motparter før transaksjoner kan gjennomføres, er etter departementets vurdering i tråd med internasjonal praksis. Som en følge av den pågående finanskrisen er håndtering av motpartsrisiko blitt en stadig større utfordring for alle kapitalforvaltere.

Det framgår av Norges Banks brev at banken nå vil avgrense avvik fra referanseporteføljen langs en rekke nye dimensjoner i bankens interne rammeverk for kapitalforvaltningen. Den aktive forvaltningen vil også bli nærmere regulert i forbindelse med departementets utarbeidelse av nye retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, jf. avsnitt 6.5. Etter departementets syn bidrar det til en klargjøring av grunnlaget for representantskapets tilsyn at slike tilleggsgrenser framgår av departementets rammeverk og ikke kun av bankens interne regler. Departementet vil følge opp hovedstyrets forslag om en utvidet rapportering fra banken til departementet langs alle de nye dimensjonene i hovedstyrets nye rammeverk for risikostyring.

Det ble i Nasjonalbudsjettet 2006 gjort rede for at departementet legger opp til regelmessige, omfattende gjennomganger av forvaltningen og spesielt risikostyringen i Norges Bank ved bruk av eksterne konsulenter med spesialkompetanse, jf omtale ovenfor. Som oppfølging av dette ble det i St.meld. nr. 16 (2007-2008) gjort rede for et gjennomført prosjekt med ekstern gjennomgang av risikostyringssystemene i Norges Bank (Ernst & Young-prosjektet).

Departementet vil ved bruk av eksterne konsulenter med spesialkompetanse foreta en ny gjennomgang av status for risikostyringen og erfaringene med den aktive forvaltningen i Norges Bank, jf omtale i boks 1.3."

I St.meld. nr. 20 (2008-2009) er det gjort nærmere rede for resultatene i den aktive forvaltningen i Statens pensjonsfond – Utland i 2008. Departementet konkluderte med at resultatene i den aktive forvaltningen i 2008 ikke har vært tilfredsstillende. Dette skyldes særlig resultatet i renteforvaltningen. Norges Bank har selv pekt på at risikotakingen i rentemandatene ikke var tilstrek-

kelig uavhengig, og at mange av forvaltningsmandatene i banken hadde en felles eksponering mot likviditets- og kredittrisiko som en ikke observerte under normale markedsforhold. De aktive forvaltningsstrategiene som har gitt betydelig mindreakkastning på rentesiden, har ikke i samme grad trukket på rammen for forventet relativ volatilitet, noe som reflekterer at dette risikomålet ikke særlig godt fanger opp risiko knyttet til begivenheter som inntreffer svært sjelden (men som kan være betydelige når de først inntreffer). Departementet varslet derfor at en vil vurdere nye krav som sikter mot å begrense risikoen i den aktive forvaltningen i form av supplerende mål for risiko. Samtidig anses det riktig å opprettholde regelverkets rammepreg, jf. punkt 2 ovenfor.

Generelt vil det være et større innslag av skjønn ved en vurdering av om kvalitative krav i retningslinjene er oppfylt enn det som gjelder for de kvantitative kravene. Departementet tar til etterretning at Riksrevisjonen for sin del konkluderer med at kvalitative krav til identifisering av operasjonell risiko i departementets retningslinjer "*ikke har vært etterlevd av NBIM*". Departementet vil vise til at hovedstyret har et ansvar for at kapitalforvaltningen i NBIM drives i samsvar med det rammeverket som Finansdepartementet har fastsatt. Representantskapet skal føre tilsyn med bankens drift og at reglene for bankens virksomhet blir fulgt. Departementet finner det derfor ikke naturlig å gi noen ytterligere kommentarer til dette forholdet (jf. punkt 2 ovenfor).

Verdsettelse

I Tillegg nr. 1 til Dokument nr. 1 (2009-2010) side 18 og 19 vises det til at Riksrevisjonen har merket seg at NBIM fra 2009 skal benytte samme priskilde som referanseporteføljen både for aksje- og renteinstrumenter. Etter Riksrevisjonens vurdering burde dette ha vært gjennomført tidligere. Riksrevisjonen reiser spørsmål om hvordan departementet vil sikre at det foreligger tilfredsstillende dokumentasjon for verdsettelse, herunder likviditetsfradrag.

Departementet vil sørge for at dette vil bli dekket gjennom det nye regelverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland og gjennom ny forskrift om regnskapsregler for Norges Bank.

Regnskapsregelverk

I Tillegg nr. 1 til Dokument nr. 1 (2009-2010) side 20 peker Riksrevisjonen på at fondet bør følge beste praksis for tilsvarende fond og

kapitalforvaltere når det gjelder regnskapsregelverk, mens sentralbankens regelverk bør følge beste praksis for sentralbanker. Riksrevisjonen reiser spørsmål ved hensiktsmessigheten av å samle regelverket for to så ulike forhold i sentralbankloven. Både størrelsen og betydningen av fondet tilsier etter Riksrevisjonens vurdering at fondet i rapporteringen bør ha samme informasjonskvalitet som andre store internasjonale kapitalforvaltere. Riksrevisjonen reiser spørsmål om ikke rammeverket for Statens pensjonsfond – Utland bør fastsettes særskilt.

Etter lov om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd skal utenlandsdelen av Statens pensjonsfond anbringes som innskudd på konto i Norges Bank. Videre slås det fast i § 2 i forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland at fondet skal være plassert på særskilt konto i form av kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank skal i bankens eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd denominert i utenlandsk valuta.

Det er dermed lovbestemt at det er Norges Bank som er formell eier av plasseringene for Statens pensjonsfond – Utland. Følgelig vil innskuddet i Norges Bank framgå som en passivapost i bankens balanse, mens de eiendeler som svarer til motverdien av innskuddet vil framgå som en aktivapost. Norges Banks regnskap vil derfor inkludere poster som angår plasseringene for Statens pensjonsfond – Utland.

Siden forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland er en integrert del av bankens virksomhet og inngår i bankens regnskaper, vil det etter departementets oppfatning være i strid med forutsetningene i pensjonsfondloven om Statens pensjonsfond – Utlands regnskap frigjøres fra Norges Banks regnskaper.

Etter Finansdepartementets syn bør regnskapsreglene for Norges Bank fastsettes i eller i medhold av sentralbankloven. Det vil gi en klar og uavhengig forankring av grunnlaget for årsregnskapet og årsberetningen til Norges Bank. Praksisen med at representantskapet fastsetter regnskapsprinsippene for banken er ikke fullt ut tilfredsstillende. Regjeringen fremmet derfor forslag i Ot.prp. nr. 58 (2008-2009) om endringer i sentralbanklovens bestemmelser om regnskap og revisjon, og som Stortinget senere har sluttet seg til. Departementet mener det er naturlig at spørsmålet om hvilket rammeverk innenfor regnskapslovens bestemmelser som banken

underlegges, og eventuelle avvik grunnet særskilte forhold ved sentralbankvirksomheten, reguleres nærmere i forskrift om bankens regnskaper. Departementet legger opp til en egen høring av forskriftsforslaget. Her vil det også bli drøftet hvorvidt internasjonale regnskapsstandarder som IFRS er et egnet rammeverk for bankens regnskap.

Risikorammen

I Tillegg nr. 1 til Dokument nr. 1 (2009-2010) side 20 stiller Riksrevisjonen spørsmål ved departementets grunnlag for ikke å ha regulert den aktive forvaltningen på et tidligere tidspunkt. Det reises også spørsmål ved grunnlaget for at det ble gitt større frihetsgrader i den aktive forvaltningen i 2006, og hvordan den nevnte interne kontroll ble bedret.

I dag forvaltes fondet innenfor en forenklet, overordnet ramme for aktiv forvaltning supplert med krav om at Norges Bank skal utarbeide interne retningslinjer som sikrer at banken minst følger internasjonalt anerkjente standarder og metoder for risikostyring av aktive posisjoner, jf. ovenfor. Etter departementets oppfatning viser erfaringene de siste tre årene at det er ønskelig med et mer finmasket system for å regulere risikoen i aktiv forvaltning, jf. omtalen i St.meld. nr. 20 (2008-2009).

Finansdepartementets rammeverk for forvaltningen av Statens pensjonsfond innebærer at Norges Bank har anledning til å investere i flere verdipapirer og instrumenter enn de som inngår i respektive referanseporteføljer. Samtidig er det fastsatt en øvre grense for tillatte avvik fra referanseporteføljen i den aktive forvaltningen. Det er Norges Bank som må vurdere hvordan denne rammen for avvik best kan utnyttes for å skape meravkastning. Ved å foreta investeringer i verdipapirer og instrumenter som ikke omfattes av referanseporteføljen, og ved å investere andre andeler av fondet i enkelte verdipapirer enn det som følger av referanseporteføljen, trekker Norges Bank og Folketrygdfondet på rammen for avvik for å oppnå en meravkastning.

Referanseporteføljen fungerer også som et risikostyringsverktøy i den operative forvaltningen, ved at det defineres en ramme for hva som aksepteres av avvik mellom de faktiske investeringene og referanseporteføljen. Forskjellen mellom faktiske investeringer og referanseporteføljen kan defineres som en differanseportefølje. Standardavviket til avkastningen av differanse-

porteføljen, som omtales som relativ volatilitet, angir et mål på markedsrisikoen i den operative forvaltningen, jf. St.meld. nr. 24 (2006-2007). For Statens pensjonsfond – Utland har departementet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet tilsvarende 1,5 pst. Over tid, og noe forenklet, betyr det at forskjellen mellom avkastningen i fondet og referanseporteføljen i to av tre år ikke vil være mer enn 1,5 pst. Forventet relativ volatilitet er et statistisk mål, noe som også framgår av fotnote 4 i Riksrevisjonens rapport side 6. Departementet vil i den forbindelse vise til omtalen ovenfor, der det pekes på at forventet relativ volatilitet ikke særlig godt fanger opp halerisiko. Den senere tids utvikling har avdekket et behov for å stille strengere krav til den aktive forvaltningen, og departementet har derfor varslet at en vil vurdere å stille krav om supplerende mål for risiko – i tillegg til forventet relativ volatilitet.

Retningslinjene for forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland og resultatene av forvaltningen har jevnlig vært omtalt i stortingsmeldinger siden fondet ble etablert. Det er bred politisk oppslutning om retningslinjene for forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland, som har gitt et visst rom for Norges Bank til å avvike fra fondets referanseportefølje i forvaltningen av fondet helt siden 1998, da fondet åpnet for å investere i aksjer. Risikorammen for aktiv forvaltning (forventet relativ volatilitet) har i hele denne perioden ligget fast på 1,5 prosent. Innenfor rammen på relativ volatilitet har det vært en gradvis utvikling i måten de ytre rammene for tillatte investeringer har vært regulert på. Det vises til nærmere omtale blant annet i Nasjonalbudsjettet 1998, Nasjonalbudsjettet 2001, Nasjonalbudsjettet 2006 og de årlige stortingsmeldingene om forvaltningen av fondet. Departementet vil peke på at det ikke har vært uenighet i Stortinget om rammene for aktiv forvaltning under behandlingen av disse meldingene.

Når det gjelder grunnlaget for at det ble gitt større frihetsgrader i den aktive forvaltningen, vises det til omtalen i Nasjonalbudsjettet 2006. Som det framgår av denne omtalen, utvidet Finansdepartementet investeringsuniverset for Statens pensjonsfond – Utland med virkning fra 1. januar 2006. På bakgrunn av råd fra Norges Bank i brev av 11. mars 2005 ble særskilte grenser basert på kredittvurderingsbyråenes vurdering av kreditt-risiko ("minstekrav til rating") fjernet sammen med intervallet for renteporteføljens durasjon. Bestemmelsen om at maksimalt 5 pst. av aksjeporteføljen skal investeres i framvoksende

markeder ble også tatt bort. Videre ble det gitt generell adgang til å bruke instrumenter som henger naturlig sammen med tillatte aktiva, herunder fondsandeler og råvarederivater. I brev til Norges Bank av 11. januar 2007 har Finansdepartementet klargjort at adgangen til å bruke fondsandeler også omfatter verdipapirfond hvor den underliggende porteføljen er helt eller delvis utenfor investeringsuniverset til Statens pensjonsfond – Utland, så lenge fondsandelene er notert på en anerkjent markeds plass innenfor universet.

Utvidelsen av investeringsuniverset ga større frihetsgrader for den aktive forvaltningen. Dette ble supplert med utvidede krav i retningslinjene til risikostyring, verddivurdering, avkastningsmåling og rapportering. For å ta i bruk de nye frihetsgradene i forvaltningen, må Norges Bank være i stand til å dokumentere at de kvalitative kravene i retningslinjene er oppfylt, jf. omtalen ovenfor.

Departementet vil peke på at Riksrevisjonens beskrivelse av § 5 i forskriften for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland ikke er presis, jf. side 20 i Tillegg nr. 1 til Dokument nr. 1 (2009-2010): *"I henhold til SPUs forskrift § 5 kan den faktiske porteføljen maksimalt avvike 1,50 prosentpoeng fra referanseporteføljen."* Bestemmelsen gjelder forventet relativ volatilitet, og rammen er 1,5 prosentpoeng.

Derivater

På side 40 i rapporten om verdsettelse, utlån av verdipapirer og regnskapsregelverk mv. knytter Riksrevisjonen enkelte merknader til bruken av derivater i Statens pensjonsfond – Utland. I denne forbindelse gjengis innholdet i note 6 i NBIMs årsrapport. Riksrevisjonens framstilling synes å være basert på en misforståelse. Note 6 er en note til balansen til Statens pensjonsfond – Utland, ikke en note til resultatregnskapet. Noten relaterer seg derfor ikke til tap eller gevinst gjennom året, men til beholdningsstørrelser ved utgangen av året.

Eierskapsutøvelse for Statens pensjonsfond-Utland

I Tillegg nr. 1 til Dokument nr. 1 (2009-2010) side 21 reiser Riksrevisjonen spørsmål ved departementets vurdering av at Norges Bank kan investere betydelige beløp i aksjer i selskaper med virksomhet i Norge som kan unnlate å betale skatt til Norge, og derved ikke oppfyller OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse for multi-nasjonale selskaper.

Departementet vil innledningsvis gjøre oppmerksom på at retningslinjene punkt 5.3.1¹ viser til *to ulike sett* av OECD-retningslinjer, for det første "OECD Principles for Corporate Governance" og videre "OECD Guidelines for Multi-national Enterprises". I de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland er disse benevnt som "OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper."

Det er i OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper en finner bestemmelsen om betaling av skatt i rett tid som Riksrevisjonen viser til i sitt brev. Disse retningslinjene gjelder selskaper som driver virksomhet i flere land. Viktige temaer som retningslinjene for øvrig omhandler er selskapenes forhold til menneskerettigheter, bidrag til bærekraftig utvikling, miljøprinsipper og bekjempelse av bestikkelser.

De etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland punkt 3.1 bestemmer at Norges Banks eierskapsutøvelse i hovedsak skal baseres på FNs Global Compact og de nevnte OECD-retningslinjene. Disse grunnlagsdokumentene er av svært overordnet karakter og kan ikke anvendes direkte. Norges Bank har i tråd med de etiske retningslinjene punkt 3.1 utarbeidet interne retningslinjer for utøvelse av eierrettigheter: "Prinsipper for eierskapsutøvelse og ivaretagelse av finansielle verdier."² Dette dokumentet bygger på og inneholder flere henvisninger til de ovenfor nevnte dokumentene, både når det gjelder selskapsstyring og spørsmål knyttet til langsiktig bærekraft, etikk og miljø. I tråd med de etiske retningslinjene punkt 3.1 bygger dokumentet på at det overordnede målet for Norges Banks utøvelse av eierskap er å sikre porteføljenes finansielle interesser.

Norges Bank har i sin eierskapsutøvelse valgt ut fokusområder i eierskapsarbeidet. Innenfor arbeidet med god selskapsstyring prioriterer banken områder som fremmer verdiskaping og rettferdig økonomisk behandling av mindretallsaksjonærer. Dette betyr at de bl.a. er opptatt av at styreleder bør være uavhengig av selskapets ledelse, rett til å nominere og velge styremedlemmer, rett til å handle fritt med aksjer, at hver aksje skal gi én stemme uten maksimumsgrenser for bruk av stemmerett og videre spørsmål knyttet til åpen og rettidig informasjon. Når det gjelder sosiale forhold, prioriterer banken barns rettigheter i

1) Etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utland pkt. 3.1
2) http://www.norges-bank.no/templates/article____41439.aspx#04

multinasjonale selskapers virksomhet og i leverandørkjedene, og innenfor miljømessige forhold prioriteres selskapers forhold til miljøreguleringer.

Finansdepartementet mener at det er en riktig strategi fra bankens side å konsentrere innsatsen i eierskapsutøvelsen på utvalgte områder. Dette er også omtalt i St.meld. nr. 20 (2008-2009) på s. 110, hvor det bl.a. heter om bankens valg av emner innenfor tradisjonell selskapsstyring:

"Departementet slutter seg til Chesterman og Albright Group-rapportens syn om at det har vært en riktig strategi å konsentrere innsatsen på utvalgte områder. Etter departementets syn har banken valgt ut temaer som er godt i samsvar med Norges Banks rolle og det langsiktige målet om god finansiell avkastning. I tillegg er temaene svært viktige i seg selv ut fra et etisk perspektiv.

Innenfor tradisjonell selskapsstyring har banken valgt ut emner som er avgjørende for en aksjonærs muligheter til å utøve den innflytelse over et selskap som eierandelen tilsier. Departementet anser at disse spørsmålene knytter seg direkte til utsiktene til en langsiktig god finansiell avkastning, samtidig som god selskapsstyring er en forutsetning for en god innretning på arbeidet med sosiale og miljørelaterte spørsmål."

På bakgrunn av bredden i temaer som er tatt opp i OECDs to sett av retningslinjer, og under hensyn til bankens overordnede formål med eierskapsutøvelsen og behovet for å kunne konsentrere innsatsen til utvalgte fokusområder, har departementet ikke innvendinger til at anken ikke har prioritert spørsmål om porteføljeselskapers betaling av skatt i rett tid til Norge.

Departementet vil i denne sammenheng videre påpeke at departementet og Norges Bank ikke sitter på opplysninger om skatterestanser for porteføljeselskapene. Det er de kommunale skatteoppkreverne som har disse opplysningene. Opplysninger om skatterestanser vil være undergitt taushetsplikt, og skatteoppkreverne vil bare kunne gi ut opplysninger til andre i den utstrekning dette er hjemlet i ligningsloven § 3-13 nr 2, jf. skattebetalingsloven § 3-2. Andre offentlige myndigheter vil kunne gis opplysninger for bruk i nærmere angitte formål, herunder "arbeid med skatt, toll, avgifter, trygder, trygder tilskudd eller bidrag fra offentlige myndigheter", jf. bestemmelsens bokstav a. De angitte formål er alle av offentligrettslig karakter. Når Norges Bank på

Finansdepartementets vegne omsetter verdipapirer opptrer den på grunnlag av statens privat-autonomi. Ligningsloven åpner ikke for bruk av likningsopplysninger til et slikt formål, og slike opplysninger kan derfor ikke gis til banken.

Det er følgelig ikke rettslig adgang til å benytte taushetsbelagte opplysninger om skatterestanser som grunnlag for å kjøpe eller selge verdipapirer. Det ville under enhver omstendighet innebære en uheldig rolleblanding om Norges Bank i egen-skap av finansiell forvalter skulle være spesielt opptatt av hvordan utenlandske selskaper de er minoritetseier i, håndterer sine skattemessige forhold til Norge. Spørsmål knyttet til skattlegging og skatteinnkreving til Norge som stat må på vanlig måte håndteres av norske skattemyndigheter. Det er spesielt viktig når det gjelder statlig eide fond at en holder fast ved en klar rolledeling mellom fondet som finansiell forvalter på den ene siden og utøvelsen av norske myndighetsoppgaver på den andre siden. Hvis banken fikk tilgang til slik informasjon ville det dessuten kunne oppstå vanskelige innsidespørsmål, fordi banken da ville sitte på informasjon andre markedsaktører ikke har tilgang til.

4. Avslutning

Departementet arbeider løpende med å videreutvikle bestemmelsene i rammeverket for Statens pensjonsfond – Utland. Samtidig er det et krevende arbeid å sikre at rammeverket kontinuerlig utvikles i takt med i investeringsstrategien, veksten i fondskapitalen og utviklingen internasjonalt innen rammeverk og tilsynsmetodikk for store kapitalforvaltere.

I St.meld. nr. 16 (2007-2008) beskrev departementet resultatene av en gjennomgang av internasjonalt anerkjente standarder og beste markedspraksis for risikostyring innen kapitalforvaltning. Beskrivelsen av beste markedspraksis var basert på en referansegruppe bestående av flere store fond og investeringsbanker. Synet på hvilke institusjoner som representerer beste praksis for risikostyring innen kapitalforvaltning er i endring. Noen av de institusjonene som ble ansett for å være ledende innen risikostyring, har senere fått store problemer og har vært nødt til å be om hjelp fra sine respektive myndigheter. Det er derfor sannsynlig at de internasjonale normene for risikostyring vil endre seg framover. Dette vil også ha betydning for departementets videreutvikling av regelverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland, jf. St.meld. nr. 20 (2008-2009).

Departementet legger til grunn at det er et generelt behov for å revidere dagens regelverk for Statens pensjonsfond – Utland, som til dels bærer preg av at det er blitt løpende utbygd over tid, samtidig som fondet har vokst betydelig i verdi og i kompleksitet. Videre medfører beslutningen om å investere opptil 5 pst. av fondet i fast eiendom og evalueringen av de etiske retningslinjene (jf. kapittel 4 i St.meld. nr. 20 (2008-2009) et behov for å revidere retningslinjene. Departementet legger opp til å sende utkast til nytt regelverk på høring, og at det nye regelverket trer i kraft med virkning fra 1. januar 2010.

I dag forvaltes fondet innenfor en forenklet, overordnet ramme for aktiv forvaltning supplert med krav om at Norges Bank skal utarbeide interne retningslinjer som sikrer at banken minst følger internasjonalt anerkjente standarder og metoder for risikostyring av aktive posisjoner. Det er ønskelig å opprettholde et rammepreget regelverk. Organiseringen av tilsynet med forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland må reflektere dette. I tråd med forutsetningene i lov om Statens pensjonsfond er den operative forvaltningen delegert til Norges Bank, som har en egen stortingsoppnevnt tilsynsenhet. Forslagene som Regjeringen i fmet i Ot.prp. nr. 58 (2008-2009), og som Stortinget senere sluttet seg til, bidrar til å styrke denne tilsynsordningen ved å sikre at representantskapet får et uavhengig sekretariat og at bankens regnskaper revideres av en uavhengig revisor."

5 Riksrevisjonen uttaler

Statens pensjonsfond

Riksrevisjonen har revisjonsansvaret for Statens pensjonsfond i henhold til lov om Riksrevisjonen § 9.¹³ Riksrevisjonen har revidert Statens pensjonsfond (SPF) som omfatter Statens pensjonsfond – Utland (SPU) og Statens pensjonsfond – Norge (SPN). Av St.meld. nr. 3 (2008–2009) *Statsrekneskapen for 2008* framgår det at SPF's samlede verdi ved utgangen av 2008 var 2 367 mrd. kroner, og at statens samlede balanse utgjorde 3 257 mrd. kroner. SPF utgjorde da ca. 73 prosent av statens balanse og utgjør en vesentlig post i statsregnskapet.

13) Jf. Ot.prp. nr. 2 (2005–2006) Om lov om Statens pensjonsfond, punkt 3.5.

5.1 Statens pensjonsfond – Norge

Statens pensjonsfond – Norge (SPN) forvaltes av Folketrygdfondet på vegne av Finansdepartementet. Fra 1. januar 2008 ble Folketrygdfondet (FTF) etablert som særlovselskap. Riksrevisjonen bygger revisjonen av SPN blant annet på finansiell revisjon av Folketrygdfondet utført av Ernst & Young AS. Ved utgangen av 2008 utgjorde kapitalen i SPN 88 mrd. kroner. SPNs regnskapsresultat for 2008 var på -30 mrd. kroner og avkastningen var på -25,1 prosent.

I oktober 2008 falt SPNs aksjeandel under den fastsatte rammen på minimum 50 prosent av porteføljen, grunnet fall i markedsverdier.¹⁴ Folketrygdfondet orienterte Finansdepartementet om forholdet, og i samråd med departementet ble det igangsatt en rebalanseringsprosess for å bringe SPNs aksjeandel tilbake til den strategiske vekten. Riksrevisjonen vurderer Folketrygdfondets og Finansdepartementets prosess med rapporteringen og rebalanseringen som ryddig og tilfredsstillende. Varslingsrutinene er inntatt i forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet, og Riksrevisjonen vurderer det som positivt at varslingsrutinene vil bli ytterligere presisert i retningslinjene til SPN.

5.2 Statens pensjonsfond – Utland

Statens pensjonsfond – Utland (SPU) forvaltes på vegne av Finansdepartementet av Norges Bank ved kapitalforvaltningsavdelingen Norges Bank Investment Management (NBIM). Regjeringen har som uttrykt mål at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. Dette krever at det siktes mot beste praksis internasjonalt i alle deler av forvaltningen, jf. St.meld. nr. 20 (2008–2009) *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008*.

SPU har utviklet seg til å bli et av verdens største fond. Totalt har fondet fått overført om lag 2 140 mrd. kroner¹⁵ fra staten siden oppstarten, hvorav 384 mrd. kroner i 2008. Fondets midler er plassert i aksjer og renteinstrumenter utenfor Norge i utenlandsk valuta, og markedsverdien utgjorde 2 275 mrd. norske kroner per 31. desember 2008. SPU's regnskapsresultat før valutakursreguleringer var per 31. desember 2008 på -633 mrd. kroner. Avkastningen målt i internasjonal valuta var -23,3 prosent og 3,4 prosentpoeng lavere enn referanseporteføljen. Avkastningen i 2008 var den svakeste i fondets historie.

Riksrevisjonen har revidert Finansdepartementets styring, kontroll og oppfølging av SPU og forvaltningen av SPU v/Norges Bank/NBIM. Revisjonen av SPU i NBIM for regnskapsåret 2008 er delvis basert på finansiell revisjon utført av Sentralbankrevisjonen og Deloitte AS. I tillegg har Riksrevisjonen utført egne revisjonshandlinger i NBIM for å påse at fondet forvaltes i samsvar med Stortingets vedtak og forutsetninger. Utover regnskapsrevisjon har Riksrevisjonen i 2008 gjennomført en egen undersøkelse av verdsettelsen av verdipapirer i SPU, utlån av verdipapirer (eksterne utlånsprogrammer) og gjeldende regnskapsregelverk for SPU.

Revisjonen i 2008 har resultert i revisjonsbrev med merknader til SPU. Riksrevisjonens merknader er begrunnet med at disposisjoner som ligger til grunn for regnskapet ikke samsvarer med Stortingets vedtak og forutsetninger, men har for øvrig ingen vesentlige merknader til regnskapet. Merknadene gjelder:

- 1 Manglende rammeverk fra Finansdepartementet for utlån av verdipapirer i SPU.
- 2 Omfattende belåning av verdipapirer i SPU uten at implisitt opplåning¹⁶ har vært regulert i rammeverk fra Finansdepartementet.
- 3 Norges Banks igangsetting av investeringer i amerikanske panteobligasjoner uten at operasjonell risiko var tilstrekkelig identifisert. Dette er ikke i samsvar med retningslinjer om forvaltning av SPU.

Finansdepartementet anfører i sitt svar at delegasjon av den operative forvaltningen til Norges Bank ikke fritar for ansvar, og at departementet derfor vil ha et ansvar for å sørge for at det finnes rutiner for at rammeverket for forvaltningen blir fulgt. Departementet påpeker også at finanskomiteen i forbindelse med Innst. S. nr. 277 (2008–2009) har gitt uttrykk for at den deler departementets oppfatning om at Norges Bank må ha en viss grad av frihet i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget, og at løpende detaljstyring fra departementet verken er mulig eller ønskelig. Departementet hevder videre at det manglende rammeverket ikke er på departementets styringsnivå.

Etter Riksrevisjonens vurdering er det departementets ansvar å sørge for at rammeverket

14) Jf. forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond - Norge

15) I nominelle kroner

16) Implisitt opplåning: transaksjoner, strukturer, metodikker m.m. overfor en eksisterende beholdning av verdipapirer som i navnet ikke innebærer ett låneopptak, men der den finansielle effekten av å gjennomføre transaksjonen eller strukturen har samme effekt som direkte opplåning.

foreligger på et styringsnivå som departementet finner hensiktsmessig. Det er departementet som har det overordnede ansvaret samt et oppfølgingsansvar for den operative forvaltningen av SPU. Riksrevisjonen viser til at utlån av verdipapirer og belåning av verdipapirer i SPU er av et slikt omfang og art at departementet burde ha sørget for at det nødvendige rammeverket var på plass tidligere.

Riksrevisjonen har merket seg at Finansdepartementet opplyser at det er et generelt behov for å revidere dagens regelverk for Statens pensjonsfond – Utland som til dels bærer preg av at det er blitt utbygd over tid, samtidig som fondet har vokst betydelig i verdi og kompleksitet.

Utlån av verdipapirer

Det foregår en omfattende utlånsvirksomhet i Norges Bank med SPUs verdipapirer. Det vil si at SPUs verdipapirer lånes ut til andre aktører mot godtgjørelse. Som sikkerhet for utlån mottar NBIM enten verdipapirer eller kontanter. Ved utgangen av 2008 utgjorde utlån av verdipapirer om lag 534 mrd. kroner, noe som tilsvarer over 23 prosent av forvaltningskapitalen. Fram til 2009 har det ikke foreligget retningslinjer eller annet rammeverk fra departementet eller Norges Bank som regulerer utlånsvirksomheten på overordnet nivå. Departementet opplyser at det tar sikte på å gi regler om utlån i det nye regelverket for forvaltningen av SPU.

Etter Riksrevisjonens vurdering burde gjennomgangen av rammeverket for utlån av verdipapirer vært foretatt på et tidligere tidspunkt. Riksrevisjonen ser det som kritikkverdig at departementet ikke har sørget for at det har foreligget et slikt overordnet rammeverk. Riksrevisjonen har merket seg at forholdene er omtalt i Finansdepartementets høringsnotat om *nye regler om forvaltningen av SPU* av 31. august 2009.

Belåning av verdipapirer i SPU

Riksrevisjonens gjennomgang viser at det foretas omfattende belåning av verdipapirer i SPUs portefølje gjennom reinvesteringer av kontant-sikkerhetsstillelser og ved belåning foretatt av eksterne forvaltere. Belåningseffekten oppstår blant annet når det mottas sikkerhet i form av kontanter som investeres i nye verdipapirer. SPU bærer risikoen for både de opprinnelige utlånte verdipapirer og verdipapirene som er kjøpt for kontantsikkerheten.¹⁷ Belåningen totalt i SPU

utgjorde i 2008 over 100 mrd. kroner. I tillegg til dette foregår det et omfattende utlån av verdipapirer i internforvaltningen som også har en indirekte belåningseffekt.

Riksrevisjonen har bemerket at et overordnet rammeverk for belåning manglet fram til 2009. Departementet opplyser at i henhold til deres vurdering er det i utgangspunktet hovedstyrets ansvar å påse at det fastsettes interne retningslinjer som regulerer slik opplåning. Departementet opplyser også at finanskomiteen deler departementets oppfatning om at Norges Bank må ha en viss grad av frihet i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget, og at løpende detaljstyring fra departementet verken er mulig eller ønskelig.

Etter Riksrevisjonens vurdering kan utforming av et overordnet rammeverk for belåning som omfatter mer enn 100 mrd. kroner i 2008, ikke anses som detaljstyring. Det vises i denne sammenheng også til Santiago-prinsippene¹⁸ for statlige investeringsfond som Norge har sluttet seg til. Ifølge disse prinsippene bør bruken av implisitt opplåning (leverage) framgå av investeringsstrategien, dvs. overordnet rammeverk. Riksrevisjonen finner det kritikkverdig at rammeverket og retningslinjene for belåning ikke har vært på plass. Departementet opplyser blant annet at det vil bli fastsatt rammer for eksplisitt og implisitt opplåning (leverage) i de nye reglene. Departementet sendte de nye reglene om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland på høring 31. august 2009.

Riksrevisjonen har i bemerkningene reist spørsmål ved om praksisen med belåning har vært gjort tilstrekkelig kjent for Stortinget. Ifølge departementet er deres oppfatning at opplåningen ikke er i strid med dagens regelverk så lenge Norges Bank overholder de kvantitative og kvalitative bestemmelsene som er fastsatt i retningslinjene.

Ifølge tidligere lov om Statens petroleumsfond var det ikke adgang til slik belåning.¹⁹ I någjeldende lov om Statens pensjonsfond er belåning ikke regulert og forholdet ble heller ikke drøftet i forarbeidene.²⁰ I St.meld. nr. 20 (2008–2009) *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008* opplyser departementet blant annet at det vil vurdere om det bør fastsettes rammer for implisitt

17) Denne type belåning omtales også som gearing eller leverage på engelsk

18) Sovereign Wealth Funds; Generally Accepted Principles and Practices, også kalt "Santiago Principles", gitt av International Working Group of Sovereign Wealth Funds

19) Lov om Statens petroleumsfond av 22. juni 1990 nr. 36, § 5.

20) Jf. Ot.prp. nr. 2 (2005–2006).

opplåning. Riksrevisjonen kan ikke se at det foreligger informasjon utover dette.

Riksrevisjonen ser det som kritikkverdig at Stortinget ikke har vært informert om praksisen med belåning av SPUs verdipapirer i større grad og på et tidligere tidspunkt, og kan ikke se at belåningen fram til 2009 har vært i samsvar med Stortingets vedtak og forutsetninger.

Amerikanske panteobligasjoner

Ved igangsetting av investeringer i amerikanske panteobligasjoner i 2002 valgte NBIM å benytte eksterne forvaltere fordi NBIM ikke hadde tilstrekkelig intern kompetanse på dette området. Nødvendig intern kompetanse forelå først i 2007. NBIM hadde ikke et system med funksjonalitet til å kunne måle relativ volatilitet²¹ da investeringene ble igangsatt. NBIM har opplyst at funksjonaliteten for risikomåling vil være på plass i 1. halvår 2009. I henhold til Finansdepartementets retningslinjer for forvaltningen av SPU skal operasjonell risiko være identifisert og kunne måles før ny virksomhet, eller før investeringer i nye finansielle instrumenter, igangsettes.

Departementet opplyser at det som et ledd i oppfølgingen av forvaltningen av SPU i Nasjonalbudsjettet for 2006 påpekte at målet for relativ volatilitet hadde enkelte svakheter. Disse skulle fanges opp av andre prosedyrer innen bankens risikomåling. Finansdepartementet la således til grunn at bankens vurdering av risikostyrings-systemene var i stand til å håndtere risikoen. Departementet opplyser videre at dette ble fulgt opp gjennom prosjektet risikobasert oppfølging av Norges Banks kapitalforvaltning. Videre viser departementet til St.meld. nr. 20 (2008–2009) om oppfølging av bankens prosjekter for å videreutvikle risikostyringen. Departementet viser også til at det er gjort nærmere rede for resultatene i den aktive forvaltningen i SPU, og konkluderer med at resultatene i 2008 ikke var tilfredsstillende.

Finansdepartementet tar til etterretning at Riksrevisjonen konkluderer med at de kvalitative krav til identifisering av operasjonell risiko i departementets retningslinjer ikke har vært etterlevd av NBIM. Departementet viser til at hovedstyret har et ansvar for at kapitalforvaltningen i NBIM drives i samsvar med det rammeverket som departementet har fastsatt.

21) Relativ volatilitet (statistisk begrep) er et risikomål og måles som standardavvik til avkastningen.

Riksrevisjonen finner det kritikkverdig at forvaltningen av amerikanske panteobligasjoner utelukkende var basert på ekstern forvaltning uten at NBIM hadde etablert tilstrekkelig intern kompetanse for oppfølging av slike obligasjoner. Videre ser Riksrevisjonen alvorlig på at det har vært igangsatt investeringer uten at den nødvendige systemstøtten har vært på plass, herunder for måling av relativ volatilitet og derved identifisering av operasjonell risiko.

Verdsettelse

SPUs portefølje verdsettes til virkelig verdi slik det er fastsatt i overordnet rammeverk fra departementet. Virkelig verdi vurderes å være det best egnede og mest hensiktsmessige prinsippet for verdsettelse av fondet da det hensyntar verdiutviklingen løpende. Det vurderes som positivt at det er foretatt en grundig gjennomgang av prisingsrutiner, opprettet egen verdsettelseskomite og utarbeidet en verdsettelsespolicy i 2008.

Riksrevisjonen påpeker at det har vært noe uensartet praksis ved verdsettelse av renteinstrumenter avhengig av om det har vært forvaltet av NBIM internt eller av eksterne forvaltere. Videre har Riksrevisjonen merket seg at det har vært utfordringer med å verdsette renteverdipapirer i forbindelse med finansuroen. Ved utgangen av 2008 forelå det ikke markedspriser fra aktivt marked for i overkant av 50 prosent av renteporteføljen²². I tillegg var det knyttet ekstra usikkerhet til ca. 5 prosent av renteporteføljen med hensyn til om tilgjengelige priser representerte virkelig verdi. For å ta høyde for usikkerheten ble det blant annet foretatt likviditetsfradrag og verdien ble ytterligere nedjustert i forhold til tilgjengelige priser.

Riksrevisjonen ser det som uheldig at dokumentasjon av likviditetsfradragene har vært mangelfull. Riksrevisjonen har merket seg at departementet vil sørge for å få dekket blant annet dokumentasjon for verdsettelse i det nye regelverket for SPU, og gjennom ny forskrift om regnskapsregler for Norges Bank. Riksrevisjonen forutsetter at det ved verdsettelse av SPUs verdipapirer praktiseres ensartethet, og at det benyttes samme priskilder som for referanseporteføljen.

Regnskapsregelverk

Riksrevisjonens gjennomgang viser at det er motstrid mellom de ulike regnskapsregelverk som gjelder for SPU fram til 2009. Ved utarbeidelse av SPUs regnskap legges blant annet sentralbank-

22) Jf. SPU årsrapport 2008, note 9, side 81.

loven til grunn, og det anvendes samme regnskapsregelverk og -prinsipper for SPU som for Norges Bank.²³ I forbindelse med utarbeidelse og presentasjon av regnskapet for SPU er det gjort en rekke unntak fra regnskapsloven begrunnet med sentralbankspesifikke forhold. Det avlegges ikke eget fullstendig regnskap for SPU da det ifølge departementet er en integrert del av bankens virksomhet og inngår i bankens regnskaper. I perioden 1998–2006 ble det derfor ikke utarbeidet egne noter til SPUs regnskap etter regnskapsloven. Manglende noteopplysninger har imidlertid ikke vært begrunnet med sentralbankspesifikke forhold. Ved endringer i sentralbankloven av 19. juni 2009 er Norges Bank gjort regnskapspliktig etter regnskapsloven og bokføringspliktig etter bokføringsloven.

Etter departementets oppfatning vil det være i strid med forutsetningene i pensjonsfondloven om SPUs regnskap frigjøres fra Norges Banks regnskaper. Riksrevisjonen viser til at selv om Norges Bank plasserer midlene i eget navn, bærer ikke Norges Bank økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i fondet. Positiv eller negativ verdiutvikling tilskrives eller belastes fondet alene.

Markedsverdien av SPU var 2 275 mrd. kroner ved utgangen av 2008. Dette utgjorde ca. 70 prosent av statens balanse. Fondets størrelse og kompleksitet tilsier at det presenteres et eget regnskap for fondet. Videre skal det i henhold til økonomireglementet utarbeides egne fullstendige regnskaper for alle statlige fond. Stortinget har dessuten sluttet seg til regjeringens målsetting om at SPU skal være verdens best forvaltede fond og at det siktes mot beste praksis internasjonalt i alle deler av forvaltningen.

SPUs regnskap med noter tilfredsstillende ikke fullt ut de internasjonale standarder og beste praksis. Riksrevisjonen ser det som viktig at SPUs regnskap også tilfredsstillende norsk regnskapslovgivning, internasjonale standarder og beste praksis. Etter Riksrevisjonens vurdering tilsier ovennevnte forhold at det utarbeides eget regnskap for SPU. Riksrevisjonen mener at regnskapsregelverket for SPU bør fastsettes i egen forskrift for å unngå sammenblanding av sentralbankspesifikke forhold og SPUs målsetting.

23) Norges Bank er underlagt sentralbankloven ved regnskapsavleggelsen.

Risikorammen

Risikorammen for SPU måles i forventet relativ volatilitet. Ifølge forskrift om forvaltning av SPU kan den forventede forskjellen i avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen, målt ved forventet relativ volatilitet, maksimalt være 1,50 prosentpoeng. Departementet opplyser at det i den operative forvaltningen kan aksepteres et avvik mellom de faktiske investeringene og referanseporteføljen på denne størrelsen. Riksrevisjonen konstaterer at denne rammen ble overskredet i oktober 2008. Departementet opplyser at de aktive forvaltningsstrategiene som har gitt betydelig mindre avkastning på rentesiden, ikke i samme grad har trukket på rammen for forventet relativ volatilitet. Ifølge departementet reflekterer dette at det fastsatte risikomålet ikke særlig godt fanger opp risiko knyttet til begivenheter som inntreffer svært sjelden. Etter departementets oppfatning viser erfaringene de siste årene at det er ønskelig med et mer finmasket system for å regulere risikoen i den aktive forvaltningen.

Riksrevisjonen vurderer det slik at den aktive forvaltningen i hovedsak har vært styrt etter denne risikorammen. Riksrevisjonen ser positivt på at departementet vurderer å utarbeide et mer finmasket system for å regulere risikoen i den aktive forvaltningen. Departementet sendte det nye regelverket på høring 31. august 2009.

5.3 Eierskapsutøvelse for Statens pensjonsfond

Eierskapsutøvelsen skal blant annet baseres på OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper hvor selskapene skal betale riktig skatt til rett tid til de landene hvor de opererer, jf. de etiske retningslinjene for SPU. Norges Bank har valgt barns rettigheter i multinasjonale selskapers virksomhet og i leverandørkjedene, selskapsstyring og miljømessige forhold som fokusområder i eierskapsarbeidet. Riksrevisjonen har stilt spørsmål om også selskapenes betaling av skatt burde vært tema i eierskapsutøvelsen.

Finansdepartementet mener at det er en riktig strategi fra bankens side å konsentrere innsatsen i eierskapsutøvelsen på utvalgte områder. Departementet opplyser at det under enhver omstendighet ville innebære en uheldig rolleblanding om Norges Bank i egenskap av forvalter skulle være spesielt opptatt av hvordan utenlandske selskaper de er minoritetseier i, håndterer sine skattemessige forhold til Norge. Spørsmål knyttet til skattlegging og skatteinnkreving til Norge som stat må på vanlig måte håndteres av norske

skattemyndigheter. Riksrevisjonen tar departementets svar til etterretning.

Riksrevisjonens rapport om revisjonen av Statens pensjonsfond for budsjettåret 2008 sendes Stortinget.

Vedtatt i Riksrevisjonens møte 23. september 2009

Jørgen Kosmo

Jan L. Stub

Finn Kristian Marthinsen

Kjellbjørg Lunde

Ranveig Frøiland

Bjørg Selås

**Vedlegg: Rapport om revisjonen
av Statens pensjonsfond – Utland
Verdsettelse, utlån av verdipapirer
og regnskapsregelverk mv.**

Tillegg 1 til Dokument 1 (2009–2010)

Innhold

Forkortelser	41		
1 Innledning	43		
1.1 Bakgrunn	43		
1.2 Mål og problemstillinger	44		
1.3 Metode og gjennomføring	45		
1.4 Avgrensning	45		
2 Revisjonskriterier	46		
2.1 Generelt	46		
2.2 Verdsettelse	46		
2.3 Regnskapsregler	47		
3 Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland	49		
3.1 Hovedelementer i forvaltningen av SPU	49		
3.1.1 Investeringsstrategien	49		
3.1.2 Referanseporteføljen	50		
3.1.3 Investeringsuniverset og risikorammen	51		
3.2 Organisering av forvaltningen	51		
3.3 Roller og ansvar knyttet til verdsettelse av SPU	52		
3.3.1 Regnskapsfører	52		
3.3.2 Operations	52		
3.3.3 Risk Management	53		
3.4 Overordnet om verdsettelse av SPU i NBIM	54		
3.4.1 NBIMs verdsettelsespolicy	54		
3.4.2 Prosjektet "Uavhengig verdivurdering"	54		
3.4.3 Prisingshierarki	54		
3.4.4 Prisingstruktur i NBIM	55		
4 Aksjeforvaltning	56		
4.1 Organisering av aksjeforvaltningen	56		
4.2 Verdsettelsesprosessen for aksjer	56		
4.2.1 Prisingshierarki for aksjer	56		
4.2.2 Rangering av verdsettelsesmetoder	57		
4.2.3 Verdsettelse etter priskilder	57		
4.2.4 Kontroller	59		
4.3 Omtale av prisleverandører for aksjeforvaltningen	59		
5 Renteforvaltning	62		
5.1 Organisering av renteforvaltningen	62		
5.2 Renteinstrumenter i SPUs renteportefølje	62		
5.2.1 Renteinstrumenter	62		
5.2.2 Amerikanske panteobligasjoner	64		
5.3 Transaksjonsflyt for renteinstrumenter	64		
5.4 Verdsettelsesprosessen for renteinstrumenter	65		
5.4.1 Prisingshierarki for renteinstrumenter	65		
5.4.2 Kontroller	65		
5.4.3 NAVIS-prosjektet	65		
5.5 Omtale av prisleverandør for renteforvaltningen	66		
6 Derivater	67		
6.1 Generelt om bruk av derivater i SPU	67		
6.2 Kontroller og rapportering	69		
6.3 Verdsettelse av derivater	69		
6.4 Prisleverandører for derivater	69		
7 Utlån av verdipapirer	71		
7.1 Innledning	71		
7.2 Utlån av verdipapirer – aksjeforvaltning	72		
7.3 Utlån av verdipapirer – renteinstrumenter	73		
7.4 Sikkerhetsstillelse	73		
7.5 Short Term Bond Fund	74		
7.6 Verdsettelse av utlånte verdipapirer	74		
7.7 Regnskapsmessig behandling	74		
7.8 Retningslinjer for utlån av verdipapirer	75		
8 Regnskapsprinsipper og -rapportering	76		
8.1 Innledning	76		
8.2 Utviklingen av regnskapsprinsipper for SPU	76		
8.2.1 Verdsettelse til markedsverdi	76		
8.2.2 Regnskapsprinsipper fra 2007	78		
8.2.3 Prinsippendring i 2008	78		
8.3 Virkelig verdi	78		
8.3.1 Verdsettelse i henhold til IFRS/IAS	79		
8.3.2 Måling av virkelig verdi i illikvide markeder	80		
8.4 Valutakurseffekter	80		
9 Vurderinger	82		

9.1	Verdsettelse av fondet	82
9.1.1	Aksjeinstrumenter	82
9.1.2	Renteinstrumenter	83
9.1.3	Derivater	86
9.2	Utlån av verdipapirer	87
9.2.1	Sikkerhet	87
9.2.2	Kontantsikkerhetsstillelser og reinvesteringer i STBF	88
9.2.3	Andre forhold	88
9.3	Vurdering av regnskapsprinsipper	89
9.3.1	Virkelig verdi	90
9.3.2	Presentasjon av finansielle derivater	91
9.3.3	Noteopplysninger	92
9.3.4	Prinsipper som SPU bør benytte	93
9.4	Rammeverket for SPU	94
9.4.1	Verdsettelse	94
9.4.2	Intern kontroll	95
9.4.3	Operasjonell risiko	95
9.4.4	Utlån av verdipapirer	96
9.4.5	Belåning av verdipapirer i SPU	97

Vedlegg

1:	Ord og uttrykk	100
2:	Referanseliste	106
3:	Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet	107
4:	Brev fra Finansdepartementet til Norges Bank	109
5:	Overordnet sammenligning av regnskapsinformasjonen	110
6:	IAS 39 Finansielle instrumenter – innregning og måling	111

Tabelloversikt

Tabell 1	Rangert liste av verdsettelsesmetoder for aksjer	57
Tabell 2	Verdsettelse av aksjeporteføljen fordelt på priskilder (i mill. kroner)	58
Tabell 3	Verdsettelse etter priskilder for aksjer	58
Tabell 4	Samlet derivateksponering for SPU ved utgangen av 2008	67

Figuroversikt

Figur 1	Styringsstrukturen og revisjonen av Statens pensjonsfond – Utland	49
Figur 2	Referanseportefølje-sammensetning SPU	50
Figur 3	Organisasjonskart for NBIM per 1. mars 2008	52
Figur 4	Tidslinje for avstemming av transaksjoner, beholdninger og prissetting	57
Figur 5	FTSE indekskonstruksjon	61
Figur 6	Illustrasjon av en rentebytteavtale – IRS	68
Figur 7	Illustrasjon av verdipapirutlån	72

Forkortelser

ABS	Asset Backed Securities	GMRA	Global Master Repurchase Agreement
ARM	Adjustable Rate Mortgage	GMSLA	Global Master Securities Lending Agreement
BA	Budget and Accounting	GRS	God regnskapsskikk
BD	Business Day	HTV	Hard to Value
CAS	Central Accounting Services	IFRS	International Financial Reporting Standards
CCIL	The Clearing Corporation of India Ltd.	IMF	International Monetary Fund
CDO	Collateralized Debt Obligations	IOG	Investment Operations Group
CDS	Credit Default Swap	IRS	Interest Rate Swap
CEO	Chief Executive Officer	IVP	Independent Valuation Project
CET	Central European Time	JFHA	Japan Housing Finance Agency
CIO	Chief Investment Officer	JPM	J. P. Morgan Chase Bank
Citi	Citibank	LGA	Lehman Global Aggregate
CM	Credit Metrics	LGM	Linear Gauss-Markov
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities	LIBOR	London Interbank Offered Rate
CPM	Chained Paasche Methodology	LPM	Loan Participation Note
CPV	Credit Portfolio View	LSE	London Stock Exchange
CR	CreditRisk	MBS	Mortgage Backed Securities
DCS	Data Cleansing Screens	Mill. kr	Millioner norske kroner
DMG	Data Management Group	MRA	Master Repurchase Agreement
EBL	Equity Business Line	Mrd. kr	Milliarder norske kroner
EODB	Equity Operations Database	MTN	Medium Term Note
EODM	Equity Operations Data Management	N/A	Not available
EONIA	Euro OverNight Index Average	NAV	Net Asset Value
EQDW	Equity Data Warehouse	NAVIS	Net Asset Value Independence and Synchronization
ETF	Exchange Traded Fund	NB	Norges Bank
FA	Fund Account	NBIM	Norges Bank Investment Management
FFF	Fed Funds Flat	NGAAP	Norwegian GAAP
FI	Fixed Income	Non-ERISA	Non-Employee Retirement Income Security Act
FI Operations	Fixed Income Operations	NRS	Norsk Regnskapsstiftelse
FIBA	Fixed Income Business Area	OAS	Opsjonsjustert spread
FIDM	Fixed Income Data Management	OTC	Over The Counter
FIDW	Fixed Income Data Warehouse	P&L	Profit & Loss Statement
FIN	Finansdepartementet	PAUG	Pay As You Go
FM	Fund Manager	PAV	Performance, Attribution and Valuation
Forward FX	Forward Foreign Exchange		
FTID	Financial Times Interactive Data		
GASB	Governmental Accounting Standards Board		
GIPS	Global Investment Performance Standards		
GL	General Ledger		

RM	Risk Management
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
RMG	Risk Management Group
SBR	Sentralbankrevisjonen
SIV	Structured Investment Vehicles
SPF	Statens Pensjonsfond
SPU	Statens pensjonsfond-Utland
SSB	State Street Bank
STBF	Short Term Bond Fund
Swap	Bytteavtale
TBA	To Be Announced
USGAAP	US Generally Accepted Accounting Principles
VC	Valuation Committee
WM	World Markets

1 Innledning

1.1 Bakgrunn

Statens pensjonsfond¹ (SPF) består av Statens pensjonsfond – Utland (SPU) og Statens pensjonsfond – Norge (SPN). Ifølge lov om SPF § 1 er fondets formål at:

"Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter."

I løpet av de siste ti årene har Statens pensjonsfond – Utland (SPU) utviklet seg til å bli et av verdens største fond. Markedsverdien av SPU var 2 275 milliarder kroner per 31. desember 2008. Fondets gjennomsnittlige eierandel i de internasjonale aksjemarkedene utgjorde ca. 0,77 prosent ved utgangen av 2008. Tilsvarende utgjorde gjennomsnittlig eierandel i europeiske selskaper 1,33 prosent av den totale verdien på selskapene i referanseporteføljen. I tillegg har fondet betydelige andeler i rentebærende verdipapirer, blant annet i statsobligasjoner.

På bakgrunn av størrelsen og viktigheten av fondet har kontroll- og konstitusjonskomiteen bedt Riksrevisjonen om å intensivere arbeidet med Statens pensjonsfond – Utland.² I Innst. S. nr. 296 (2007–2008) og nr. 315 (2008–2009) har kontroll- og konstitusjonskomiteen understreket viktigheten av Riksrevisjonens arbeid med hensyn til fondet. Her framgår det at:

"Riksrevisjonen skal påse at Finansdepartementets forvaltning av fondet er i henhold til de vedtak og retningslinjer Stortinget har lagt til grunn. Riksrevisjonen skal videre påse at den rapportering som finner sted er korrekt, utfyllende og relevant – slik det gjøres i dag. Etter flertallets mening bør denne rolle- og ansvarsfordelingen videreføres."

Riksrevisjonen skal blant annet revidere statsregnskapet og statlige fond, og gjennomfører sin revisjon i tråd med riksrevisjonsloven § 9. Se faktaboks 1.1 (på neste side) for nærmere

omtale av Riksrevisjonens oppgaver og de ulike revisjonstypene.

Som ledd i intensiveringen av revisjonen av SPU har Riksrevisjonen gjennomført samarbeidsprosjekter mellom forvaltnings- og regnskapsrevisjonen. For revisjonsåret 2007/2008 omhandlet samarbeidsprosjektet utviklingen av investeringsstrategien i SPU. Resultatet av denne revisjonen er meddelt Stortinget i Dokument nr. 1 (2008–2009).

Samarbeidsprosjektet i 2008/2009 vedrører verdsettelse av finansielle instrumenter og utlån av verdipapirer i SPU. Verdsettelse inngår som en sentral del i forvaltningen av SPU, og har betydning for beregning av markedsverdien av fondet og avkastningen. Riktig verdsettelse har dermed betydning for porteføljens størrelse og sammensetning, og for regnskaps- og årsavslutning. Det har og stor betydning for statsregnskapet da fondet er en integrert del av statsregnskapet og per 31. desember 2008 utgjorde ca. 70 prosent av statens balanse.

I tillegg til ordinær kapitalplassering i aksjer og renteinstrumenter låner Norges Bank Investment Management (NBIM³) ut SPUs verdipapirer til andre aktører i finansmarkeder gjennom eksterne utlansprogrammer. Som sikkerhet mottas det verdipapirer i form av aksjer og obligasjoner. Videre mottar NBIM betydelige beløp i form av kontantsikkerhet som blir reinvestert i andre verdipapirer i SPU.

Som følge av finansuroen som startet høsten 2007 og fortsatte i 2008, oppsto det betydelig usikkerhet knyttet til prising av flere av de finansielle instrumentene, spesielt for renteinstrumenter. I denne perioden var prisene enten ikke tilgjengelige på grunn av illikviditet i markedet eller så var det knyttet stor usikkerhet til prisene NBIM fikk oppgitt av prisleverandører, meglere og/eller forvaltere. Det har derfor vært problematisk å fastsette riktig markedsverdi på en del verdipapirer i SPU. Av disse årsaker ble det for første gang i årsregnskapet for 2007 foretatt likviditetsfradrag/nedskrivning av enkelte

1) Jf. lov om Statens pensjonsfond § 2.

2) Jf. Innst. S. nr. 195 (2005–2006).

3) Norges Banks kapitalforvaltningsavdeling er forkortet til NBIM og er ansvarlig for forvaltning av SPU.

renteinstrumenter i SPU's portefølje. Praksisen med å foreta likviditetsfradrag ble videreført for 2008-regnskapet. Samme praksis ble anvendt i forbindelse med verdsettelse av verdipapirer som var utenfor SPU's balanse og bestod av reinvesteringer av kontantsikkerhetsstillelser⁴, knyttet til utlån av verdipapirer.

1.2 Mål og problemstillinger

Formålet med årets undersøkelse har vært å gjennomgå verdsettelsesmetoder og -modeller som benyttes for verdsettelse av finansielle instrumenter i SPU. I undersøkelsen er det sett nærmere på de rutiner og prosedyrer som eksisterer i forbindelse med verdsettelse av SPU og hvordan dette rapporteres. Det er foretatt en generell gjennomgang av lover, regler og regn-

skapsprinsipper som er anvendt for SPU. I tillegg til verdsettelse er det foretatt en nærmere gjennomgang av utlån av verdipapirer fra SPU (eksterne utlånsprogrammer).

Følgende problemstillinger har blitt undersøkt:

- 1 Hvilke kriterier ligger bak de anvendte verdsettelsesmetoder og -modeller?
- 2 Hvilke prosedyrer og rutiner eksisterer for verdsettelse av finansielle instrumenter i SPU?
- 3 Hvilke regnskapsprinsipper, lover og regler anvendes?
- 4 Støttes verdsettelsesmetodene og regnskapsreglene av fagteori?

Faktaboks 1.1 Riksrevisjonens oppgaver vedrørende revisjon av Statens pensjonsfond og de ulike revisjonstypene

- Riksrevisjonens oppgaver framgår av lov om Riksrevisjonen § 9, 1.–3. ledd
- **Regnskapsrevisjonens** oppgaver er ifølge første ledd at: "Riksrevisjonen skal foreta revisjon av statsregnskapet og alle regnskaper avlagt av statlige virksomheter [...] og statlige fond [...]."
- **Selskapskontrollens** oppgaver er ifølge annet ledd at: "Riksrevisjonen skal kontrollere forvaltningen av statens interesser i selskaper m.m."
- **Forvaltningsrevisjonens** oppgaver er ifølge tredje ledd at: "Riksrevisjonen skal gjennomføre systematiske undersøkelser av økonomi, produktivitet, måloppnåelse og virkninger ut fra Stortingets vedtak og forutsetninger (forvaltningsrevisjon)."

Riksrevisjonen har regnskapsrevisjonsansvar for statlige fond etter riksrevisjonsloven § 9 første ledd. Dette innebærer at Riksrevisjonen skal revidere Statens pensjonsfond, herunder Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge.

Riksrevisjonen kan gjennomføre forvaltningsrevisjoner av alle departementer og statlige virksomheter mv., jf. § 9 tredje ledd. Riksrevisjonen foretar i den forbindelse systematiske undersøkelser ut fra Stortingets vedtak og forutsetninger. Dersom det er relevant kan Riksrevisjonen i forbindelse med forvaltningsrevisjon bygge på utført regnskapsrevisjon av Riksrevisjonen, eller finansiell revisjon utført av annen ekstern revisor. Formålet er da ikke en kontroll av det avlagte regnskapet. Årets samarbeidsprosjekt er gjennomført i tråd med § 9 tredje ledd.

I medhold av § 9 annet ledd, utfører Riksrevisjonen kontroller med forvaltningen av virksomheter hvor staten har eierinteresser (50 prosent eller mer), statsforetak eller andre statlige institusjoner. I forbindelse med selskapskontroll utfører ikke Riksrevisjonen regnskapsrevisjon/finansiell revisjon av de aktuelle virksomhetene. Disse er som oftest revidert av private revisjonsselskaper. Som eksempel kan nevnes Folketrygdfondet, Norfund, Statoil ASA, Telenor ASA og Innovasjon Norge.

Riksrevisjonen fører kontroll med statsrådets myndighetsutøvelse overfor Norges Bank i henhold til Riksrevisjonens instruks § 11.

Riksrevisjonen har ikke regnskapsrevisjon eller finansiell revisjon av Norges Bank og Folketrygdfondet, men Riksrevisjonen skal foreta regnskapsrevisjon av Statens pensjonsfond, herunder Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Dette er uavhengig av hvem som er forvalter eller forvalterens organisasjonsform. Riksrevisjonen har inngått en samarbeidsavtale med Sentralbankrevisjonen for blant annet å kunne bygge sin regnskapsrevisjon av SPU på finansiell revisjon utført av Sentralbankrevisjonen (SBR) og Deloitte. SBR og Deloitte's revisjon har i vesentlig grad vært avgrenset til finansiell revisjon, dvs. bekreftelse av regnskapet. Riksrevisjonens revisjon omfatter i tillegg til regnskapsbekreftelsen, kontroll av disposisjonene samt oppfølging av om Stortingets vedtak og forutsetninger er fulgt.

4) Reinvesteringer knyttet til et eget fond i SPU: Short Term Bond Fund.

- 5 Hvordan håndteres utlån av verdipapirer i SPU, og hvilke retningslinjer eksisterer og anvendes?

1.3 Metode og gjennomføring

Undersøkelsen er basert på gjennomgang av stortingsdokumenter, retningslinjer, instruksjer, kvartals- og årsrapporter for SPU og avtaler som Norges Bank har inngått med tjenesteleverandører. Dokumentene er benyttet til å utlede revisjonskriterier og faktagrunnlag.

NBIM har bidratt positivt ved å avholde fem halvdagspresentasjoner om aktuelle temaer for Riksrevisjonen og supplert med fyldig dokumentasjon. Temaene på presentasjonene har blant annet omfattet: organisering (herunder opprettelse av verdsettelseskomite), verdsettelsespolicy, prosedyrer, prosjektet "Uavhengig verdivurdering", prisingshierarki, verdsettelsesmetoder, utlån av verdipapirer, regnskapsføring og gjennomgang av renteporteføljesystemet. I tillegg har Riksrevisjonen besøkt New York-kontoret til Norges Bank.

Riksrevisjonen har i denne undersøkelsen engasjert konsulentfirmaene Ricardo Private Equity og KPMG til å bistå med finans- og regnskapsfaglig kompetanse.

1.4 Avgrensning

Samarbeidsprosjektet om verdsettelse av finansielle instrumenter kommer i tillegg til Riksrevisjonens årlige regnskapsrevisjon av Statens pensjonsfond – Utland, og revisjonen av Finansdepartementets overordnede oppgave med forvaltning av fondet.

Undersøkelsen er avgrenset til å kartlegge og vurdere NBIMs overordnede retningslinjer, rutiner og prosedyrer, og departementets styring og oppfølging. Det er foretatt begrenset testing av om prosedyrene og rutinene er fulgt og om prisingen er korrekt. Dette er forutsatt gjennomført i den årlige finansielle revisjonen.

2 Revisjonskriterier

2.1 Generelt

Statens pensjonsfond – Utland forvaltes av Finansdepartementet og den operative forvaltningen er delegert videre til Norges Bank. I forvaltningen kan Norges Bank benytte eksterne forvaltere. Fondet er plassert på særskilt konto i Norges Bank i form av kroneinnskudd (kronekonto). Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift, retningslinjer og forvaltningsavtale mellom Norges Bank og Finansdepartementet.

Statens pensjonsfond – Utland reguleres av følgende regelsett:

- 1 Lov om Statens pensjonsfond av 21. desember 2005 nr. 123
- 2 Forskrift av 22. desember 2005 om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland
- 3 Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.
- 4 Forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank av 12. februar 2001

Finansdepartementet opplyser blant annet i St.meld. nr. 20 (2008–2009) at lov om Norges Bank og pengevesenet av 24. mai 1985 nr. 28 (sentralbankloven) indirekte er relevant for SPU. Her framgår at:

"Loven regulerer ikke direkte forvaltningen av SPU, men setter rammer for sentralbankens organisasjon og ansvarsfordelingen mellom bankens organer. Den danner derfor en organisatorisk ramme for Norges Bank også som kapitalforvalter."

Videre legger departementet til grunn at Norges Bank følger Kredittilsynets internkontrollforskrift i forvaltningen av SPU.

Hovedelementer i forvaltningen består av: investeringsstrategi, investeringsunivers, referanseportefølje og risikoramme for aktiv forvaltning, etiske retningslinjer og krav til risikostyring, verddivurdering og resultatmåling.

Det har vært bred enighet om at fondet skal forvaltes med sikte på å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat risikonivå. Forvaltningen av Statens pensjonsfond blir årlig gjennomgått av Stortinget, blant annet ved behandlingen av St.meld. nr. 16 (2007–2008)⁵ og St.meld. nr. 20 (2008–2009). Fondet skal ha god risikospredning gjennom å være plassert i verdipapirer utstedt av forskjellige stater og av selskaper i ulike land.

Investeringsstrategien følger av de overordnede plasseringsrammene i investeringsuniverset og referanseporteføljen for SPU, jf. forskriften § 4 og § 5. SPU skal i hovedsak være plassert i børsnoterte aksjer og obligasjoner. Referanseporteføljene bygges opp av aksje- og obligasjonsindekser fra ulike land. Samtidig er det fastsatt en ramme for hvor mye forvalterne kan avvike fra referanseporteføljen i form av en øvre grense for forventet relativ volatilitet⁶, jf. forskriften § 5 annet ledd.

SPU skal være en finansiell investor og ikke et redskap for strategisk eierskap i enkeltselskaper. Det har vært lagt vekt på bred politisk enighet om investeringsstrategien til fondet og stor grad av åpenhet om forvaltningen av midlene. Dette for å understøtte troverdigheten og tilliten til fondet.

Finansdepartementet har uttalt blant annet i St.meld. nr. 16 (2007–2008) og St.meld. nr. 20 (2008–2009) at regjeringens mål er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond, noe som krever at en sikter mot beste praksis internasjonalt i alle deler av forvaltningen.

2.2 Verdsettelse

Fastsettelse av virkelig verdi har konsekvenser for verdiendringene i SPU, som igjen har avgjørende betydning for verdien av kronekontoens størrelse.

5) St.meld.nr. 16 (2007-2008) *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007*, jf. Innst. S. nr. 283 (2007-2008) og St.meld.nr. 20 (2008-2009) *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008*.

6) Forventet relativ volatilitet er et risikomål for hvor mye SPUs faktiske portefølje kan avvike fra referanseporteføljen som er fastsatt av Finansdepartementet. Forskjellen betegnes som forventet relativ volatilitet og måles i standardavvik av avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen.

Finansdepartementet har i innledningen til retningslinjenes kapittel 4 gitt Norges Bank føringer om blant annet verdivurdering: "verdivurdering [...] skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder." Videre uttaler Finansdepartementet i retningslinjenes punkt 4.1. at:

"metoden for å fastsette verdien av finansielle instrumenter skal [...] med rimelig sikkerhet representere den virkelige verdien av fondets eiendeler på måletidspunktet. Verdifastsettelsen skal [...] være basert på markedspriser eller anerkjente prismodeller der markedspriser ikke kan observeres."

I utgangspunktet er markedspriser observerte priser fra børser som legges til grunn av flere prisleverandører. Der hvor det ikke finnes observerbare priser fra børser stilles det priser fra forvaltere, meglere, tradere og prisleverandører. For å finne pålitelige priser hos disse er det en forutsetning at det må være aktivitet i de aktuelle markedene.

Finansdepartementet har presisert verdivurdering nærmere i retningslinjenes kapittel 4. Riksrevisjonen har forstått det slik at dette har bakgrunn i innspill fra Norges Bank til Finansdepartementet i brev av 11. mars 2005. I nevnte brev har Norges Bank blant annet skrevet at det i henhold til daværende rammeverk ikke var tatt tilstrekkelig høyde for prinsippene for verdifastsettelse av fondets eiendeler. Norges Bank foreslo følgende:

"Verdifastsettelse av Petroleumsfondets eiendeler og måling av avkastning må følge internasjonalt anerkjente standarder på målings- og rapporteringstidspunktene. Metoden for å prise finansielle instrumenter skal være etterprøvbare og med rimelig sikkerhet representere den *virkelige verdien* av fondets eiendeler på måletidspunktet. Norges Bank skal prise porteføljen i henhold til *markedspriser eller anerkjente prismodeller* der markedspriser ikke kan observeres."

I St.meld. nr. 16 (2007–2008) har departementet gjengitt Ernst & Youngs anbefalinger vedrørende verdivurdering og avkastningsmåling hvor det blant annet framgår at:

"Det anbefales en mer detaljert beskrivelse og dokumentasjon av prosedyrer for å verdsette

verdipapirer og investeringer hvor markedspriser ikke kan skaffes fra en ekstern kilde."

2.3 Regnskapsregler

Lov om Statens pensjonsfond inneholder ingen bestemmelser om regnskapsregler for Statens pensjonsfond. Det omtales heller ingen spesifikke regnskapsregler eller -prinsipper for SPU i forskrift om forvaltningen av SPU.

Finansdepartementet har gitt føringer til Norges Bank i forvaltningsavtalens punkt 2.1. Her framkommer det at Norges Bank skal forvalte fondet i samsvar med lov, forskrifter, økonomireglementet for staten og andre vedtak og retningslinjer som gjelder for fondet. Videre skal Norges Bank, ifølge retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland punkt 4.3, utarbeide årsrapportene som blant annet skal inneholde regnskapsrapportering i henhold til Norges Banks regnskapsprinsipper.

Banken har siden 1999 valgt å benytte markedsverdi i forbindelse med verdsettelse av finansielle instrumenter regnskapsmessig. Finansdepartementet besluttet i 2000 at markedsverdi også skulle benyttes i forbindelse med verdsettelse av SPU. Da SPU inngår i Norges Banks regnskap vil regnskapsprinsipper for Norges Bank også gjelde for SPU. Markedsverdi er også lagt til grunn ved presentasjonen av SPU i statsregnskapet.

Representantskapet vedtok regnskapsprinsipper for Norges Bank 13. desember 2007. Det ble besluttet at dersom det ikke foreligger sentralbankspesifikke forhold, skal gjeldende norsk regnskapslovgivning og god regnskapsskikk legges til grunn ved regnskapsutarbeidelsen for Norges Bank, og harmoniseres mot internasjonale standarder så langt det passer.

International Financial Reporting Standards (IFRS) regnes som beste praksis for internasjonale regnskapsstandarder. Det er derfor naturlig å se hen til IFRS og International Accounting Standards (IAS) i regnskapssammenheng. For verdsettelse angir standarden om finansielle instrumenter, IAS 39, at det skal benyttes "fair value" eller virkelig verdi i forbindelse med verdsettelse av finansielle instrumenter.

Den regnskapsmessige behandlingen av de finansielle instrumentene er hovedsakelig regulert gjennom disse tre IFRS⁷/IAS standardene:

- 1 IAS 39 *Finansielle instrumenter – innregning og måling*
- 2 IAS 32 *Finansielle instrumenter – presentasjon*
- 3 IFRS 7 *Finansielle instrumenter – opplysninger*

7) International Accounting Standards Board (IASB) er standardsetteren for IFRS og IAS.

3 Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland

Finansdepartementet har forvalteransvaret for Statens pensjonsfond – Utland (SPU) i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 2. Etter forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland § 1 er forvaltningen av SPU delegert fra Finansdepartementet til Norges Bank.

Finansdepartementet har ansvar for å utarbeide et overordnet rammeverk for forvaltningen av fondet, fastsette den overordnede investeringsstrategi, fastsette etiske retningslinjer og følge opp den operative forvaltningen av fondet.

Regjeringen har som uttalt mål at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. Dette innebærer at det skal siktes mot beste praksis internasjonalt i alle deler av forvaltningen, jf. St.meld. nr. 20 (2008–2009).

De forskjellige organene som er involvert i arbeidet med Statens pensjonsfond – Utland framgår av figur 1. I tillegg har hovedstyret i Norges Bank utøvende myndighet i banken, herunder ansvaret for den operative kapitalforvaltningen og løpende overvåking av denne.

Representantskapet skal føre tilsyn med bankens drift, herunder kapitalforvaltning, og at regler blir fulgt.

3.1 Hovedelementer i forvaltningen av SPU

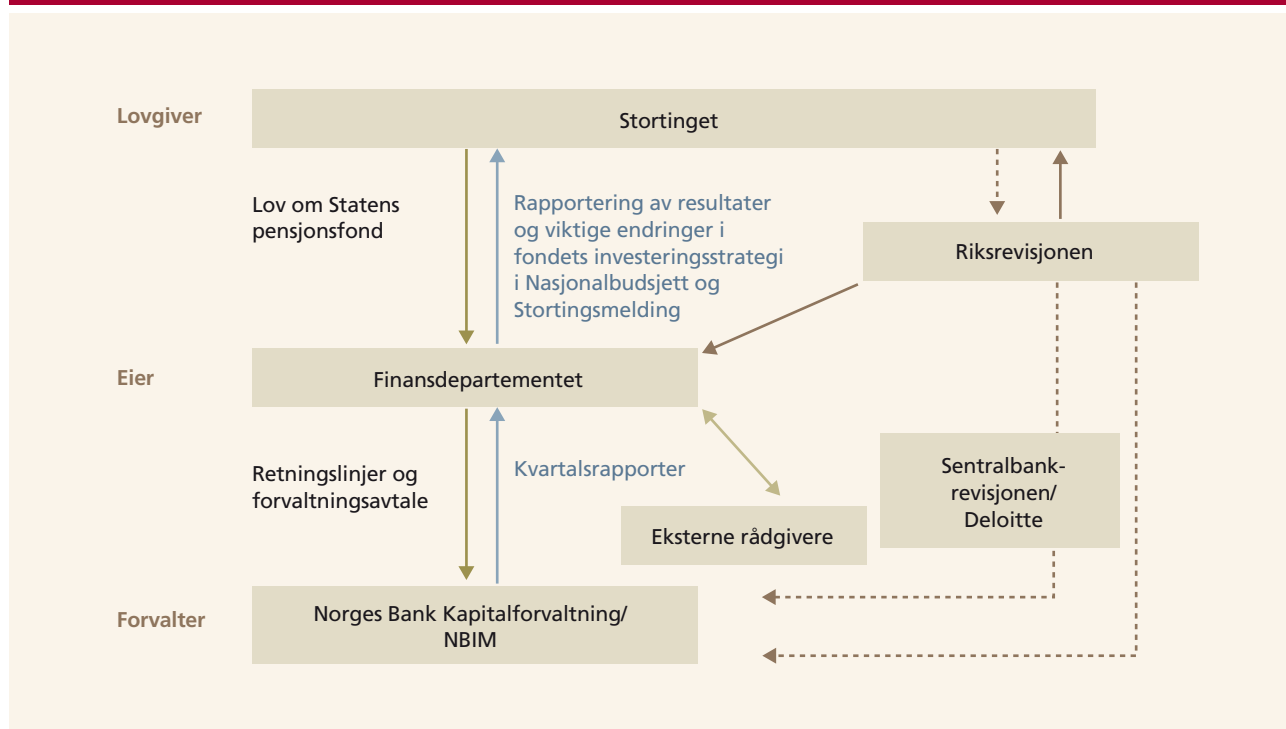
Hovedelementer i forvaltningen består av følgende: referanseportefølje, investeringsunivers og risikoramme for aktiv forvaltning, etiske retningslinjer og krav til risikostyring, verdiprøving og resultatmåling.

3.1.1 Investeringsstrategien

Finansdepartementet har utviklet en investeringsstrategi for fondet som er formidlet til Stortinget gjennom årlige budsjettdokumenter, stortingsproposisjoner og stortingsmeldinger. Stortinget gir sin tilslutning til de vesentligste endringene i strategien gjennom behandling av dokumentene.

Det har vært en gradvis utvikling av investeringsstrategien til SPU. Fondet var i oppstartsperioden utelukkende investert i obligasjoner. I 1997 ble det gjort vedtak om å investere i aksjer og

Figur 1 Styringsstrukturen og revisjonen av Statens pensjonsfond – Utland



aksjeandelen ble fastsatt til 40 prosent. De første aksjeinvesteringer ble foretatt i 1998. I 2000 ble enkelte framvoksende markeder inkludert i referanseporteføljen for aksjer, mens referanseporteføljen for obligasjoner ble utvidet i 2002 med ikke-statsgaranterte obligasjoner (dvs. kredittobligasjoner og obligasjoner med pantsikkerhet).

I 2004 ble det etablert etiske retningslinjer for SPU, og flere framvoksende markeder ble inkludert i referanseporteføljen. Inflasjonsbeskyttede obligasjoner ble inkludert i renteporteføljen i 2005. Fra 2006 ble investeringsuniverset ytterligere utvidet, blant annet ved at minstekravet til kredittvurdering (investment grade) av obligasjoner ble frafalt og krav til renteporteføljens durasjon ble opphevet.

I 2007 ble det besluttet å inkludere små selskaper (small cap) i referanseporteføljen for aksjer, og å øke aksjeandelen fra 40 til 60 prosent, jf. St.meld. nr. 24 (2006–2007). Økning av aksjeandelen er for øvrig en av de vesentligste strategiske endringene som er gjennomført.

Departementet har gitt føringer om at aksjeandelen skal økes gradvis og at tilførte midler primært skal gå til dette formålet. Videre er det gitt detaljerte retningslinjer om hvilken tidsramme Norges Bank skal forholde seg til for å oppnå dette. NBIM arbeider mot dette målet, men hadde ikke nådd det per 31. desember 2008.

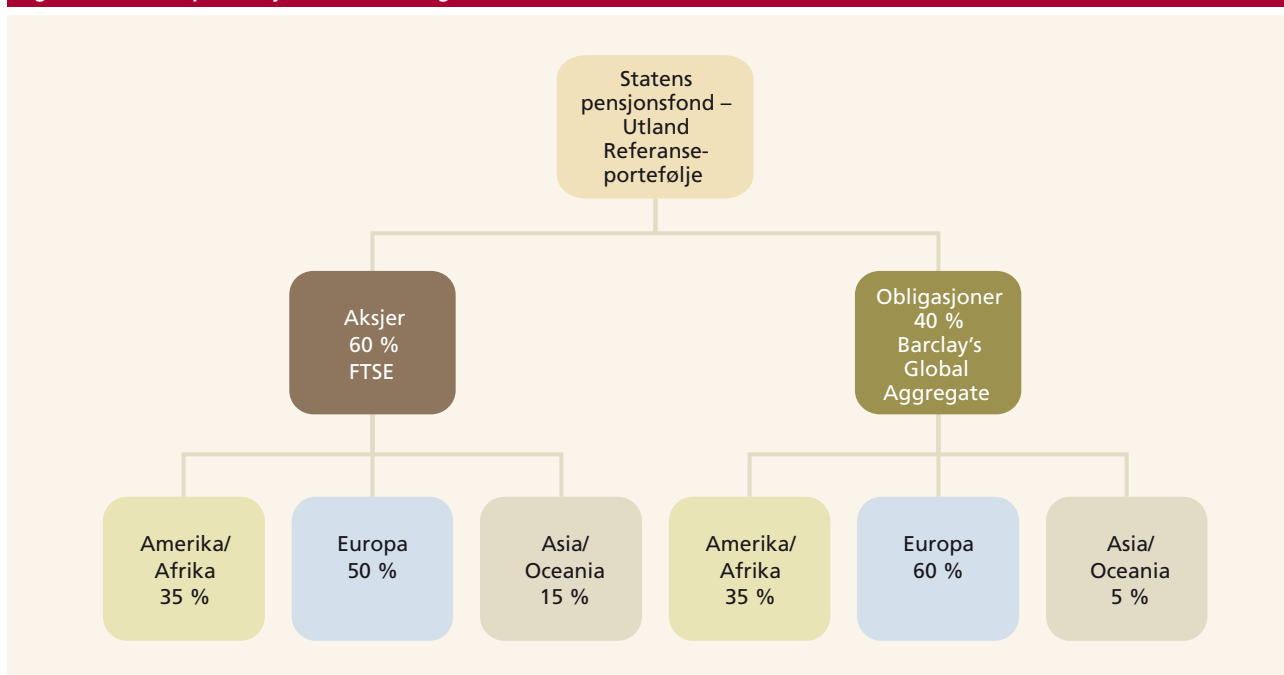
For å unngå markedspåvirkninger og uheldig påvirkning av SPU's markedsverdi er det viktig å innfase dette gradvis. Aksjeandelen var 49,6 prosent ved utgangen av 2008 mot 47,5 prosent ved utgangen av 2007.

Fra 2007 ble det tillatt å investere i fond. Det vil si at SPU kan eie andel i et fond som består av flere aksjer. For å oppnå ytterligere risikospredning ble det i 2008 vedtatt å inkludere flere framvoksende markeder i fondets referanseportefølje for aksjer. Fra og med juni 2008 ble maksimal tillatt eierandel per selskap økt fra 5 til 10 prosent. Videre ble det besluttet å innføre eiendomsinvesteringer som en ny aktivklasse, jf. St.meld. nr. 16 (2007–2008). Det er planlagt å investere inntil 5 prosent i eiendom. Dette vil resultere i at renteinstrumenter vil bli vektet ned fra 40 til 35 prosent.

3.1.2 Referanseporteføljen

Rammene for investeringsstrategien til SPU bestemmes blant annet av de overordnede plasseringsrammene i forskrift om forvaltningen av SPU og departementets valg av referanseporteføljer. Referanseporteføljen er bygget opp av aksje- og obligasjonsindekser fra ulike land, jf. figur 2. Indeksene inneholder representative utvalg av verdipapirer, og utviklingen i indeksene reflekterer i stor grad markedsutviklingen i disse landene. Avkastningen av SPU bestemmes i stor grad av markedsutviklingen til de verdipapirene som inngår i referanseporteføljene. Ifølge Finans-

Figur 2 Referanseporteføljensammensetning SPU



Kilde: Finansdepartementet

departementet bestemmes 90-95 prosent av avkastningen av referanseporteføljens sammensetning.

Finansdepartementet har fastsatt at FTSE Global All Cap skal være SPUs referanseindeks for aksjer. Referanseindeksen bestemmer prosentvis regionfordeling i henholdsvis europeiske, amerikanske/afrikanske og asiatiske valutaer. I 2007 ble små selskaper inkludert i referanseindeksen. Som følge av dette har antall selskaper i aksjereferanseindeksen økt fra ca. 3 000 til 8 000. Ved utgangen av 2008 var SPU investert i ca. 7 900 selskaper på verdensbasis.

Lehman Global Aggregate (LGA) var den fastsatte referanseindeks for SPUs rente-instrumenter. Etter at Lehman Brothers gikk konkurs i september 2008, ble LGA kjøpt opp av Barclays Capital og indeksen har skiftet navn til Barclays Global Aggregate (BGA). Referanseindeksen bestemmer prosentvis regionfordeling i henholdsvis europeiske, amerikanske/afrikanske og asiatiske valutaer. Ved hvert månedsskifte endres sammensetningen i referanseindeksen i henhold til endringer i Barclays Global Aggregate indeksen, og for FTSE Global All Cap er det daglige indeksjusteringer. Dette innebærer ikke nødvendigvis at SPU skal rebalanseres, da SPU kan avvike fra referanseindeks med 1,5 prosentpoeng i relativ volatilitet.

3.1.3 Investeringsuniverset og risikorammen

Finansdepartementet har fastsatt et investeringsunivers for SPU som favner bredere enn referanseporteføljen. Samtidig er det fastsatt en ramme for hvor mye NBIM kan avvike fra referanseporteføljen. Ved å foreta investeringer i verdipapirer som ikke omfattes av referanseporteføljen, eller over-/undervekte i forhold til selskaper i referanseporteføljen, trekker Norges Bank på risikorammen.

Den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseporteføljen innenfor en ramme på 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet. Formålet er at NBIM kan investere i investeringsuniverset for å oppnå en meravkastning, dvs. en høyere avkastning enn avkastningen til referanseporteføljen. Referanseporteføljen danner også utgangspunkt for å evaluere resultatene i den operative forvaltningen i Norges Bank. Ved utgangen av oktober 2008 ble forventet relativ volatilitet målt til 1,51 prosentpoeng og overskred dermed den fastsatte risikorammen for første gang, jf. NBIMs årsrapport for 2008, s. 42.

Som et ledd i forvaltningen forestår NBIM utlån av verdipapirer i SPUs portefølje til motparter⁸ som er forhåndsgodkjent av Norges Bank. Per 31. desember 2007 var ca. 25 prosent (516 mrd. kroner) av porteføljen benyttet til dette formålet, og ved utgangen av 2008 var 16,5 prosent (374 mrd. kroner) av porteføljens verdipapirer utlånt gjennom NBIMs eksterne utlånsprogrammer.

3.2 Organisering av forvaltningen

Det er Norges Banks kapitalforvaltningsavdeling, NBIM, som forvalter SPU. I tillegg til SPU forvalter NBIM også Valutareservene og Petroleumsforsikringsfondet. Det er sentralbank-sjefen som har det overordnede ansvaret for NBIM.

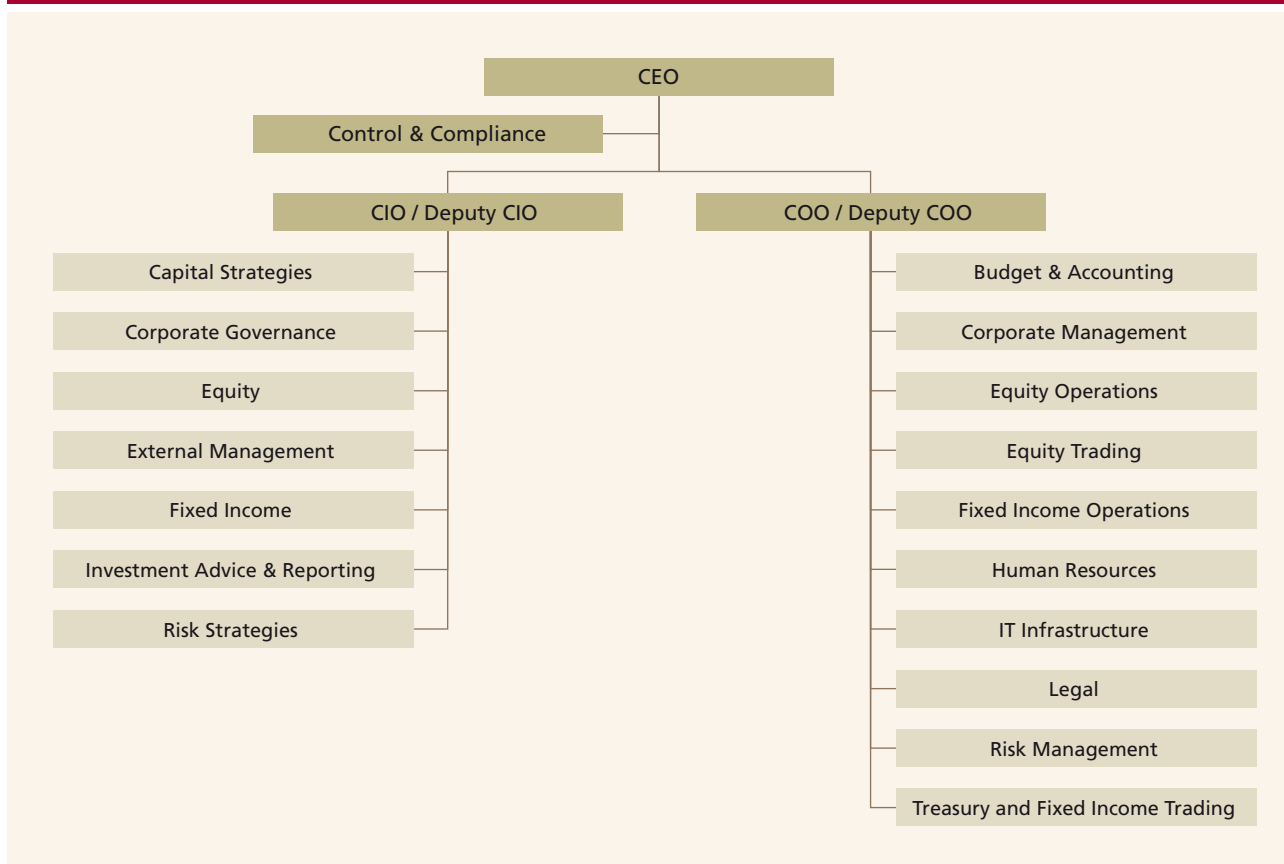
NBIM forvaltet per 31. desember 2008 totalt 2 475 mrd. kroner, hvorav SPU utgjorde 2 275 mrd. kroner mot 2 018,6 mrd. kroner per 31. desember 2007. Til sammenligning var SPUs forvaltningskapital i 1998 på ca. 172 mrd. kroner.

Kapitalforvaltningsavdelingen i Norges Bank var fra 1998 til 2007 organisert etter aktivaklasse, henholdsvis Equity Business Line (EBL) og Fixed Income Business Area (FIBA). I mars 2008 ble NBIM omorganisert for å bedre utnyttelse av fondets definerte investeringsunivers og SPUs særtrekk. Det ble opprettet fem investeringsområder, henholdsvis Equity (aksjeforvaltning), Fixed Income (renteforvaltning), External Management (oppfølging av eksterne forvaltere), Capital Strategies (kapitalstrategier) og Risk Strategies (risikostategier). Figur 3 (se neste side) illustrerer organiseringen per 1. mars 2008.

Forvaltningen i NBIM foretas både av interne og eksterne forvaltere. Ved utgangen av 2008 ble i overkant av 300 mrd. kroner forvaltet av eksterne forvaltere (ca. 13 prosent av SPU), og til sammen var det over 40 ulike organisasjoner som bistod NBIM med aksje- og renteforvaltning. Eksterne forvaltere blir fulgt opp av External Management-avdelingen med unntak av eksterne rentemandater som har vært under avvikling i 2008. NBIM har outsourcet flere støttefunksjoner til blant annet JP Morgan (JPM), Citibank (Citi), State Street Bank (SSB) og BlackRockSolutions (BRS).

8) Som eksempel på motparter kan nevnes banker, finansinstitusjoner, meglere, agenter mv.

Figur 3 Organisasjonskart for NBIM per 1. mars 2008



Kilde: Norges Bank

3.3 Roller og ansvar knyttet til verdsettelse av SPU

Det er i hovedsak fire parter som er involvert i verdsettelsesoppgaver:

- 1 Fund Accountant – regnskapsfører for NBIM
- 2 Equity Operations og Fixed Income Operations – avdelinger i NBIM – som ble slått sammen til én gruppe per 1. januar 2009 til Investment Operations Group
- 3 Risk Management – avdeling i NBIM
- 4 Budget & Accounting – avdeling i NBIM

3.3.1 Regnskapsfører

NBIM benytter JPM og Citi som regnskapsfører. Ved månedsslutt blir porteføljen verdsatt som en del av regnskapsavleggelsen. Budget & Accounting har ansvaret for den regnskapsmessige verdsettelsesprosessen i NBIM. Regnskapsmessig anses prisene som endelige etter at de ved månedsslutt er godkjent av NBIM ved Risk Management-avdelingen (RMG) eller verdsettelseskomiteen i NBIM. Verdsettelsen skjer på daglig og månedlig basis og følger to løp med ulike rutiner og kontroller.

Som regnskapsfører skal JPM og Citi:

- Verdsette internt og eksternt forvaltede porteføljer uavhengig av NBIM Operations
- Anvende samme prisingshierarki som Operations
- Verdsette OTC-derivater⁹ med samme priskilder som Operations
- Rapportere priser daglig til RMG og Operations i NBIM
- Rapportere foreløpige overrides¹⁰ (overstyring av priser) til RMG, i forhold til prisingshierarki
- Behandle priser som endelige, men bare etter bekreftelse fra RMG eller fra verdsettelseskomiteen ved månedsslutt

3.3.2 Operations

Operations skal i henhold til retningslinjene:

- Verdsette både internt og eksternt forvaltede porteføljer på daglig basis
- Equity Operations, Fixed Income Operations og Fund Accountant skal følge samme prisingshierarki som er fastsatt av verdsettelseskomiteen og Risk Management Group
- Innhente egne priskilder

9) Over The Counter (OTC), dvs. handelen av disse foregår ikke på børs.

10) Situasjoner hvor prishierarki ikke kan følges og hvor det er behov for overstyring, kalles overrides. For eksempel kan override forekomme når en priskilde vurderes som ukorrekt. Dersom det foretas override må dette dokumenteres.

Nærmere omtale av Equity Operations er gitt i kapittel 4 om aksjer, og Fixed Income Operations omtales i kapittel 5 om renteinstrumenter.

3.3.3 Risk Management

NBIMs avdeling Risk Management (RMG) har etter omorganisering, og i henhold til verdsettelsespolicy, fått rolle som koordinator og har ansvaret for verifisering av priser og verdsettelsesmetoder. RMG har blant annet følgende oppgaver i forbindelse med verdsettelse:

- Gjennomføre grundig kontroll av verdsettelsen ved månedsslutt
- Foreta stikkprøver i løpet av måneden
- Oppdatere prisingshierarki
- Godkjenne prisoverstyring ved månedsslutt
- Lage rapporter for kvalitetssikring av prising/verdsettelse
- På kvartalsbasis foreta prisverifikasjoner og -justeringer
- Utarbeide verdsettelsesdokumentet på kvartalsbasis (brukes som underlag til regnskapsmessige prisjusteringer)
- Ha dialog med revisjonen om verdsettelse

Eksterne prisingsspesialister (Specialist valuers)

RMG anvender også eksterne prisingsspesialister ved prising av derivater og finansielle instrumenter. Hensikten er at RMG skal ha tilgang til uavhengige prisingsspesialister for særskilt utfordrende investeringsobjekter som er vanskelige å verdsette.

I prosjektet "Uavhengig verddivurdering" ble enkelte typer obligasjoner, samt OTC-derivater, identifisert som særskilt utfordrende og vanskelige å verdsette. RMG har gitt prisleverandørene Markit og Reuters status som Specialist valuers. Priskildene er for øvrig gjenstand for løpende vurderinger.

Som verifikator av priser diskuterer RMG verdsettelse og prisdata med relevant part i forhold til kvalitet og "fair value". Verdsettelse er levert via Operations sine systemer, men RMG mottar en "ren kopi" for å verifisere at det ikke finnes "korrupte¹¹" data i NBIMs system.

Faktaboks 2 Rolle- og ansvarsmatrise

Operations	Operations forestår den daglige verdsettelsen av porteføljene i NBIM, og har ansvaret for å laste inn priser i aksjedatabasen og rentedatabasen. De forestår vask av data og prosessering internt.
Risk Management Group (RMG)	Risk Management-avdelingen får daglig rapporter fra regnskapsførerene (JPM og Citi) og Operations. De har ved månedsslutt ansvaret for å godkjenne priser og prisoverstyring. I tillegg har de ansvaret for å rapportere kvaliteten på prisingsprosessene basert på studier og stikkprøver. Videre rapporterer de om eventuelle hendelser i markedet og er i løpende dialog med revisor angående verdsettelsesrutinene.
Regnskapsfører	Regnskapsfører utfører daglige prisinger og kalkulerer daglig og månedlig NAV (net asset value) etter NBIMs krav. De benytter egne priskilder og verdsetter interne og eksterne porteføljer etter NBIMs prisingshierarki.
Norges Banks regnskapsavdeling	Basert på vedtatte regnskapsprinsipper ligger ansvaret for verdsettelse hos Norges Banks regnskapsavdeling.
Budget and Accounting (BA) i NBIM	Budget and Accounting forestår regnskapsføringen av SPU som del av Norges Banks regnskap. De foreslår regnskapsmessige endringer i verdsettelsesprosessene, og fører dialog med revisor i verdsettelsesspørsmål.
Verdsettelseskomiteen	Verdsettelseskomiteen er en av fem komiteer som ble opprettet i 2008. Komiteen er rådgiver for CEO og er ment å styrke beslutningsprosessene. Den er et forum for regelmessige gjennomganger og vurderinger av verdsettelsesmodeller og utviklingen på området. Komiteen forelegges kvartalsvise rapporter om kvaliteten og effektiviteten av verdsettelsesprosessene. Retningslinjene for verdsettelse oppdateres av CEO via verdsettelseskomiteen, når det er nødvendig og minimum en gang i året.

11) Korrupte vil si at dataene inneholder feil på en eller annen måte

3.4 Overordnet om verdsettelse av SPU i NBIM

Verdsettelse av fondet er basert på følgende:

- Finansdepartementets retningslinjer danner det overordnede rammeverket for verdsettelsen, jf. rapportens punkt 2.2
- SPU følger Norges Banks regnskapsprinsipper. Norges Bank følger sentralbankloven og er ikke underlagt norsk regnskapslovgivning eller internasjonale regnskapsstandarder som IFRS. Norges Bank følger likevel, så langt det passer, norsk regnskapslovgivning, god regnskapskikk i Norge (GRS/NGAAP) og IFRS, jf. rapportens punkt 2.3
- Virkelig verdi legges til grunn ved verdsettelse av SPU
- Priskildene skal være uavhengige:
 - av NBIM
 - av de som foretar investeringsbeslutninger
- Priser skal ha best mulig kvalitet
- Ved verdsettelse av SPU benyttes prisingshierarki basert på:
 - observerbare priser (markedskurser)
 - "bid"¹²-kurser når det ikke har vært transaksjoner i markedet og det ikke finnes observerbare markedspriser
 - prisingsmodeller – benyttes kun hvor det ikke finnes markedskurser
 - prisoverstyring benyttes hvor mottatte priser/kurser ikke anses for å være korrekte. All prisoverstyring må være veldokumentert
- Valutakurs (cut-off kl. 16.00 UK-tid)
- Rapportering – kvaliteten på prisingsprosessen rapporteres til ledelsen

3.4.1 NBIMs verdsettelsespolicy

NBIM har utarbeidet retningslinjer for verdsettelse i "NBIM Valuation Policy". Disse retningslinjene ble vedtatt og formalisert første gang 16. oktober 2008. Nedenfor er retningslinjene gjengitt i korte trekk.

Verdsettelsesprinsipper

NBIMs retningslinjer for verdsettelse er fastsatt ut fra rammeverket gitt av Finansdepartementet. Verdsettelsesprinsippene følger også Norges Banks regnskapsregelverk. Som nevnt ovenfor er Norges Bank ikke pålagt å følge IFRS eller NGAAP. Ved kjøp av likvide instrumenter skal sluttkurs benyttes. For instrumenter hvor det ikke finnes sluttkurs skal uavhengige bid-kurser benyttes. I et prisingshierarki skal priser som framkommer fra modeller rangeres lavere enn faktiske priser. Så langt det er mulig skal standardiserte prisingsmodeller benyttes.

12) Bid vil si kjøpskurs som en kjøper er villig til å kjøpe for.

Prinsippene for verdsettelse bygger på åpenhet og uavhengighet.

3.4.2 Prosjektet "Uavhengig verdivurdering"

Etter å ha foretatt en gjennomgang av prisingsrutiner og -struktur, igangsatte NBIM i 2006 prosjektet "Uavhengig verdivurdering". Formålet med prosjektet var å sikre at verdsettelsen i NBIM er konsistent og uavhengig. Gjennomgangen viste at det var behov for å harmonisere prisingsstrukturen mellom ulike aktører og sikre at verdsettelsen foregår uavhengig av de ulike partenes interesser. Uavhengig betyr i dette tilfellet at prisene er uavhengige av interne og eksterne forvaltere og de som tar investeringsbeslutninger. Det var ønskelig at samme prisingshierarki skulle benyttes både for interne og eksterne forvaltere.

Prosjektet har medført endringer i praksisen for verdsettelse og en tydeliggjøring av roller og ansvar. Implementeringen av endringene var planlagt innført fra 4. kvartal 2008, og ville fortsette fram til 2. kvartal i 2009. Som følge av dette prosjektet ble det kartlagt nye problemstillinger som det ble arbeidet videre med under prosjektet NAVIS, se kapittel 5.

3.4.3 Prisingshierarki

Verdsettelsen av de finansielle instrumentene i SPU skjer hovedsakelig ved å laste inn markedspriser fra flere prisleverandører daglig. NBIMs vurdering av prisleverandører kan oppsummeres slik:

- Det finnes mange aktører i markedet, men svært få skiller seg ut som virkelig profesjonelle, veletablerte og ressurssterke eller solide leverandører
- En prisleverandørs virkelige konkurransefortrinn ligger i tilgang til presise og tidsriktige markedsdata på tvers av mange leverandører av informasjon og gjennom kvalitetssikring av data
- Modeller og "kalkulatorer" er generelt sett standardiserte og tilbyr ingen reelle konkurransefortrinn for en leverandør framfor en annen

NBIM har definert et sett med prisingshierarkier som skal gjelde for de forskjellige finansielle instrumentene. Det benyttes en såkalt "waterfall"-metode. Det vil si at priser fra prisleverandør nr. 1 skal benyttes dersom det finnes pris fra denne leverandøren. Dersom det ikke finnes pris for et verdipapir fra denne prisleverandøren, vil det bli benyttet pris fra nr. 2 osv. Det vedtatte

prishierarkiet er inndelt i aksjer, renter, derivater, intern og ekstern forvaltning.

3.4.4 Prisingsstruktur i NBIM

Verdsettelse av SPUs portefølje foregår både hos NBIM og hos regnskapsfører. NBIM gjør dette ved å laste inn priser til databaser for henholdsvis aksje- og renteinstrumenter. Data for internforvaltning av renteinstrumenter blir overført fra NBIMs databaser til Citi. Interne renteinstrumenter prises derfor ikke av Citi, men hos NBIM. Prising av aksjer og eksternt forvaltede instrumenter foregår hos JPM.

Nedenfor følger en kort beskrivelse av prosessen:

- Intern eller ekstern forvalter handler verdipapirer (trade capture). Ved 1. gangs prising benyttes kjøpspris.
- Etter at handelen er gjennomført registreres relevante data i NBIMs systemer.
- Matching av transaksjonen mot motparter og bekreftelse av internt forvaltede verdipapirer forestås av State Street Bank, SSB (ekstern tjenesteleverandør). Eksterne forvaltere håndterer denne oppgaven selv og benytter derfor ikke SSB.
- Alle internt forvaltede renteinstrumentdata sendes etter prosessering hos SSB til datavarehus hos NBIM hvor det foregår videre prosessering. Deretter blir data videresendt til Citi som prosesserer dataene og sender månedlig regnskapsfil til Norges Banks regnskapssystem.
- Data overføres fra SSB og eksterne forvaltere til JPM som er regnskapsfører for aksjer og eksterne forvaltere.
- Verdipapirer blir priset av JPM uavhengig av NBIM. Deretter blir data sendt til NBIMs databaser. Videre blir det produsert en regnskapsfil som blir sendt til Norges Bank på månedsbasis
- Risk Management foretar kontroll av dataene som ligger i datavarehus, og benytter også grunnlaget for å beregne månedlig avkastning i avkastningsmålingssystemet.

4 Aksjeforvaltning

Aksjeporteføljen til SPU hadde en markedsverdi på 1 129 mrd. kroner per 31. desember 2008. Dette tilsvarte 49,6 prosent av fondets totale markedsverdi på 2 275 mrd. kroner. Ved utgangen av 2007 var markedsverdien 958 mrd. kroner.

4.1 Organisering av aksjeforvaltningen

Aksjeforvaltningen er organisert under forretningsområdet Equity, jf. figur 3 "NBIMs organisasjonskart". NBIM har ansatt egne aksjeporteføljeforvaltere, men har i tillegg outsourcet kapitalforvaltningen til eksterne forvaltere. Samtlige forvaltere får tildelt et mandat fra Chief Investment Officer (CIO).

Ifølge NBIM har interne forvaltere etter omorganiseringen i mars 2008 fått nye mandater som består av flere elementer, som for eksempel beløpsgrense på forvalterens portefølje, maks investert beløp per selskap, Value at Risk¹³ og maks eierandel per aksjeselskap. Det er lagt opp til at en forvalter tar egne investeringsbeslutninger og har frihet til å investere innenfor NBIMs godkjente instrumenter og land, og ikke minst innenfor sin stillingsbeskrivelse.

Som ledd i forvaltningen kan NBIM engasjere eksterne forvaltere. Hensikten med å engasjere eksterne forvaltere er blant annet å oppnå mer-avkastning. Når NBIM tar beslutning om å gå utover referanseindeks, beveger NBIM seg fra passiv indeksforvaltning til aktiv forvaltning. NBIM må imidlertid være innenfor investeringsuniverset som er definert i SPUs forskrift § 4.

Eksterne forvaltere blir administrert og fulgt opp av External Management i NBIM som har ansvaret for oppfølgingen av både aksje- og renteforvaltere. Mandater til de enkelte eksterne porteføljeforvaltere blir vurdert individuelt og består av ulike elementer på lik linje med interne mandater, men har som regel ikke beløpsmessig begrensning som interne forvaltere.

4.2 Verdsettelsesprosessen for aksjer

Verdsettelsesprosessen foregår i to parallelle spor, jf. punkt 3.4.4 Prisingstruktur i NBIM. På den ene siden blir aksjeinvesteringer priset i NBIMs aksjedatabaser som innhenter priser daglig i henhold til prisingshierarki. Data Management foretar kryssjekking av sine priskilder daglig. JPM foretar den regnskapsmessige prisingen i henhold til deres prisingshierarki og State Street Bank (SSB) i forhold til sitt prisingshierarki. NBIM får daglig JPMs og SSBs priser/verdsettelse av aksjeporteføljen, og foretar kryssjekking med FTSEs og Bloombergs priser (som lastes inn daglig). Dersom det er uoverensstemmelse mellom priskildene og de fastsatte toleransegrenser brytes, undersøkes dette nærmere av Data Management. Oppgjøret forestås av depotbanken selv etter instruks fra SSB. For øvrig blir administrasjon av sikkerhetsstillelser og reinvesteringer i forbindelse med NBIMs utlån av verdipapirer på aksjesiden håndtert av JPM.

NBIM utfører daglige og månedlige kontroller av JPM og SSB filer. Videre vurderes det om det er konsistens mellom et verdipapir og dets pris i samtlige porteføljer, og at det er benyttet korrekt valuta og valutakurs for alle beholdninger i samme valuta. Deler av arbeidet som utføres for Equity Operations er outsourcet til Cognizant Technology Solutions Norway AS. Arbeidet med prosessering av dataene pågår i flere tidssoner over hele verden slik at dataene er klargjort til bruk for NBIM i Oslo morgenen etter.

4.2.1 Prisingshierarki for aksjer

Verdsettelsen foregår gjennom innlesing av priser og valutakurser. Priser innhentes fra ulike prisleverandører som er rangert i et prisingshierarki hos NBIM. Priser hentes primært fra første prisleverandør på listen. Om denne ikke kan levere pris på en spesifikk aksje, vil som tidligere nevnt pris fra neste prisleverandør fra prisingshierarkiet bli benyttet. Dersom det ikke finnes pris på en aksje fra noen av prisleverandørene er det manuell prosedyre for å kontrollere og verifisere prisen.

13) Value at Risk-beregninger. Value at Risk er en målemetodikk for risiko.

Tabell 1 Rangert liste av verdsettelsesmetoder for aksjer

1. Sluttkurs, bid/ask og midtkurser	Første trinn for prising av aksjer er å benytte et prisingshierarki.
2. Modellberegnet kurs	Andre trinn er modellberegnete kurser, de rangeres lavere i hierarkiet enn priser bygget på benchmark, som faktiske transaksjoner og bid.
3. Overstyring	Tredje trinn innebærer eventuell overstyring av priser dersom NBIM vurderer en priskilde som upålitelig og derfor ikke ønsker å følge hierarkiet. Dette skal dokumenteres og rapporteres til RMG.

Nedenfor følger oversikt over prishierarkiet som ble benyttet fram til og med 3. kvartal 2008 med en prosentvis oversikt over anvendt prisingskilde, jf. punkt 4.2.3:

- | | | |
|---|------------------------|--------|
| 1 | IDC – Interactive Data | 89 % |
| 2 | Bloomberg | 0,03 % |
| 3 | Manuell prising | 10,6 % |

Manuell prising refererer til JP Morgans egne prisingsprosesser hvor 10,6 prosent har en eller annen form for manuell intervensjon hos regnskapsfører (dvs. at prosessen med prisinnhenting ikke har vært fullautomatisert). Ordinære priskilder som Bloomberg og IDC benyttes i hovedsak ved manuell prising.

Fra fjerde kvartal 2008 var det planlagt å implementere FTSE som primær prisleverandør, men denne var ikke implementert per 31. desember 2008. Arbeidet med implementeringen av denne

vil fortsette i 2009. FTSE er også leverandøren av referanseindeksen for SPU.

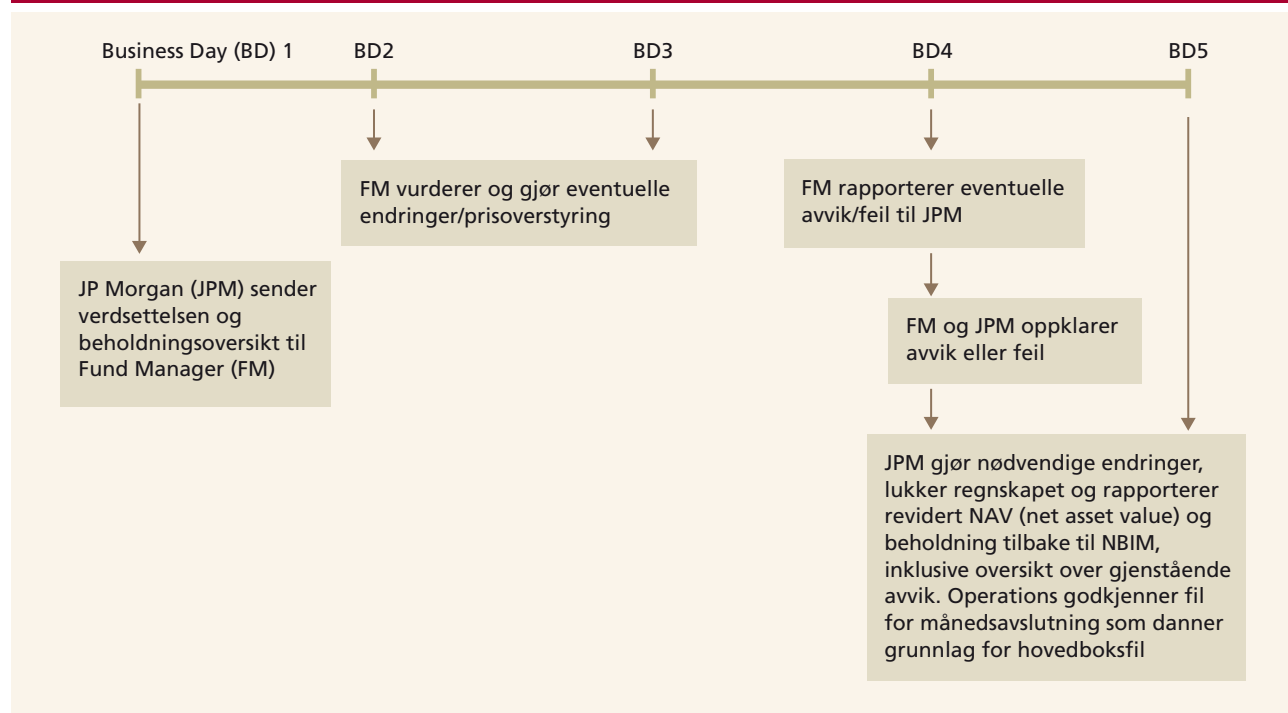
4.2.2 Rangering av verdsettelsesmetoder

Se tabell 1 og figur 4.

4.2.3 Verdsettelse etter priskilder

Tabell 2 (se neste side) viser SPUs aksjeportefølje fordelt på de ulike priskildene. Markedsverdi av aksjeporteføljen per 3. kvartal 2008 utgjorde 1 123 mrd. kroner.

En nærmere spesifisering av aksjer (Stocks) fra tabell 2 er vist i tabell 3. I tabell 3 framkommer det at IDC har hentet priser fra ulike børser og det er en automatisert prosess. Basert på tabell 3 er følgende prosentvise fordeling beregnet: 25 prosent av prisene er hentet fra New York børsen, 15 prosent fra London børsen, 22 prosent fra Euronext, 12 prosent fra Nasdaq og 11,6 prosent fra Tokyo børsen. Ca. 10,6 prosent er priset

Figur 4 Tidslinje for avstemming av transaksjoner, beholdninger og prissetting

Tabell 2 Verdssettelse av aksjeporteføljen fordelt på priskilder (i mill. kroner)

Aktivgruppe	IDC	Bloomberg	Manuell	Andre	CFD	N/A	Sum
Aksjer (Stocks)	979 383	347	113 347	3 842	-	-	1 096 919
Preferanse-aksjer	10 347	-	6 318	-	-	-	16 665
Futures (inkl. CFDs)	4	-	-	-673	-6 037	-	-6 705
Mutual Fund	175	69	19	10	-	-	274
Rights	15	-	0	-	-	-	16
Warrants	11	0	-	-	-	-	11
Opsjoner	-	-	-	-	-	30	30
Fordringer/Forpliktelser	-	-	-	-	-	9 036	9 036
Kontanter - valuta 2	-	-	-	-	-	6 055	6 055
Tidsinnskudd	-	-	-	-	-	312	312
Capital Gains Tax	-	-	-	-	-	-94	-94
Bankrenter	-	-	-	-	-	-21	-21
Kontanter - valuta 1	-	-	-	-	-	-29	-29
Sum	989 935	416	119 685	3 179	-6 037	15 289	1 122 468

Kilde: Norges Bank¹⁴**Tabell 3 Verdssettelse etter priskilder for aksjer**

Priskilde	Børs	Sum markedsverdi aksjer
IDC	New York	253 488
IDC	London	145 418
IDC	Euronext	121 596
IDC	Nasdaq	119 328
IDC	Tokyo	115 170
IDC	Euronext	95 345
IDC	Sao Paolo /Stockholm /Sydney	56 845
IDC	Helsinki /Hong Kong	34 323
IDC	Euronext 2	7 750
IDC	Jasdaq /Johannesburg	7 518
IDC	SWX Swiss Exchange	6 012
IDC	Irish SE	5 683
IDC	Osaka	3 545
IDC	Milan	3 113
IDC	New Zealand	1 557
IDC	Prague	1 016
IDC	Kuala Lumpur	787
IDC	RTS	664
IDC	Shenzen	226
Bloomberg	Bloomberg	347
Manuell	Diverse børser	113 347
Andre	Andre	3 842
Sum aksjer		1 096 919

Kilde: Norges Bank

manuelt, dvs. at prisene ikke er tilgjengelige gjennom IDCs fullautomatiserte prosess. Prisene hentes i disse tilfellene fra andre børser som ikke

er dekket av IDC. Slike priser kan blant annet hentes fra andre prisleverandører som Bloomberg.

14) N/A i tabellen står for not available og innebærer at en pris ikke er tilgjengelig

4.2.4 Kontroller

Det utføres ulike handlinger og kontroller ved flere aktører. Kontrollrutiner er omtalt i dokumentet som både er en avtale mellom NBIM og Cognizant, og en detaljert beskrivelse av hvilke oppgaver som skal håndteres internt av NBIM og hvilke som skal håndteres av Cognizant. Framgangsmåten for de ulike kontroller og hvilke rapporter som skal produseres er beskrevet i disse dokumentene.

Data Management Group (DMG) kontrollerer kvaliteten på dataene hver dag før handelen starter på de ulike børsene, og er ikke ferdig med kvalitetssikring av dataene før de asiatiske markedene har åpnet. Det er kun DMG som har tilgang til å endre og oppdatere porteføljeinformasjon i systemet. Alle differanser på mer enn kr 50 000 blir fulgt opp av DMG, og differanser på mer enn kr 1 000 000 blir ansett som vesentlige og prioritert. Kontrollprosessen representerer en av de viktigste rutinene for å redusere risiko for feil. Når kontrollen er gjennomført og kvalitetssikringen foretatt av DMG, blir avkastningstall per konto publisert på NBIMs intranett.

Det foretas en rekke avstemminger mellom JPMs ulike systemer og mellom JPM, eksterne forvaltere og SSB. Det blir også foretatt avstemming mellom JPMs depot- og regnskapsystem. Regnskapsdata fra JPMs regnskapsystem benyttes blant annet til overføring av data til NBIMs regnskapssystem hver måned. Avvik mellom JPMs regnskap og fund manager (SSB og eksterne forvaltere) identifiseres og oppklares med hensyn til beholdninger og verdsettelse.

4.3 Omtale av prisleverandører for aksjeforvaltningen

NBIM benytter som tidligere nevnt flere prisleverandører/priskilder i forbindelse med prising av aksjer. JPM skal benytte samme priskilder som NBIM, men innhente prisene selv. I faktaboks 4.1–4.3 er det beskrevet hva som legges til grunn ved innhenting/beregning av priser fra JPM, FTSE og IDC. Disse tre er sentrale for verdsetting av SPUs aksjeportefølje.

Faktaboks 4.1 JP Morgan

JP Morgan (JPM) har en rutine som beskriver hvordan ulike verdipapirer skal prises. Her framkommer også hva som inngår i leveranser fra prisleverandører samt kontrollrutiner. Rutinen dekker både børsnoterte verdipapirer, valutakurser og markedsindekser. OTC-derivater og strukturerte produkter er ikke inkludert i rutinen. Målet med prisingsmetoden er at informasjon om standard markedsprising, prisleverandører og nøkkelfaktorer innen aksjeprising skal benyttes for å komme fram til en mest mulig korrekt pris. Ved spesielle markedshendelser informerer JPM hver enkelt kunde om hvordan de skal planlegge å forholde seg med hensyn til prising. Dersom NBIM ønsker å gå utenom metoden skal JPM orienteres og dette avtales særskilt.

Prisingsmetoden skal samsvare med IFRS og IAS 39. Ifølge IAS 39 skal finansielle eiendeler og forpliktelser bokføres til virkelig verdi (fair value). Det beste er dermed å bruke en offisiell markedspris hvis dette er tilgjengelig. Dersom det ikke er mulig å få tak i priser brukes estimeringsteknikker.

For å påse nøyaktig prising av aksjer er prosessene med beregning og kontroll av prisingsdata automatisert så langt som mulig. Kun reelle unntak fra den avtalte prisingsmetoden skal rapporteres og verdsettes manuelt. Priser som ikke godkjennes må gjennom videre analyser.

JPM mottar hver dag, til bestemte tidspunkt, data fra de to prisleverandørene FT Interactive Data og Bloomberg. Dataene kommer direkte inn i en prisdatabase og blir analysert i en automatisk godkjenningssprosess. Databaseen fanger opp vesentlige unormale funn. Disse blir ytterligere kontrollert, korrigert og endelig verifisert i databaseen. Den automatiske verdsettelsesprosessen begynner med en innledende kontroll mellom prisleverandører. Når disse to punktene er godkjent går prisen videre til en kontroll som bestemmer hvilke priser som kan gå direkte inn i JPMs system.

Det foreligger rutiner for datavalidering. Data som passerer testene går rett inn i systemet, mens de som ikke gjør det sendes for manuell kontroll. Priser som faller utenfor en fastsatt grense går videre til en benchmark-kontroll og en kontroll av tidligere priser på samme aksje. Disse benchmark-kontrollene benyttes for alle automatisk innhentede priser. Prosessene er definert etter og tilpasset fondets og NBIMs behov.

For aksjer er det fastsatt en toleransegrense etter en markedsrelatert indeks. Godkjenningssrutinene sammenligner endringer i den faktiske aksjeprisen mot endringer i indeksen. Der hvor differansen er større enn den fastsatte grensen blir prisen innrapportert, enten som et unntak, eller for innhenting av ytterligere informasjon. Dette avhenger av om prisen var innhentet kun fra primærleverandør eller også fra sekundærleverandør. Priser blir mottatt på ulike tidspunkt gjennom en 24-timers periode, og prisene blir godkjent for det enkelte tidspunkt. UK-tid er definert som prisinnhentingstid. Det utføres en rekke kontroller av priser i JPMs systemer.

Dersom noen bestrider verdsettelsen av en aksje, er det den som bestrider som har ansvar for å dokumentere at verdsettelsen ikke er riktig. Dersom det viser seg at det er nødvendig å foreta rettelser vil dette bli gjort etter endringsprosedyrene, som er fastsatt for det enkelte type verdipapir. En kunde, for eksempel NBIM, kan ønske en spesifikk pris på en aksje. NBIM må da rette henvendelse til JPM med begrunnelse for hvorfor det ønskes en endring av allerede fastsatt pris.

Faktaboks 4.2 IDC

IDC, Interactive Data Pricing and Reference Data, var til og med 3. kvartal 2008 NBIMs prisleverandør nr. 1 i henhold til prishierarkiet for aksjer. IDC priset ca. 89 prosent av alle aksjer i SPUs aksjeportefølje. For renteinstrumenter har IDC vært nr. 2 for eksternt forvaltning til og med 3. kvartal 2008. Etter omleggingen fra 4. kvartal 2008 er IDC nr. 2 for både internt og eksternt forvaltede renteinstrumenter etter Barclays (Lehman) Global Aggregate Index.

IDC samler, vurderer, vedlikeholder og leverer priser og prisrelatert informasjon om børsnoterte selskaper fra mer enn 120 store børser over hele verden. Dette er informasjon som bid, ask, siste handelskurs, åpnings- og sluttkurs og høyeste og laveste volum. Informasjonen finnes både som real-time, intra-day eller end-of-day informasjon. Gjennom IDCs Interaktiv Data Real-Time Services kan kunder velge å ha tilgang til real-time informasjon som nyheter fra hele verden. Informasjonen er tilgjengelig for ulike typer instrumenter og kan tilpasses kundenes behov.

IDCs beregninger bygger på markedsinformasjon. De benytter ulike prisingsmodeller etter hvilket instrument som skal prises, og legger inn informasjon som handelspriser eller annen markedsinformasjon. Modellene og prosessene tar også med i beregningene hvordan markedet tidligere har reagert på tilsvarende situasjoner.

Faktaboks 4.3 FTSE Global Equity Index Series

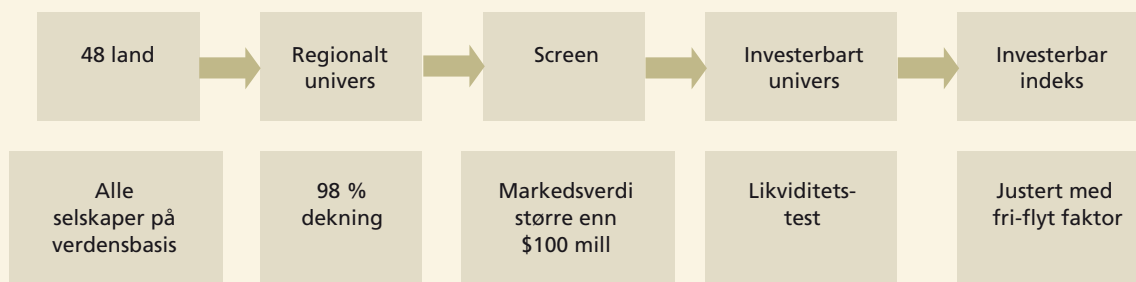
FTSE Global Equity Index Series inneholder mer enn 8 000 selskaper i 48 ulike land og dekker ca. 98 prosent av verdens investerbare aksjekapitalmarked. Indeksen dekker ca. 4 500 selskaper i segmentet mindre aksjeselskaper. Disse selskapene representerer rundt 12 prosent av den totale markedsverdien i referanseindeksen.

FTSE-gruppen er en av verdens største indeksprodusenter og eies av The Financial Times og London Stock Exchange. For at FTSE-indeksene skal være konsistente har de utarbeidet et sett med ti grunnregler.

Grunnregel nr. 1 Metode for indekskonstruksjon

Indeksen skal være altomfattende, stabil, fleksibel, nøyaktig, investerbar, transparent, forutsigbar, representativ og brukervennlig.

Figur 5 FTSE indekskonstruksjon



Kilde: FTSE

Grunnregel nr. 2 til 10 er gjengitt nedenfor, men er ikke nærmere omtalt.

Grunnregel nr. 2 – Godkjente land

Grunnregel nr. 3 – Behandling av godkjente verdipapirer

Grunnregel nr. 4 – Bransje-klassifisering

Grunnregel nr. 5 – Algoritmer og beregningsmetoder

Grunnregel nr. 6 – Kvalifiseringskriterier og periodisk evaluering av mandat

Grunnregel nr. 7 – Endring av selskaper i indeksen

Grunnregel nr. 8 – Endringer

Grunnregel nr. 9 – Varsling av endringer

Grunnregel nr. 10 – Forvaltningsansvar for FTSE-indeksen

5 Renteforvaltning

Markedsverdien av SPUs renteportefølje var 1 146 mrd. kroner per 31. desember 2008. Dette utgjorde 50,4 prosent av fondets totale markedsverdi på 2 275 mrd. kroner. Ved utgangen av 2007 var markedsverdien for renteporteføljen på 1 061 mrd. kroner.

5.1 Organisering av renteforvaltningen

Kapitalforvaltningen av renteinstrumenter foretas hovedsakelig av NBIM Oslo og New York. Renteforvaltningen er organisert under forretningsområdet Fixed Income (FI). NBIM har i tillegg til egne ansatte porteføljeforvaltere, outsourcing deler av kapitalforvaltningen til eksterne forvaltere. Eksterne forvaltere blir administrert og fulgt opp av External Management.

NBIM benytter en rekke eksterne tjenesteleverandører. Citi benyttes som depotbank og regnskapsfører for internt forvaltede renteverdipapirer, og JPM som depotbank og regnskapsfører for aksjeporteføljen og for samtlige verdipapirer forvaltet av eksterne forvaltere. SSB matcher og bekrefter transaksjonene, og gir instruksjoner til JPM og Citi som da foretar oppgjør.

Samtlige forvaltere får tildelt et mandat fra Chief Investment Officer (CIO). Interne forvalteres mandat består av ulike elementer på lik linje med aksjeforvaltningen. En handel blir på samme måte som for aksjeforvaltningen initiert av en forvalter (fund manager) som videresender for effektivering til Fixed Incomes tradingdesk. En trader foretar på bakgrunn av forvalterens ordre kjøp eller salg av renteverdipapirer. Denne arbeidsdelingen mellom forvalter og trader var etablert på aksjesiden før omorganisering, men var ny for renteforvaltningen fra 2008. Tidligere var det organisert etter separate enheter kun ut fra instrumentenes egenart (renter og aksjer), og det var ikke ensartet praksis i organisasjonen med hensyn til rutiner for initiering av handel og effektivering av ordre.

5.2 Renteinstrumenter i SPUs renteportefølje

5.2.1 Renteinstrumenter

SPUs renteportefølje inneholder mange ulike typer obligasjoner slik som statsobligasjoner, kredittobligasjoner og panteobligasjoner, herunder agency og non-agency. En nærmere beskrivelse av de enkelte renteinstrumenter i SPUs renteportefølje framgår av faktaboks 5.1.

Ved utgangen av 2008 hadde SPU blant annet følgende obligasjonsbeholdninger som var utstedt av de forskjellige statene (i mill. kroner):

- den tyske stat 94 976
- den britiske stat 85 500
- den italienske stat 81 781
- den amerikanske stat 65 896
- den japanske stat 55 721

Obligasjoner i Fannie Mae (som omtales som agency) utgjorde ved utgangen av 2008 68 339 mill. kroner og var den fjerde største posten i SPUs renteportefølje. Det foregår også en utstrakt utlåns- og innlånsvirksomhet i NBIMs internforvaltning knyttet til gjenkjøps- og gjensalgavtaler¹⁵. NBIM har opplyst at de er blant de største aktørene på dette markedet. Per 31. desember 2008 hadde NBIM utlån knyttet til gjensalgavtaler på 160 mrd. kroner som var oppført i balansen på eiendelssiden, og innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler som var oppført på gjeldssiden med kr 514,4 mrd. kroner. Nettoeffekten av denne virksomheten er at NBIM i sin internforvaltning hadde implisitt opplåning av verdipapirer på 354 mrd. kroner ved utgangen av 2008. På spørsmål fra Riksrevisjonen har NBIM orientert om prising/verdifastsettelse av disse. NBIM priser alle repos/gjensalg- og gjenkjøpsavtaler ved å kalkulere nåverdi, og det benyttes LIBOR-renter¹⁶ i forbindelse med nåverdi-beregningen. Basert på sine erfaringer har NBIM konkludert med at LIBOR-renten er den mest representative for verdsettelsen av disse instrumentene.

15) Gjenkjøps- og gjensalgavtaler betegnes også som tilbakekjøpsavtaler og tilbakesalgavtaler.

16) LIBOR står for London Interbank Offering Rate, dvs. interbankrenten i UK.

Statsobligasjoner

Statsobligasjoner er rentebærende verdipapirer som er utstedt av nasjonalstater for å ta opp lån, og har ofte fast rente over lånets løpetid. Begrepet obligasjoner brukes normalt for verdipapirer som har løpetid på mer enn ett år. Som eksempel kan nevnes Tyskland, Storbritannia, USA, Italia, Frankrike og Japan. Statsobligasjoner er som regel noe av det mest likvide og trygge en kan investere i, og representerer mindre risiko enn andre typer obligasjoner. Statspapirer har ofte høy kredittkarakter/rating fra ratingbyråene. Norge har for eksempel AAA-aaa, som er den høyest oppnåelige rating. Alle stater har imidlertid ikke den høyeste kredittvurdering.

Selskapsobligasjoner

Selskapsobligasjoner er utstedt av de enkelte selskaper som har behov for finansiering, og som tar opp lån ved å utstede obligasjoner. I denne kategorien kommer blant annet industriselskaper, bank og finans og produksjonsselskaper.

Kredittvurdering

Det vil alltid være en viss grad av kreditt risiko ved investeringer i renteverdipapirer. Verdipapirer som inngår i referanseindeksen skal være kredittvurdert av ett av kredittvurderingsbyråene som Standard & Poor's, Moody's eller Fitch og ha en kredittkarakter. Høyest oppnåelig karakter er AAA-aaa. Karakter mellom AAA-BBB kalles investment grade og indikerer at verdipapirer har god kvalitet og lavere risiko. Verdipapirer med lavere kredittkarakter kalles ofte for high-yield bonds og ratingen kalles for non-investment grade eller speculative grade. Disse har høyere risiko og forventes også å gi høyere avkastning. Selv om referanseindeksen kun inneholder verdipapirer som har investment grade, er det ikke satt noe krav til at renteverdipapirene trenger en slik kredittvurdering for å kunne inkluderes i den faktiske investeringsporteføljen (investeringsuniverset).

Fram til 2006 var det i SPUs forskrift satt et krav om investment grade kredittkarakter for renteverdipapirer i SPUs portefølje. Det vil si at renteverdipapirer ikke kunne ha lavere rating enn BBB-bbb. Denne begrensningen frafalt etter at ny forskrift om SPU trådte i kraft i 2006, og det er ikke lenger noe krav til kredittvurdering.

Strukturerte renteinstrumenter

En type strukturerte verdipapirer er ulike lån samlet i en pakke. Denne pakken av lån blir da utstedt som et verdipapir som blir inndelt i transjer (ulike kategorier). Transjene rangeres fra senior til junior. Seniortransjene skal per definisjon ha lavere risiko og lavere avkastning. I kjølvannet av finanskrisen viser det seg at enkelte verdipapirer har fått for god rating av ratingbyråene. Seniortransjene har som regel AAA-rating (kredittvurdering) fra ratingbyråene.

Asset Backed Securities (ABS)

ABS er en fellesbetegnelse på mange strukturerte renteverdipapirer som har en eller annen form for aktiva knyttet til seg som sikkerhet. Sikkerheten kan bestå av boliglån, forbrukslån, billån, kredittkortgjeld og forbrukslån.

Mortgage Backed Securities (MBS)

MBS er en type renteverdipapirer som består av en pakke av lån som har pant i eiendom. Lånene pakkes om til et nytt verdipapir som kalles MBS eller panteobligasjoner. Det finnes ulike verdipapirer i denne kategorien. Som eksempel kan nevnes Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) og Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS). Residential MBS er boliglån av varierende kvalitet hvor RMBS prime representerer lån av god kvalitet, og subprime er lån hvor låntakeren representerer høyere risiko og lånet er ikke av fullt så god kvalitet. Commercial MBS er obligasjoner basert på lån til kommersielle eiendomselskaper.

Hensikten med å utstede MBS, ABS og lignende er å redistribuere risikoen i de underliggende lånene. MBS kan videre inndeles i to kategorier; agency og non-agency. Agency MBS er obligasjoner utstedt og garantert av statsstøttede selskaper for boligfinansiering. De mest omtalte amerikanske agencies er Fannie Mae, Freddy Mac og Ginnie Mae. Non-agency MBS er obligasjoner som er basert på pantelån og utstedt av private selskaper. Disse har en struktur hvor eventuelle tap i de underliggende pantelånene dekkes av transjer med lavere prioritet først.

Gjenkjøps- og gjensalgavtaler – Repo/Reverse Repo

I tillegg til utlån av verdipapirer som håndteres av eksterne agenter, driver NBIM også med utstrakt utlåns- og innlånsaktivitet av renteverdipapirer gjennom sin interne renteforvaltning. Aktiviteten har til hensikt å skape merinntekt. Investor selger for eksempel statsobligasjoner på "overnight" basis (korttid), og kjøper dem tilbake dagen etter eller senere. For den parten som selger obligasjonen (og inngår avtale om å kjøpe tilbake i framtiden) er det repo (repurchase agreement). For motparten som kjøper er det en reverse repo. Bruk av denne instrumenttypen kan gi "leverage"-effekt. Det oppstår med andre ord implisitt belåningseffekt.

5.2.2 Amerikanske panteobligasjoner

I 2002 vedtok Finansdepartementet å inkludere amerikanske pantesikrede obligasjoner i SPU referanseportefølje. Norges Bank valgte utelukkende å benytte eksterne forvaltere da investeringene ble igangsatt. Valg av eksterne forvaltere ble begrunnet med at NBIM vurderte det slik at kompetansen på denne typen forvaltning var svært spesialisert og spesifikk for det amerikanske markedet. Antall mandater som forvaltet amerikanske panteobligasjoner økte i perioden 2002–2007, og ved utgangen av 2007 hadde SPU 11 forvaltere med 23 ulike mandater. I løpet av 2008 ble det foretatt restrukturering av dette forvaltningssegmentet, og ved utgangen av 2008 var det 7 aktive mandater igjen av de 23 opprinnelige.

Referanseporteføljen som er fastsatt av Finansdepartementet bestod hovedsakelig av obligasjoner utstedt av agency MBS (Mortgage Backed Securities), mens den faktiske porteføljens sammensetning for SPU hadde betydelig eksponering i non-agency MBS. Norges Bank opplyser i SPU årsrapport for 2008 at de eksterne forvalternes totale beholdning av amerikanske panteobligasjoner ved inngangen av 2008 var på 102 mrd. kroner, hvorav 54 mrd. kroner var innen non-agency MBS.

Videre opplyses det i årsrapporten for 2008 at da markedet for amerikanske panteobligasjoner begynte å bryte sammen i august 2007, på grunn av det sterke fallet i boligprisene, mistet låntakerne tilgang til refinansiering samtidig som deres betalingsevne ble betydelig svekket. Forventningene til tap i panteobligasjonenes underliggende lån har økt kraftig siden 2007, og i obligasjonene prises det nå inn tap for obligasjoner til høyeste kredittkvalitet. Samtidig har annenhåndsmarkedet for disse obligasjonene falt bort. Fondets portefølje av non-agency MBS med høyeste kredittvurdering har sett et betydelig verdifall som følge av dette.

Det opplyses videre i årsrapporten at på grunn av den situasjonen som oppstod i 2007 og som utviklet seg videre i 2008, hadde NBIM begrensede muligheter til å gjøre tilpasninger i porteføljen. Dette skyldtes dels at markedet ble illikvid, og dels at forvaltningen av dette markedssegmentet utelukkende ble gjennomført ved bruk av eksterne forvaltere.

Flertallet av mandatene hadde også belånt porteføljen, slik at total eksponering mot

panteobligasjoner var langt høyere enn allokert kapital. På spørsmål fra Riksrevisjonen har NBIM oppgitt nærmere informasjon om belåningen og hvordan det har foregått. Totalt investert kapital ved inngangen av 2008 utgjorde ca. 120 mrd. kroner, hvorav 50 mrd. var belånt, og belåningen ble fjernet gjennom å tilføre kapital i 2008. Det opplyses videre at belåning ble benyttet for å øke porteføljens meravkastning.

Riksrevisjonen har foretatt en gjennomgang av forvaltningsavtaler mellom Norges Bank og enkelte av de eksterne forvalterne som er oppsagt, og gjennomgått en avtale som fortsatt løper. Gjennomgangen viser at i henhold til avtalene hadde mandatene tillatelse til å foreta implisitt belåning, såkalt leverage. Ett av mandatene hadde tillatelse til å belåne 15 ganger av sin porteføljens markedsverdi, en annen hadde ingen begrensning og en tredje hadde tillatelse til å belåne inntil fire ganger. Gjennomgang av avtalen til en ny, sentral ekstern forvalter viser at den har tillatelse til å ha leverage på inntil 130 prosent av sin porteføljens markedsverdi.

Investeringene i dette markedssegmentet bidro negativt i andre halvår av 2007, og stod for ca. 40 prosent av renteforvaltningens negative resultat i 2008. Renteforvaltningen gav en mindrevkastning på 6,6 prosentpoeng målt i forhold til referanseporteføljen. NBIM har nedjustert verdien for non-agency investeringer i SPU etter likviditetsfradragmodellen som ble utviklet ved utgangen av 2007, og som er videreutviklet i 2008, jf. SPU årsrapport 2008, side 81.

5.3 Transaksjonsflyt for renteinstrumenter

Transaksjonsflyten kan hovedsaklig beskrives slik:

- 1 En porteføljeforvalter legger inn ordre i porteføljesystemet og selve handelen foregår hovedsakelig telefonisk og i svært liten grad elektronisk
- 2 Ordren går videre til tradingdesk for effektivering
- 3 Deretter går transaksjonen videre til State Street Bank (SSB) for matching av transaksjoner med informasjon fra motparten
- 4 SSB sender informasjon til depotene, henholdsvis Citi og JPM, og gir instruksjoner til depotbank som forestår oppgjør

- 5 Informasjonen flyter videre fra depot til Citis regnskapssystem for internforvaltningen.
 - NBIM sender NAV-fil fra rentedatabasen til Citi
 - Citi avstemmer mottatte data og NAV mot sitt regnskapssystem
 - Det overføres månedlige regnskapsfiler fra Citi til Norges Banks regnskapssystem
- 6 Rentetransaksjoner fra eksterne forvaltere og MBS-transaksjoner håndteres av SSB og JPM.
 - Eksterne forvaltere sender transaksjoner til JPM-depot som også foretar oppgjør for disse
 - Transaksjoner overføres daglig fra JPM til rentedatabasen
 - Det overføres månedlige regnskapsfiler fra JPM til Norges Banks regnskapssystem

5.4 Verdsattelsesprosessen for renteinstrumenter

Verdsattelse av renteinstrumenter foregår hovedsakelig som følger:

- 1 Transaksjoner fra de interne renteforvalterne registreres i renteporteføljesystemet. Transaksjoner foretatt av internforvaltningen blir fanget opp av SSB som matcher disse mot motparter. De eksterne renteforvalterne har egne frontoffice systemer. Eksterne forvaltere sender transaksjoner til JPM depot, som også forestår oppgjør for eksterne forvaltere.
- 2 Regnskapsfiler blir sendt til NBIMs regnskapssystem fra henholdsvis JPM og Citi. Den regnskapsmessige verdsattelsen er basert på disse, og danner grunnlag for den regnskapsmessige verdien av porteføljen som rapporteres i SPU's kvartals- og årsrapporter.
- 3 Fastsettelse og beregning av markedsverdi foretas av NBIMs Risk Management Group som gjennom det ovenstående arbeidet får grunnlag for å beregne porteføljens markedsverdi og -avkastning. Dette blir da rapportert i kvartals- og årsrapporter.

5.4.1 Prisingshierarki for renteinstrumenter

Etter det definerte prisingshierarkiet er det Barclays Global Aggregate (BGA) som skal være den primære prisleverandøren for både intern- og eksterntforvaltning. Dette er tilnærmet i samsvar med referanseindeksen for renteinstrumenter. Eksterne forvaltere har imidlertid anvendt egne priskilder fram til og med 3. kvartal 2008. Ved utgangen av 2008 priset BGA ca. 85 prosent av

renteverdipapirer, IDC priset ca. 13 prosent og to prosent ble priset av andre prisleverandører. En eventuell manuell prising skyldes at NBIM ikke har en kvalifisert ekstern pris, eller at det etter RMGs vurdering er knyttet for stor usikkerhet til kvaliteten på den eksterne prisen. I tillegg til BGA og IDC benyttes det andre prisleverandører (prisings-spesialister) for renteinstrumenter som MBS, CMBS og ABS.

5.4.2 Kontroller

De fleste av obligasjonene prises automatisk, slik at manuell prising ikke skal være nødvendig. NBIM foretrekker imidlertid å prise enkelte obligasjoner manuelt. Det kan være ulike årsaker til dette som at

- obligasjoner som prises mot en benchmark/referanseindeks har en rentedifferanse/differanse mellom kjøps- og salgskurs
- ingen av prisleverandørene priser papirene
- NBIM velger å overstyre priser for enkelte verdipapirer og bruker en annen priskilde
- NBIM ønsker en fast pris på verdipapirene

Daglig foreligger en oversikt over hvilke priser som skal overstyres i et regneark. Herfra overføres prisene til databasen. Det utføres en rekke kontroller for å teste kvaliteten på obligasjonsprisene i rentedatabasen. Testene deles inn i to hovedgrupper: en for kontroll av obligasjonspriser og en for kontroll av endring i obligasjonspriser. Priser som er funnet manuelt antas også å være korrekte, så lenge prosessen for manuell prising er korrekt utført. Når man har forsikret seg om at alle priser er korrekte, korrigeres rentedatabasen med de oppdaterte prisene og det foretas en daglig NAV-kontroll.

RMG har mandat til å overstyre prisene. Formålet med RMGs kontroller er å sikre kvalitet i prisingen, og alle priser er gjenstand for kontroll av uavhengig priskilde.

5.4.3 NAVIS-prosjektet

Etter gjennomføringen av prosjektet "Uavhengig verdivurdering", og som en oppfølging, ble det initiert et nytt prosjekt. Dette prosjektet ble kalt NAVIS (Net Asset Valuation, Independence and Synchronization) og formålet var

- 1 å forsikre seg om at det alltid er konsistens mellom internt og eksternt forvaltede aktiva, og på tvers av samtlige rentebærende verdipapirer

- 2 å inkludere flere prisleverandører for å få dekket samtlige områder hvor det kan stilles spørsmål ved prisingens uavhengighet
- 3 inngå avtaler med prisings spesialister for obligasjoner og derivater som skal bistå RMG
- 4 bistå priskoordinator som primært har som oppgave å sammenstille priser fra ulike leverandører for å forsikre konsistens i verdsettelsen mellom internt og eksternt forvaltede aktiva

Fixed Income Operations fikk ansvaret for å gjennomføre det ovenstående gjennom prosjektet. Det er inngått avtaler med de fleste prisings spesialister. Samtlige internt og eksternt forvaltede OTC-derivater prises av Markits. Det er utarbeidet ytterligere dokumentasjon som beskriver arbeidsflytprosedyrer for verdsettelse. Selve NAVIS-prosjektet ble avsluttet i desember 2008.

5.5 Omtale av prisleverandør for renteforvaltningen

SPUs renteporteføljeindeks er levert av Barclays Global Aggregate (BGA), tidligere Lehman Brothers. Etter Lehman-konkursen ble indeksen som tidligere nevnt overtatt av Barclays Bank. Ifølge NBIM tilsvare ikke BGA-indeksen i sin aggregerte form den indeksen som NBIM er gitt, ettersom vektningen av indeksens komponenter i NBIMs benchmark er annerledes. I henhold til NBIMs prisingshierarki er BGA rangert som prisleverandør nr. 1. BGA (LGA) er beskrevet i korte trekk i faktaboks 5.2.

Faktaboks 5.2 Barclays Global Aggregate indeks

Barclays Global Aggregate indeks består av tre hovedelementer:

- U.S. Aggregate Index (USD 300 mill.)
- Pan-European Aggregate Index (EUR 300 mill.)
- Asian-Pacific Aggregate Index (JPY 35 mrd.)

I tillegg til disse tre indeksene (som utgjør 94,4 prosent av markedsverdien) består BGA også av Global Treasury, Eurodollar, Euro-Yen og investment grade verdipapirer som ikke allerede er inkludert gjennom de tre hovedindeksene.

Indeksen rebalanseres en gang i måneden. Endringer i verdipapirene (forfall, rating, sektorklassifisering) fanges opp daglig, men får først betydning når indeksen rebalanseres. Renter og avdrag holdes i indeksen uten å reinvesteres fram til månedsslutt, og trekkes da ut av indeksen. Nye kvalifiserte verdipapirer som utstedes før månedsslutt inkluderes i indeksen påfølgende måned.

Omtalen nedenfor er for å illustrere hva prisleverandøren legger til grunn i forbindelse med priser som leveres til markedet, herunder SPU.

Obligasjoner som inkluderes i BGA må blant annet ha disse kvalifikasjoner:

- Utestående beløp: for å kvalifisere til å være med i indeksen må obligasjonene ha en viss størrelse
- Kvalitet: verdipapirene må ha investment grade Baa3/BBB-/bbb- eller høyere basert på snittet av ratingen hos Moody's, S&P og Fitch
- Forfall: minst 1 år til forfall
- Panterettigheter: senior og subordinated obligasjoner er inkludert
- Kupong: fast rente og kuponger som endrer seg etter en forhåndsbestemt plan blir tatt med
- Valuta: valutaer må kunne handles fritt og være mulig å hedge (sikre) for at den kan inkluderes. Ulike lands statsobligasjoner (sovereign bonds) må ha investment grade rating for å inkluderes
- Verdipapirtyper som er inkludert:
 - Fast rente bullet, puttable og callable obligasjoner
 - Soft bullets
 - Nullkuponger, step-ups og underwritten MTN
 - U.S. statssertifikater
 - Fixed-rate og fixed to floating capital securities

6 Derivater

6.1 Generelt om bruk av derivater i SPU

Ifølge forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland § 4 er det tillatt å benytte derivater som naturlig henger sammen med de tillatte aktivklassene, dvs. rentebærende instrumenter og egenkapitalinstrumenter. Tabell 4 gir en samlet oversikt over SPUs eksponering i derivater hentet fra SPUs årsrapport 2008, note 6.

Som det framgår av tabell 4 hadde SPU ved utgangen av 2008 eksponering i rentebytteavtaler, børsnoterte futures-kontrakter, kredittbytteavtaler (CDS) og opsjoner. Kolonnen for virkelig verdi viser at rentebytteavtaler i 2008 hadde en negativ verdiutvikling på 33,3 mrd. kroner. Kredittbytteavtaler (CDS) hadde en positiv verdiutvikling på 1,4 mrd. kroner, mens aksjebytteavtaler hadde en negativ verdiutvikling på 6,3 mrd. kroner. Per 31. desember 2008 hadde finansielle derivater totalt en negativ verdiutvikling på 36,3 mrd. kroner. Av årsrapportens note 1 framgår det at

finansielle derivater ga netto tap på 31,2 mrd. kroner i 2008. Rentebytteavtalene er oppgitt som hovedårsak til dette, og det er forklart slik i SPUs årsrapport for 2008, s.28:

"Renteforvaltningen hadde ved inngangen til 2008 store posisjoner i rentebytteavtaler. Vi hadde i stor grad en struktur der vi byttet kontantstrømmer mellom statspapirer og andre obligasjoner med meget høy kredittvurdering. Slike posisjoner vil gi en løpende gevinst under normale markedsforhold. I 2008 steg kreditt- og likviditetspremiene langt mer enn hva som var priset inn i rentebytteavtalene. I denne situasjonen gav disse strategiene betydelig mindreavkastning. Samlet sett utgjorde disse strategiene om lag 10 prosent av tapene i renteforvaltningen. Denne forvaltningsstrategien ble avvirket i 2008."

De enkelte derivattypene og begrepene er omtalt nærmere i faktaboks 6.1.

Tabell 4 Samlet derivatteksposering for SPU ved utgangen av 2008

(tall i millioner kroner)	Eksponering				Virkelig verdi		
	31.12.2008		Gjennomsnitt 2008		Eiendel	Gjeld	Virkelig verdi netto
	Kjøp	Salg	Kjøp	Salg			
Valutahandler	22 111	0	41 757	0	423	395	28
Børsnoterte futures-kontrakter	27 003	43 070	108 334	116 600	1 690	922	768
Rentebytteavtaler	415 535	474 465	617 619	592 507	26 280	59 634	-33 354
Totalavkastningsbytteavtaler	2	-	12 802	4	41	-	41
Kredittbytteavtaler	95 750	61 310	150 134	82 675	6 288	4 894	1 394
Aksjebytteavtaler	8 260	1 851	19 708	8 310	820	7 085	-6 265
Sum bytteavtaler	519 547	537 626	800 263	683 496	33 429	71 613	-38 184
Opsjoner	42 328	33 503	89 020	75 884	4 037	2 969	1 068
Sum finansielle derivater	610 989	614 199	1 039 374	875 980	39 579	75 899	-36 320

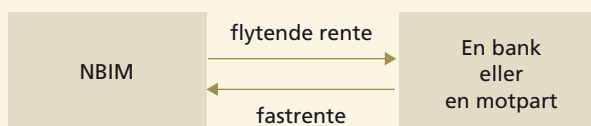
Kilde: NBIM

Derivater er en samlebetegnelse på kontrakter basert på verdien av et sett underliggende (fysiske) aksjer, obligasjoner eller indekser bestående av aksjer eller obligasjoner. Det finnes mange forskjellige kontraktstyper, og de kan ha svært ulike egenskaper. En investor kan både kjøpe og selge kontrakter. Ved kjøp og salg av kontrakter blir det inngått en avtale om hvilke betingelser som skal gjelde for kontraktsutøvelsen og hvor stort grunnlaget (eksponering) skal være for kontrakten. Utviklingen i en kontrakts verdi avhenger av parametre i markedet og deres utvikling; for eksempel om renten går opp eller ned vil det påvirke rentebytteavtalens verdi. Denne verdiutvikling går enten i investors favør (eiendel) eller i motparts favør (gjeld). For SPUs vedkommende har verdien av derivater blitt ført netto i balansen fram til 2008. I henhold til gjeldende regnskapsregelverk skal det føres brutto, jf. punkt 9.3.2 for nærmere omtale av regnskapsførsel av derivater.

Eksponering vil si at det inngås avtale om en bestemt enhet av underliggende, eksempelvis en aksje eller råvare. For en rentebytteavtale kan det for eksempel avtales at 100 mill. kroner skal være det underliggende for bytte av fast rente mot flytende rente. Det vil si at 100 mill. kroner brukes som beregningsgrunnlag for bytte av renter, og at dette er størrelsen på eksponeringen, jf. tabell 4.

Rentebytteavtale er en avtale mellom to parter om å bytte rentebetingelser på en kontantstrøm. Det typiske kan være et bytte mellom fast rente og flytende rente i en periode. *Kjøpt* betyr at NBIM mottar fast rente og *solgt* betyr at NBIM betaler fast rente. Rentebytteavtale er omtalt som interest rate swaps på engelsk (IRS), og bytteavtaler omtales generelt som swaps. Kontantstrømmene hver vei blir ofte kalt for "ben", dvs. at en rentebytteavtale har et ben med fastrente og et ben med flytende rente. Se illustrasjonen nedenfor:

Figur 6 Illustrasjon av en rentebytteavtale – IRS



OTC-derivater (OTC: Over The Counter) er en samlebetegnelse for en del derivattyper hvor kontrakten inngås direkte med en megler, bank og lignende i stedet for å handle kontrakten på en regulert markedsplass, for eksempel børs. Rentebytteavtaler kan nevnes som et eksempel på derivater som handles på OTC-markedet.

En **opsjon** (standard put eller call opsjon) er en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge et verdipapir eller en børsindeks til en bestemt pris eller innen et bestemt tidspunkt. Innehaveren av en opsjon har en rett, men ikke en plikt til å kreve avtalen innfridd. Utstederen har en plikt til å innfri opsjonene. Innehaveren betaler et beløp, en opsjonspremie, til utstederen når opsjonsavtalen inngås. Opsjoner kan handles over børs eller direkte mellom to parter (OTC).

Futures-kontrakt er en standardisert avtale om å levere en eiendel eller dens pengeverdi på en forhåndsbestemt dag til en forhåndsbestemt pris. Futures-kontrakter verdsettes løpende (daglig) til markedsverdi. Kjøper og selger blir henholdsvis godskrevet og belastet (margin) i forhold til verdiutviklingen i futures-kontrakten. Ved utgangen av 2008 var det kjøpt futures for 27 mrd. kroner og solgt for 43 mrd. kroner, og verdiutviklingen av disse utgjorde 768 mill. kroner.

Totalavkastningsbytteavtale eller Total Return Swap (TRS) er en bytteavtale hvor avkastning på underliggende byttes mot pengemarkedsrenten (LIBOR eller lignende). *Kjøpt* betyr at NBIM mottar indeksavkastning og *solgt* betyr at NBIM betaler indeksavkastning.

Kreditbytteavtale eller Credit Default Swap (CDS) er en kontrakt som gir en forsikring mot at en bestemt bedrift misligholder obligasjoner som den har utstedt. Det finnes mange varianter av disse instrumentene som kan benyttes til å beskytte seg mot kredittrisiko, eller de kan brukes til å ta kredittrisiko. En CDS genererer omtrent samme kredittrisiko som en obligasjon utstedt av referanseselskapet.

(forts. neste side)

Kontrakten består av to kontantstrømmer. Den ene kontantstrømmen er premien som den som påtar seg kredittrisiko mottar fra motpart. Den andre kontantstrømmen avhenger av en såkalt default-hendelse, og vil gi den som betaler den løpende premien en utbetaling som i korthet vil dekke inn tapet (fra pari kurs) som en eller flere spesifikke obligasjoner vil ha. Ved kreditthendelse (default) kan kjøper av beskyttelse levere underliggende verdipapir og få betalt pari kurs, alternativt motta et kontantvederlag som tilsvarer forskjellen mellom pari og en ISDA (International Swaps and Derivatives Association) estimert konkursutbetaling.

Kredittrisiko er risikoen for å lide tap på grunn av at utstederen av et verdipapir eller motpart i en verdipapirhandel ikke oppfyller sine forpliktelser. Kjøperen av en CDS mottar betaling fra selgeren kun hvis kredittbeskyttelsen av underliggende kreditt utløses ved en hendelse. En utløsende hendelse kan for eksempel være mislighold av underliggende kreditt.

6.2 Kontroller og rapportering

NBIM foretar en rekke kontroller for å sikre kvaliteten av data, blant annet om mottatte kurser er korrekte og hvordan bevegelsene har vært. Disse kontrollene er felles for renteinstrumenter og derivater. Følgende kontroller foretas:

- Valutakurs
- Valutakurs mot handelskurs
- Repo kurser
- Uteglemte verdipapirer ved prising
- Store endringer i obligasjonsprising
- Handelspris vs. Barclays prising
- Manglende MBS priser
- Manglende rentebytteavtalepriser
- Swapers verdibevegelser

Betaversjon-kontroller omfatter

- Gjennomsnitt
- Standardavvik
- Statistikk på Markit

6.3 Verdsettelse av derivater

Markit har vært primær prisingskilde og -leverandør for interntforvaltede kreditderivater og for renteswapper siden juni 2008. NBIM benyttet Lehman¹⁷ som prisleverandør for OTC-derivater fram til selskapet gikk konkurs i september 2008. Konkursen framskyndet overgangen til Markit som hovedprisingskilde av derivater. Etter gjennomgangen av NBIMs prosjekt "Uavhengig verdivurdering" ble det besluttet at Markit skulle benyttes som primær prisingskilde og prisleverandør for både NBIM Operations og som regnskapsleverandør, men dette var ikke gjennomført på konkurstidspunktet. Implementeringen av Markit er gjennomført for

OTC-derivater i NBIM Operations. Per 3. kvartal 2008 hadde Markit priset 93,5 prosent av OTC-derivatene og overtatt rollen som primær prisleverandør.

I forbindelse med avleggelsen av årsregnskapet for 2007, foretok NBIM en sammenligning av priser mellom primær prisleverandør og sekundær priskilde for å teste kvaliteten på priskildene. Gjennomgangen viste at det var avvik mellom priskildene. NBIMs Risk Management avdeling foretok vurderinger av avvikene, men valgte å ikke justere prisene for derivater. Det ble gjort en tilsvarende sammenligning per 30. september 2008 som viste et avvik på 200 mill. kroner mellom de ulike prisleverandører. Det ble ikke gjort tilsvarende sammenligning per 31. desember 2008 da NBIM benyttet Markit som primær prisleverandør i henhold til prishierarkiet, og valgte primært å legge prisingen fra Markit til grunn. 99,83 prosent av derivatene ble priset av Markit.

6.4 Prisleverandører for derivater

For mindre likvide finansielle instrumenter, slik som strukturerte verdipapirer og OTC-derivater hvor det ikke finnes tilgjengelige markedspriser, brukes ulike modeller for å verdsette. For de fleste av disse brukes markedsdata som input i modellene, men det hender også at inputdata estimeres. Markit er NBIMs hovedprisleverandør for derivater og er omtalt nærmere i faktaboks 6.2.

17) Lehman Global Aggregate og Lehmans OTC-priser er to ulike priskilder.

Faktaboks 6.2 Markit Portfolio Valuation

Markit Group samler på daglig basis over 1,5 millioner priser fra de største meglere av obligasjoner, Credit Default Swaps, konvertible obligasjoner, kreditt-indekser og andre kreditt-obligasjoner. Disse dataene renses, sorteres og brukes deretter til å konstruere ulike prisingskurver som kan brukes til analyser og verdivurderinger. Markit leverer data og priser/verdivurderinger som sies å være industristandard.

Ved prisfastsettelse på avledede aktiva (derivater) benyttes et prinsipp som heter arbitrasjefri-prisfastsettelse. Det innebærer i korthet at det i en analyse av et finansielt instrument utledes en prisfastsettelsesmodell (mekanisme eller teknikk). Modellen forutsetter at det aktuelle instrumentet som skal prises kan kopieres, ved bruk av en alternativ dynamisk strategi i det underliggende marked med likvide instrumenter.

7 Utlån av verdipapirer

7.1 Innledning

I tillegg til ordinær kapitalforvaltning låner Norges Bank ut verdipapirer gjennom eksterne utlånsprogrammer. Utlån av verdipapirer er en normal aktivitet hos store porteføljeforvaltere, og er et ledd i NBIMs aktive forvaltning¹⁸ for å oppnå meravkastning i porteføljen. Dette kommer i tillegg til avkastningen som NBIM kan oppnå ved å plassere SPU midler i referanseporteføljen.

Ved utgangen av 2007 var det lånt ut verdipapirer for 516 mrd. kroner fra SPU, fordelt på 182 mrd. kroner i aksjer og 334 mrd. kroner i rentebærende verdipapirer. Som sikkerhet mottok NBIM ca. 536 mrd. kroner, hvorav kontantsikkerhetsstillelse utgjorde over 300 mrd. kroner og resterende sikkerhet var mottatt i form av verdipapirer (aksjer og obligasjoner). Per 31. desember 2008 var det lånt ut verdipapirer gjennom eksterne utlånsprogrammer for 374 mrd. kroner, og det var mottatt sikkerhet for 390 mrd. kroner.

Som følge av negativ markedsutvikling i 2007 og 2008 har fondet hatt tap på utlånsprogrammet. Tapet relaterer seg til Short Term Bond Fund (STBF). NBIM opplyser at det ikke har vært tap knyttet til selve utlånene av verdipapirer eller reinvesteringer i triparty¹⁹. I 2007 var det et netto tap på 1,5 mrd. kroner, hvorav inntekter fra utlånsprogrammet utgjorde 1,5 mrd. kroner og urealisert verditap på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser i STBF utgjorde 3 mrd. kroner. Per 31. desember 2008 mottok SPU renteinntekter for utlånte verdipapirer på til sammen 2,5 mrd. kroner. SPU årsrapport for 2008, note 3 opplyser at på grunn av negativ markedsutvikling i 2008 ble det regnskapsført et urealisert verditap på 5,6 mrd. kroner på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser i form av obligasjoner (STBF).

Utlån av verdipapirer er definert som en aktivitet der eier av et sett med verdipapirer låner ut disse til en motpart, enten direkte eller indirekte, i bytte mot et honorar. Låntaker plikter å returnere disse verdipapirene til motparten ved avtalens utløp, eller etter nærmere avtalte betingelser.

Ved utlån vil låntaker juridisk bli ansett som ny eier. Dette innebærer at låntaker har rett til å selge papirene eller låne dem ut til andre aktører, motta dividender mv. Imidlertid inneholder utlånsavtalene bestemmelser som sikrer at Norges Bank beholder en rekke eierrettigheter som om aksjen ikke var lånt ut. Eksempelvis kan stemmerett på generalforsamling oppnås ved at aksjene tilbakekalles. Låntaker skal ved utløp av låneperioden tilbakelevere aksjene. Fondet bærer risikoen for det som skjer med de utlånte verdipapirene, og har derfor full markedsrisiko med hensyn til prisbevegelser.

Norges Bank har inngått utlånsavtaler med:

- Chase Manhattan Bank av 27. januar 1998 (kjøpt opp av JP Morgan)
- Dresdner Bank av 28. april 2003 (kjøpt opp av Commerzbank)
- State Street Bank av 14. oktober 2003. I tillegg foreligger serviceavtale av 30. mars 2007 (avtalen ble inngått med Deutsche Bank, men utlånsvirksomheten ble kjøpt opp av State Street Bank)

Avtalene har detaljerte regler om hvilke instrumenter som kan benyttes som sikkerhet og hvor stor eksponeringen kan være (som for eksempel minimum credit criteria, maximum exposure, maturity limitation).

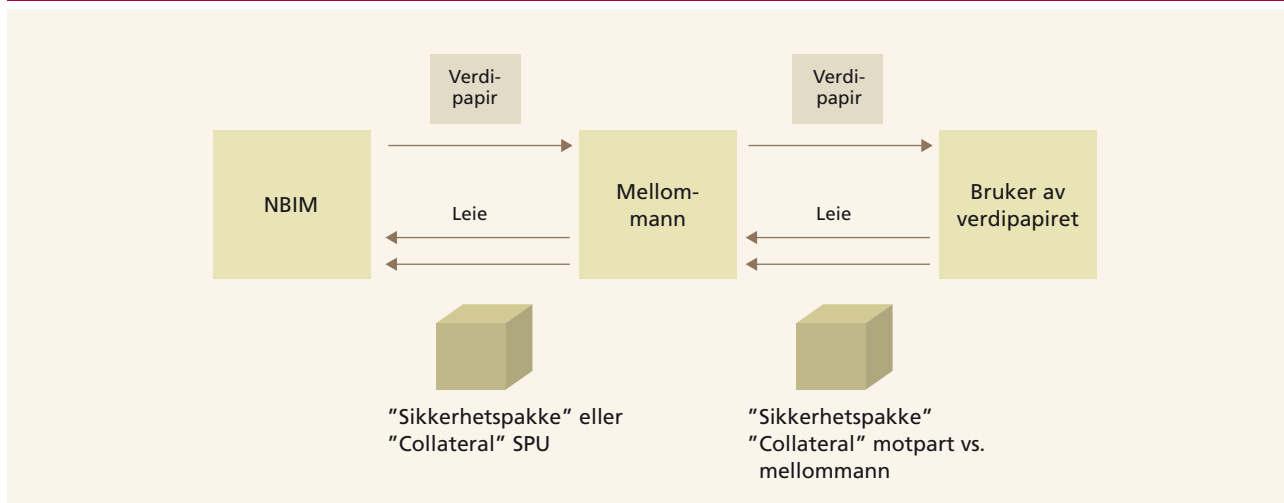
Avtalene følges opp løpende med tilleggsavtaler, blant annet med nye oppdaterte landlister og oversikt over ekskluderte enkeltselskaper som følge av brudd på etiske retningslinjer.

Figur 7 (se neste side) er en stilistisk illustrasjon av verdipapirutlån. Norges Bank, som eier av verdipapiret, låner ut til en tredjepart via en mellommann som normalt er en større bank eller finansinstitusjon. Bruker av verdipapirene kan være forskjellige investorer eller institusjoner som har behov for et spesifikt verdipapir. Låntaker vil stille sikkerhet i form av en sikkerhetspakke med større eller lik verdi som de utlånte verdipapirene. Som sikkerhet for utlånene mottar NBIM kontanter eller aksjer og obligasjoner med høy kredittverdighet.

18) Jf. temaartikkel om utlån av verdipapirer i årsrapporten for 2003, side 16.

19) Triparty: en avtale mellom tre parter.

Figur 7 Illustrasjon av verdipapirutlån



Kilde: Norges Bank

NBIM har utarbeidet egne retningslinjer for utlånsaktiviteten i form av instruks til agentene (Lending/Investment Guidelines). Utlånsvirksomheten kan inndeles i to hovedtyper: den ene er utlån via agent (Agency Lending), og den andre kategorien er utlån direkte til motparter via såkalt eksklusivt verdipapirutlån (Exclusive Lending).

Agency lending innebærer at NBIM har gitt agenten tilgang til sine konti, hvorpå agenten kan låne ut papirer derfra i markedet på eget initiativ. Agenten vil være ansvarlig for sikkerheten eller "sikkerhetspakken". Hvis sikkerheten er kontanter vil agenten være ansvarlig for reinvestering av disse innenfor de gitte retningslinjene. Hvis NBIM selger et verdipapir som agenten har lånt ut, vil agenten ha ansvar for å levere dette verdipapiret tilbake til NBIMs konto. Verdipapirutlån innenfor aksjeområdet er outsourcet til JPM, og verdipapirutlån innenfor renteområdet er outsourcet til Dresdner/Commerzbank og State Street Bank.

Ved exclusive lending fungerer NBIM som tilrettelegger av verdipapirutlånet. I korte trekk innebærer exclusive security lending-program at motpartene får en eksklusiv rett til å låne fra en spesifisert portefølje av verdipapirer. Strukturering av auksjonen, due dilligence, valg av motparter samt forhandling av vilkår og betingelser, foretas av Norges Bank. Normalt gjennomføres dette ved at det holdes en auksjon rettet mot forhåndsgodkjente låntakere av en bestemt portefølje. Slike utlån har normalt en varighet på ett år. NBIM gjennomfører kun transaksjoner med motparter som har undertegnet Global Master Repurchase Agreement (GMRA), Master

Repurchase Agreement (MRA) eller Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA). Disse kravene gjelder også for utlån av verdipapirer som forestås av intern renteforvaltning i NBIM.

7.2 Utlån av verdipapirer – aksjeforvaltning

Verdipapirutlån på aksjesiden som ikke består av bilaterale avtaler mellom SPU og motparter, organiseres av JP Morgan som blant annet vil bistå med å yte tjenester som cash management, oppfølging av sikkerhetspakker, håndtering av honorarer knyttet til verdipapirutlånsvirksomheten, markedsføring av ulike verdipapirer som kan lånes ut, overføring av verdipapirer m.m.

Per 31. desember 2008 var det utlånt aksjer for 182,6 mrd. kroner. Det var mottatt aksjer som sikkerhet for 137,6 mrd. kroner og resten i kontanter. Aksjer har vært benyttet som sikkerhet for utlånsporteføljen siden februar 2005, og hensikten har vært å oppnå meravkastning og diversifisering. For å sikre likviditet i aksjene som mottas, aksepteres kun inntil dagsomsetningen av hver enkelt aksje og at aksjen ikke utgjør mer enn 5 prosent av den totale sikkerhetsstillelsen. For å sikre seg mot verdifall skal haircut²⁰ (mersikkerhet) være på minimum 10 prosent. Det foretas daglig kontroll av om porteføljen har tilstrekkelig sikkerhet. Dersom sikkerhetsstillelsen ikke anses tilfredsstillende vil det

20) Haircut vil si at den som låner verdipapir av NBIM må betale ekstra margin utover selve verdien av det lånte verdipapiret. Hvis verdien er 100 og haircut er 5 prosent, kreves det inn 105.

bli innkrevd ytterligere sikkerhet. Aksjer som er ekskludert fra SPUs investeringsunivers kan ikke mottas som sikkerhet.

Syntetiske verdipapirutlån

Et alternativ til tradisjonelle verdipapirutlån er såkalte syntetiske verdipapirutlån. Disse utlånene innebærer at en posisjon kan konstrueres syntetisk. I stedet for en ordinær cash-posisjon erstattes denne med en bytteavtale på aksje (indeks) der det betales pengemarkedsbasert rente og mottas avkastning på et aksjemarked. Syntetisk utlån benyttes i markeder hvor et utviklet verdipapirutlansprodukt ikke er tilgjengelig, som i Brasil, Hellas og Taiwan.

7.3 Utlån av verdipapirer – renteinstrumenter

Utlån av renteinstrumenter ble oppgitt å være på 191,4 mrd. kroner per 31. desember 2008. Dette foretas enten ved standard verdipapirutlån, "securities loan", eller via "repoavtaler" med kvalifiserte motparter. Som sikkerhet var det ved utgangen av 2008 mottatt renteverdipapirer for 66,7 mrd. kroner og resten i kontanter.

Mekanismene for utlån av renteinstrumenter er de samme som for aksjeutlån. Kuponger mottatt på obligasjonene videregives av motpart til Norges Bank, men Norges Bank har normalt ikke stemmerett for de utlånte obligasjonene. Dresdner Bank/Commerzbank og State Street Bank utlånsprogrammer er likestilte, men Dresdner har noe større omfang.

Omtrent 65 prosent av obligasjonene lånes ut med sikkerhet i kontanter, mens resten er lånt ut med sikkerhet i verdipapirer. Om lag 35 prosent av sikkerhetsstillelsen i kontanter er videreplassert i Short Term Bond Fund (STBF), mens resten er plassert via triparty.

Verdipapirutlån på rentesiden er underlagt såkalt skadesløshetsvilkår (indemnification) for utlån mot kontanter, investering av kontanter hos motpart og oppgjørskrisiko hos motpart på repo-forretninger. Dette innebærer at eventuelt tap som oppstår ved at en motpart ikke kan gjøre opp for seg, samtidig med at verdi av utlånte verdipapirer overstiger mottatt sikkerhetspakke, vil bli dekket av agenten (mellommannen). Denne sikkerhetsmekanismen omfatter også triparty, men ikke STBF.

7.4 Sikkerhetsstillelse

Som sikkerhet for utlån kreves det statsobligasjoner, bestemte aksjer eller kontanter (USD). For alle sikkerhetsstillelser kreves det fra 2-10 prosent i mersikkerhet enn det som lånes ut. Dette skal sikre fondet mot tap i forbindelse med daglige svingninger mv. Dersom sikkerhetsstillelsen ikke anses som tilfredsstillende, vil det bli innkrevd ytterligere sikkerhet. Det foretas daglig kontroll av om porteføljen har tilstrekkelig sikkerhet.

Som sikkerhet ved verdipapirutlån (aksjer og renter) godtar NBIM følgende verdipapirtyper:

- statsobligasjoner
- statsgaranterte obligasjoner og US Agencies
- selskapsobligasjoner
- obligasjoner utstedt av overnasjonale myndigheter
- kontanter
- aksjer i "Global Developed Markets"

Sikkerhet i form av aksjer godtas kun som sikkerhet for aksjeutlån.

Kontanter

Hvis en del av sikkerheten som stilles er kontanter, må NBIM betale renter på den sikkerhet som stilles. Denne renten er henholdsvis Fed Funds Open Flat (USD)²¹ og EONIA²² (EUR). På aksjesiden er imidlertid den del av sikkerhetspakken som består av kontanter (som må reinvesteres) relativt liten i forhold til den totale sikkerhet for utlånet. Mesteparten av kontantene er plassert innenfor triparty-systemet, mens ca. 35 prosent er plassert i STBF. Om lag 114 mrd. kroner av kontantsikkerhetsstillelsen er plassert i repo/triparty og 63,2 mrd. kroner er plassert i STBF.

Aksjer

Som sikkerhet for utlånte aksjer var det ved utgangen av 2008 mottatt andre aksjer tilsvarende 75 prosent av utlånsverdien. Hensiktsmessigheten av denne typen verdipapirer som sikkerhet avhenger av hvordan aksjene gitt som sikkerhet samvarierer med de verdipapirer som er lånt ut. I de tilfeller hvor det er mottatt aksjer som sikkerhet for utlånte aksjer, må NBIM selv foreta realisering av mottatt sikkerhet og kjøpe tilbake utlånte aksjer ved eventuelt mislighold. JPM vil ikke holde NBIM skadesløse i de tilfeller hvor låntaker stiller aksjer som sikkerhet.

21) Fed Funds Open Flat er pengemarkedsrenten i USA.

22) EONIA er en gjennomsnittlig lånerente i interbankmarkedet for euro på "overnight" basis.

Obligasjoner

Sikkerhetsstillelse i form av ulike typer av obligasjoner utgjorde ved utgangen av 2008 ca. 35 prosent av utlånte rentepapirer. Når NBIM plasserer kontanter i triparty mottas sikkerhet som om NBIM skulle ha mottatt obligasjoner direkte.

7.5 Short Term Bond Fund

Short Term Bond Fund (STBF) er et fond som ble konstruert særskilt for Norges Bank og SPU. STBF har investert i obligasjoner av ulik kredittkvalitet. For eksempel er det investert i strukturerte obligasjoner utstedt med basis i kontantstrømmer fra underliggende aktiva (securitized assets) innenfor RMBS og instrumenter utstedt av SIVs (Structured Investment Vehicles).

Ifølge SPU's årsrapport for 2008, note 3 utgjorde STBF 63 175 mill. kroner per 31. desember 2008, og var fordelt på følgende tre grupper:

Asset Backed Securities	39 150
Structured Investment Vehicles	2 461
Andre rentebærende verdipapirer	21 564
Sum reinvestert kontantsikkerhetsstillelse i STBF	63 175

De aktiva som STBF inneholder skal i normale markeder gi en løpende avkastning som ligger over den rente som NBIM er forpliktet til å gi på de kontanter som er gitt som sikkerhetsstillelse for NBIMs verdipapirutlån. Normalt skal STBF gi en meravkastning som ligger over Fed Funds Flat og EONIA. Denne meravkastningen innarbeides i avkastningen til SPU og forutsettes å bidra til meravkastning til SPU.

NBIM har opplyst at avkastningen av STBF er inkludert i avkastningen som rapporteres. Videre har NBIM opplyst at STBF først ble inkludert i beregningen av forventet relativ volatilitet fra 3. kvartal 2008, og har før det kun vært inkludert i den faktiske beregningen av relativ volatilitet. Forventet relativ volatilitet beregnes ved å modellere for kommende periode, og faktisk relativ volatilitet måles etter periodens utløp og er basert på faktiske bevegelser i markedet.

7.6 Verdsettelse av utlånte verdipapirer

Verdipapirer som er utlånt blir priset gjennom de ordinære prisingsrutiner for aksje- og renteinstru-

menter. Verdipapirer som er mottatt som sikkerhet reflekteres ikke i verdsettelsen av SPU. Mottatt kontantsikkerhetsstillelse er hovedsakelig reinvestert i repoforretninger, triparty og STBF, og disse blir verdsatt av Dresdner, State Street Bank eller triparty-agentene.

Ved utgangen av 2007 oppstod det vanskeligheter med verdivurderinger av verdipapiriserte obligasjoner (ABS, RMBS og CMBS) og Structured Investment Vehicles (SIV).²³ For disse typer pantesikrede obligasjoner vurderte NBIM at prisusikkerheten var så stor at det var nødvendig med enkelte prisjusteringer. For ABS ble det foretatt et likviditetsfradrag for å justere for den manglende likviditeten i markedet. SIV'ene er klassifisert etter antatt grad av risiko, og det ble foretatt en prosentvis nedskrivning av verdien i de ulike risikoklassene. Siden desember 2007 har NBIM innhentet priser fra ulike priskilder, deriblant meglere, før nedjusteringene foretas i forbindelse med kvartalsrapporteringen. Det benyttes priser fra prisleverandører og i enkelte tilfeller megleranslag med en prisjustering. Prisingshierarkiet følger det som gjelder for de ordinære obligasjonsinvesteringene.

Nedjusteringen reflekterer prisusikkerheten knyttet til hvorvidt det er mulig å selge verdipapiret. Det er hovedsakelig "non-agency securitized" som er vanskelige å verdsette. Dette er som tidligere nevnt renteverdipapirer som ikke er utstedt av byråer. STBF ble totalt nedjustert med 5,6 mrd. kroner ved utgangen av 2008, jf. SPU's årsrapport 2008, note 3 og 9. Akkumulert nedjustering av STBFs verdi for 2007 og 2008 utgjorde ved utgangen av 2008 til sammen 8,7 mrd. kroner.

7.7 Regnskapsmessig behandling

Regnskapsmessig beholdes de utlånte verdipapirer i regnskapet og oppgis i balansen til SPU. Fram til 3. kvartal 2008 ble kontanter og verdipapirer mottatt som sikkerhetsstillelse ikke regnskapsført i balansen til SPU. Tilsvarende gjelder reinvestert kontantsikkerhetsstillelse. I årsregnskapet for 2008 ble reinvestert kontantsikkerhetsstillelse balanseført for første gang.²⁴ Inntekter fra verdipapirutlån og andre inntekter knyttet til verdipapirutlånsvirksomheten tas som inntekt over resultatregnskapet, og medtas i

23) Fondet er investert i ABS gjennom den løpende forvaltningen, og gjennom reinvestering av kontantsikkerhetsstillelse.

24) Årsrapport 2008, note 3.

avkastningen for fondet for den aktuelle periode. Inntekter utgjorde 2 495 mill. kroner i 2008 mot 1 585 mill. kroner i 2007.

7.8 Retningslinjer for utlån av verdipapirer

I forbindelse med gjennomgang av utlån av verdipapirer har Riksrevisjonen sendt to brev til Finansdepartementet, henholdsvis 8. desember 2008 og 23. januar 2009, og bedt om å få opplyst hvilke retningslinjer departementet legger til grunn for utlån av verdipapirer. Finansdepartementet har i brev av 12. januar 2009 og 13. februar 2009 uttalt at:

"Ettersom Norges Bank bærer risikoen knyttet til utlånte verdipapirer i utlånsperioden, skal slike papirer behandles likt med verdipapirer som ikke er utlånt, bl.a. når det gjelder aksje- og rentevекter, regionveкter, risikorammen (relativ volatilitet) og de etiske retningslinjene."

Om reinvesteringer av kontantsikkerhetsstillelser har departementet uttalt at:

"Når Norges Bank reinvesterer mottatt kontantsikkerhet i eget navn, kan dette betraktes som en investering som er 100 prosent lånefinansiert. Både det implisitte opptak av lån (leverage) og investeringsbeslutningen må behandles som ordinære transaksjoner i henhold til reglene for de relevante hovedrisikogrupperne og de etiske retningslinjene."

Videre uttaler departementet at: "Departementets rammeverk er ikke like presist når det gjelder hvordan "leverage" skal behandles ved beregning av aktiva- og regionsandeler".

På spørsmål fra Riksrevisjonen i januar 2009 bekreftet NBIM at de ikke hadde utarbeidet interne retningslinjer for utlån av verdipapirer. NBIM har i ettertid opplyst at det i 1. kvartal 2009 er etablert "NBIM Security Lending Policy" som omhandler verdipapirutlån, sikkerhetsstillelser og reinvesteringer.

8 Regnskapsprinsipper og -rapportering

8.1 Innledning

SPU inngår som en integrert del av regnskapet til Norges Bank, selv om det blir avgitt en særskilt revisjonsuttalelse for SPU av Sentralbankrevisjonen og Deloitte, jf. NBIMs årsrapport 2008, side 82. Form og innhold for Norges Banks regnskapsplikt framgår av sentralbankloven § 30. Se videre omtale under denne rapportens punkt 8.2.1.

Riksrevisjonen har regnskapsrevisjonsansvar for statlige fond etter riksrevisjonsloven § 9 første ledd. Dette innebærer at Riksrevisjonen skal revidere Statens pensjonsfond – Utland. Riksrevisjonens regnskapsrevisjon er definert i Instruks om Riksrevisjonens virksomhet § 3 slik:

"Ved revisjon av regnskapene skal Riksrevisjonen kontrollere om regnskapet gir et riktig bilde av den økonomiske virksomhet, herunder:

- a) bekrefte at regnskapene ikke inneholder vesentlige feil og mangler, og
- b) kontrollere om de disposisjoner som ligger til grunn for regnskapet er i samsvar med Stortingets vedtak og forutsetninger og gjeldende regelverk, og om disposisjonene er akseptable ut fra normer og standarder for statlig økonomiforvaltning."

Riksrevisjonen har bygget regnskapsrevisjonen på utført finansiell revisjon av Sentralbankrevisjonen (SBR) og Deloitte fra og med 2007. I tillegg gjøres det egne revisjonshandlinger mot både Norges Bank og Finansdepartementet. Riksrevisjonen avgir revisjonsbrev for SPU årlig til Finansdepartementet etter å ha vurdert revisjonen utført av SBR og Deloitte, og gjennomført egne handlinger.

8.2 Utviklingen av regnskapsprinsipper for SPU

8.2.1 Verdsettelse til markedsverdi

For verdsettelse av SPU anbefalte Norges Bank i brev av 6. desember 1996 til Finansdepartementet porteføljevurdering etter laveste verdis prinsipp. I brevets punkt 3.1 opplyser Norges Bank at: "Presentasjonen av Statens Petroleumsfond innenfor Norges Banks balanse er valgt av praktiske hensyn".

Finansdepartementet sluttet seg til Norges Banks anbefaling og svarte i brev av 13. januar 1997 at: "Regnskapsføringen av Petroleumsfondet skal følge samme regnskapsprinsipper som Norges Banks regnskap". Videre angir departementet at "Det foretas en separat porteføljevurdering etter laveste verdis prinsipp for petroleumsfondet".

Norges Bank anbefalte Finansdepartementet i brev av 31. januar 2000 om å endre regnskapsprinsippet, og at Statens Petroleumsfond ble verdsatt til markedsverdi i regnskapsrapportering fra og med 1999. Dette ble begrunnet med at Norges Bank fra og med 1999 verdsatte verdipapirbeholdningene til markedsverdi. Endringen i Norges Bank ble forklart med utvikling i norsk regnskapslovgivning, andre sentralbankers regnskapsprinsipper og at det i henhold til forskrift om verdipapirfond § 3-1 skal benyttes virkelig verdi. I tillegg ble det oppgitt at kronekonto, inklusiv opptjent avkastning, vil vise den reelle verdien av fondet til enhver tid, og at markedsverdi vil være det beste uttrykk for den faktiske verdi og avkastning i fondet. Ved en eventuell oppløsning av fondet vil realisasjonsverdi tilsvare markedsverdi, se vedlegg 3. Begrepet markedsverdivurdering og virkelig verdi brukes om hverandre i dette brevet.

Videre har Norges Banks regnskapsavdeling overfor Riksrevisjonen opplyst²⁵ at verdsettelse til markedsverdi primært ble valgt på grunn av endringen i ny regnskapslov av 1998. Spesielt ble regnskapsloven § 5-8 påpekt som en viktig begrunnelse. Det framgår av bestemmelsen at finansielle instrumenter skal vurderes til virkelig verdi dersom de er klassifisert som omløpsmidler, inngår i en handelsportefølje med henblikk på videresalg, omsettes på børs eller i et regulert marked, og har god eierspredning og likviditet. I tillegg ble forskrift om verdipapirfond § 3-1 oppgitt som begrunnelse.

Departementet godkjente verdsettelse til markedsverdi i brev av 10. februar 2000, og skrev at: "Regnskapsføringen i Statens Petroleumsfond skal fortsatt følge samme regnskapsprinsipper som for Norges Banks regnskap."

25) I forbindelse med presentasjon for Riksrevisjonen i november 2008.

I henhold til sentralbankloven § 30 er det representantskapet som fastsetter Norges Banks årsregnskap. Fram til 2006 ble regnskapsprinsipper vedtatt av representantskapet i forbindelse med fastsettelse av årsregnskapet. Norges Banks regnskapsavdeling sendte en orientering til Riksrevisjonen 4. desember 2008 om prosedyren for godkjenning av regnskapsprinsipper fram til 2006.

På enkelte områder er ikke norsk regnskapslov og internasjonalt anerkjente standarder fulgt for regnskapsrapporteringen i perioden 1998-2006. I NBIMs årsrapport 2007, side 63 er det oppgitt at regnskapsloven fravikes ved blant annet manglende balanseføring av reinvesteringer av kontantsikkerhetsstillelser, nettoføring av derivater og begrenset noteinformasjon om risiko, jf. punkt 8.2.2 for nærmere omtale av regnskapsprinsipper for 2007.

I Retningslinjer for forvaltningen av SPU, kapittel 4 gir Finansdepartementet føringer om hvordan verddivurdering skal håndteres av Norges Bank. Kapittel 4 innledes med at:

"Verdivurderinger, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder."

Av punkt 4.1 framgår det at:

"Metoden for å fastsette verdien av finansielle instrumenter skal være etterprøvbart og med rimelig sikkerhet representere den virkelige verdien av fondets eiendeler på måletidspunktet."

Videre framkommer det i retningslinjenes punkt 4.3 at Norges Bank i rapporteringen skal gi en redegjørelse for de standarder Norges Bank bruker i verddivurdering for regnskapet og de regnskapsprinsipper som benyttes.

I forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank er det i punkt 2.1 blant annet gitt føringer om å forvalte fondet i samsvar med økonomireglementet for staten. Riksrevisjonen har stilt spørsmål om hvordan Norges Bank har tatt hensyn til økonomireglementet i sin forvaltning av SPU. NBIM har svart at når det gjelder verdsettelse av SPU, er det klart at prinsippet som følges er i samsvar med krav fra Finansdepartementet og i tråd med Norges Banks regnskapsprinsipper, som er prinsippet om "fair value". Dette er i henhold til NBIM åpenbart ikke forenlig med kontantprinsippet. Videre opplyser NBIM at økonomireglementets krav til "virkosomhetens økonomisystem, bokføring, dokumen-

tasjon og oppbevaring av regnskapsmateriale" er oppfylt. Fram til 3. kvartal 2008 hadde ikke Norges Bank utarbeidet intern dokumentasjon som dokumenterte om forvaltningen av fondet var i samsvar med økonomireglementet for staten, og hvorvidt det eventuelt oppstod konflikt mellom økonomireglementet og de øvrige lover og regler som SPU skal følge.

NBIM opplyste følgende om regnskapsprinsipper i årsrapporten for 2006:

Regnskapsprinsipper

Norges Banks regnskapsprinsipper, jf. note i Norges Banks årsregnskap, som bygger på regnskapsloven og god regnskapsskikk i Norge, er anvendt ved utarbeidelsen av regnskapsrapporteringen. Verdipapirhandler registreres på handledato, og inntekter og kostnader er periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Verdipapirene er vurdert som finansielle omløpsmidler og er verdsatt til virkelig verdi per 31.12.2006. Virkelig verdi bygger på markedsverdier levert av anerkjente internasjonale indeksleverandører. Opptjente ikke forfalte renter er inkludert i verdipapirbeholdningene. Urealiserte gevinster resultatføres.

Eiendeler og gjeld i utenlandsk valuta omregnes til norske kroner etter markedsкурser fra WM Reuter London 4 p.m. 29.12.2006. Inntekter og kostnader i valuta omregnes til norske kroner etter kurs på transaksjonstidspunktet.¹⁾

I forvaltningen benyttes verdipapirene blant annet som underliggende i finansielle instrumenter, for eksempel ved salg av verdipapirer med avtale om tilbakekjøp fram i tid. Gjengkjøpsavtalene presenteres som innlån mot sikkerhet i verdipapirer.

Finansielle instrumenter utenfor balansen er avtaler om framtidig levering av valuta eller verdipapirer til en pris som fastsettes på avtaletidspunktet. Dette omfatter valutaterminkontrakter, futures, rentebytteavtaler og opsjoner. Terminkontraktene er bokført til terminkurs. Termertillegg/-fradrag, futureskontrakter, rentebytteavtaler, aksjebytteavtaler og opsjoner er verdsatt til virkelig verdi per 31.12.2006. Virkelig verdi bygger på markedsverdier levert av anerkjente internasjonale indeksleverandører.

1) Regnskapsmessig valutakursregulering er beregnet med utgangspunkt i porteføljenes faktiske sammensetning. Inntekter og kostnader er omregnet etter kursen på transaksjonstidspunktet, og eiendeler og gjeld er omregnet til gjeldende markedskurs ved slutten av måneden. Denne størrelsen vil være forskjellig fra den beregnede valutakurseffekten i avkastningsmålingen som presenteres i øvrige deler av rapporten. Valutakurseffekten i avkastningsmålingen er beregnet med utgangspunkt i referanseporteføljenes valutasammensetning ved inngangen til hver måned og tilhørende valutakursendringer.

8.2.2 Regnskapsprinsipper fra 2007

Regnskapsprinsipper ble formelt vedtatt av representantskapet 13. desember 2007 for første gang. Norges Bank opplyser at dette ikke innebar vesentlige avvik fra tidligere praksis, og kun innebar en formalisering.

Prinsippene fra 2007 har i hovedsak følgende innhold:

- Dersom forhold som har sammenheng med Norges Bank som sentralbank ikke tilsier annet, skal gjeldende norsk regnskapslovgivning og god regnskaps-skikk legges til grunn ved regnskapsutarbeidelsen
- Krav fra International Monetary Fund (IMF) skal tas hensyn til for sentralbankspesifikke forhold
- Det skal harmoniseres mot internasjonale standarder så langt det passer
- Beskrivelse av blant annet hvor det fravikes fra regnskapsloven, for eksempel kontantstrømanalyse, nettorapportering av finansielle derivater og omfang av noter
- Bruk av estimat ved utarbeidelsen av årsregnskapet
- Valutaomregning – transaksjoner til transaksjonskurs, omregning etter gjeldende valutakurser på balansedagen
- Finansielle instrumenter – beskrivelse av innregning og fraregning, verdivurdering, utlån av verdipapirer, gjenkjøps- og gjensalgsvtaler, opptjente og påløpte renter mv.

Det framgår videre av NBIMs årsrapport for 2007 at regnskapet i hovedsak er utarbeidet i samsvar med regnskapsloven og god regnskaps-skikk i Norge, men at enkelte unntak foreligger. Unntakene er spesifisert som følger:

- Oppstillingsplan for resultat og balanse er tilpasset bankens virksomhet
- Kontantstrømanalyse er ikke utarbeidet
- Finansielle derivater, uoppgjorte handler og påløpte renter er vist netto i balansen
- Reinvestert kontantsikkerhet ved utlån av verdipapirer innregnes ikke
- Valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte verdiendringer på finansielle instrumenter er skilt ut og presentert på egen linje
- Enkelte noteopplysninger

Det opplyses videre i årsrapporten at avvikene i all hovedsak er begrunnet ut fra sentralbankspesifikke forhold. Praksisen har hovedsakelig vært å tilpasse SPU's regnskap til Norges Banks regnskap.

8.2.3 Prinsippendring i 2008

I forbindelse med avleggelsen av regnskapet for 2008 foretok Norges Bank en prinsippendring. I prinsippnoten for 2008 (note 0) er de anvendte prinsippene omtalt. Unntakene er omtalt under punkt 1.1. i note 0, hvor det blant annet er presisert at noteopplysningene er tilpasset Norges Banks virksomhet.

Reinvestert kontantsikkerhetsstillelse ble per 31. desember 2008 balanseført for første gang i SPU's balanse og detaljerte opplysninger om det er gitt i årsrapportens note 3. Videre ble noteopplysninger utvidet i forhold til 2007. Risiko og verdsettelsesnoten ble utvidet med informasjon om likviditetsrisiko, motpartsrisiko og noe mer utfyllende informasjon vedrørende markedsrisiko og verdsettelse, jf. note 9 om risiko og verdsettelse.

8.3 Virkelig verdi

I NBIMs årsrapport for 2008 er virkelig verdi beskrevet i note 0, punkt 4.2 slik:

"Virkelig verdi er det beløp en eiendel kan omsettes for eller en forpliktelse gjøres opp med i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter. For verdipapirer som omsettes i et aktivt marked settes virkelig verdi til notert kurs fra børs, prisleverandør eller megler. For verdipapir som ikke omsettes i et aktivt marked, benyttes verdsettingsmetoder for å fastsette virkelig verdi. Verdsettingsmetoder omfatter bruk av nylig foretatte markedstransaksjoner på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter, dersom slike er tilgjengelige, henvisning til løpende virkelig verdi av et annet instrument som er praktisk talt det samme, diskontert kontantstrømsberegning og opsjonspringsmodeller. Dersom det er en verdsettingsmetode som er i vanlig bruk av deltakerne i markedet for å prissette instrumentet, og denne teknikken har vist seg å gi pålitelige estimater av priser oppnådd i faktiske markedstransaksjoner, benyttes denne teknikken. Det benyttes markedsinformasjon i verdsettingsmetodene så langt som mulig. Endringer i virkelig verdi resultatføres."

Virkelig verdi er definert som "fair value" i IFRS/IAS. Definisjonen som er benyttet av Norges Bank i årsrapporten for 2008 er identisk med definisjonen i IAS 39 standard for *Finansielle instrumenter – innregning og måling*, og lyder

slik: "Virkelig verdi er definert som det beløpet en eiendel kan omsettes for eller en forpliktelse gjøres opp med i en transaksjon på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter."

Finansdepartementet har i innledningen til retningslinjenes kapittel 4 gitt Norges Bank føringer om blant annet verddivurdering som sier at "verddivurdering [...] skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder." Videre skriver Finansdepartementet i retningslinjenes punkt 4.1. at

"metoden for å fastsette verdien av finansielle instrumenter skal [...] med rimelig sikkerhet representere den virkelige verdien av fondets eiendeler på måletidspunktet. Verdifastsettelsen skal [...] være basert på markedspriser eller anerkjente prismodeller der markedspriser ikke kan observeres."

Dette er i tråd med Norges Banks innspill til Finansdepartementet i brev av 11. mars 2005.

Virkelig verdi har vært lagt til grunn ved regnskapsavleggelsen av SPU siden 1999. Fra departementet har det vært stilt krav om det i retningslinjene for SPU etter at det ble godkjent i brevet til Norges Bank. Fram til og med 2006 har Norges Bank i prinsippnoten for SPU angitt at det i forbindelse med fastsettelse av verdi legges til grunn markedsverdier fra indeksleverandørene. Regnskapsprinsippene for Norges Bank ble som tidligere nevnt formelt vedtatt av representantskapet 13. desember 2007.

Fra og med avleggelsen av årsregnskapet for 2007 var det ikke tilstrekkelig å benytte kun markedspriser for SPU fra indeksleverandørene for å komme fram til virkelig verdi, og det ble utviklet en metode for å estimere virkelig verdi.

IAS 39 angir regler for hva som skal legges til grunn for å komme fram til virkelig verdi i ikke-aktive markeder og om hvordan virkelig verdi skal måles dersom det er illikviditet i markedet. Dette er beskrevet nærmere i punkt 8.3.1. I faktaboks 8.1 omtales aktivt marked nærmere, og i faktaboks 8.2 omtales ikke-aktivt marked.

8.3.1 Verdsettelse i henhold til IFRS/IAS

Beskrivelsen av aktivt og ikke-aktivt marked er å finne i IFRS standard IAS 39. I et notat fra IASB utgitt i oktober 2008, er verdsettelsesprinsipper i ikke-aktive markeder presisert ytterligere.

Verdsettelse i aktivt marked og ikke-aktivt marked innebærer:

- 1 Aktivt marked – publiserte priser i et marked skal brukes når de er tilgjengelige
- 2 Ikke-aktivt marked:
 - bruk av nylig foretatte markedstransaksjoner på armlengdes avstand mellom velinformerte og frivillige parter, dersom slike er tilgjengelige
 - henvisning til løpende virkelig verdi av et annet instrument som er substansielt likt
 - diskontert kontantstrømsberegning (nåverdi)
 - opsjonsprisermodeller

Faktaboks 8.1 Aktivt marked

Ifølge IAS 39 gir noterte priser i et aktivt marked det beste uttrykket for virkelig verdi. Et marked anses som aktivt dersom noterte priser er tilgjengelige raskt og regelmessig fra en børs, trader/dealer, megler, industrigruppering/bransjeorganisasjon, prissettingsbyrå eller reguleringsmyndigheter, og disse representerer faktiske og regelmessige markedstransaksjoner foretatt på armlengdes avstand. Målsettingen er å bestemme den prisen instrumentet ville blitt omsatt for i en transaksjon på balanse dato i det mest fordelaktige aktive markedet hvor virksomheten har umiddelbar tilgang, eventuelle forskjeller i kredittrisiko hensyntatt. Det er presisert at hvis det foreligger offentliggjorte kursnoteringer i et aktivt marked, så er de den beste dokumentasjon av virkelig verdi, og skal benyttes til å måle den finansielle eiendelen eller forpliktelsen.

Dersom noterte priser ikke er tilgjengelige på verdsettelsestidspunktet, vil den siste transaksjonen som er foretatt være det beste beviset på virkelig verdi såfremt det ikke har skjedd vesentlige endringer i de økonomiske forholdene etter at transaksjonen ble foretatt. Dersom det kan påvises at den siste transaksjonsprisen ikke representerer virkelig verdi, skal prisen justeres for å ta hensyn til dette.

Faktaboks 8.2 Ikke-aktivt marked

Dersom markedet for et finansielt instrument ikke er aktivt, fastsettes den virkelige verdien ved hjelp av en verdsettingsmetode/-teknikk. Formålet med å benytte en verdsettingsmetode er å fastsette hva transaksjonskursen ville ha vært på måletidspunktet i et bytte på armlengdes avstand ut fra normale forretningsmessige vurderinger.

Standarden gir klare føringer på at det skal benyttes verdsettningsteknikker/-modeller som markedsaktører ville ha benyttet dersom de skulle verdsatt et tilsvarende instrument, og at det skal benyttes mest mulig markedsinformasjon ved verdsetting av instrumentet. Eksempelvis skal det ved prising av en renteswap benyttes markedsrenter dersom disse eksisterer, og ikke selskapets eget anslag for framtidig rente. Alle faktorer som deltakerne i markedet vil ta i sin betraktning ved prisfastsettelse bør benyttes.

Verdsettningsteknikker skal:

- Hensynta de vurderinger som markedsaktører vil gjøre når de setter en pris
- Være konsistent med aksepterte modeller for å prise finansielle instrumenter
- Være i samsvar med den dominerende prisingsmodellen i markedet
- Kan benytte siste omsetning mellom uavhengige parter i instrumentet som et utgangspunkt for å "modellere" virkelig verdi. Hvis markedsforholdene har endret seg må det justeres for dette.

8.3.2 Måling av virkelig verdi i illikvide markeder

Problemstillingen rundt prisusikkerhet og verdsettelse av finansielle instrumenter hvor det ikke var tilgjengelige markedspriser, ble på grunn av finansuroen aktualisert første gang ved regnskapsavleggelsen av SPU for 2007, jf. NBIMs årsrapport 2007, side 69.

NBIM håndterte dette gjennom å innhente priser fra flere ulike eksterne kilder og for enkelte posisjoner ble det innhentet megleranslag. I tillegg ble det utviklet et system for likviditetsfradrag hvor verdipapirene ble rangert i risikokategoriene 1-5. Avhengig av risikokategori fikk disse verdipapirene et likviditetsfradrag på 1-5 prosent per 31. desember 2007. Modellen har blitt videreutviklet i 2008 ved at nivåene for likviditetsfradraget ble økt opptil 15 prosent avhengig av instrumentgruppe. Disse prosentatsatsene anses som estimater. I henhold til bokføringsloven § 10 skal bokførte opplysninger dokumenteres. Dette

gjelder også ved bruk av estimater. I henhold til økonomireglementets bestemmelser punkt 4.4.4 skal bokførte opplysninger være dokumentert på en måte som gjør etterprøving og kontroll mulig.

For å komme fram til virkelig verdi hvor det er illikvide markeder, framgår det av notatet "Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active"²⁶, som er utgitt av IASB Expert Advisory Panel:

"Det er riktig å foreta justeringer bare i den grad de er konsistente med formålet om å måle til virkelig verdi. En justering er derimot ikke passende dersom det leder til at resultatet av verdimålingen har beveget seg bort fra formålet om virkelig verdi. Med andre ord skal det ikke foretas justeringer for å kunne være konservativ eller av forsiktighetshensyn."

Dette innebærer at prisjustering kan aksepteres i illikvide markeder for å komme fram til virkelig verdi. Prisjustering kan imidlertid ikke benyttes for å være ekstra konservativ i prisanslagene som følge av forsiktighetsprinsippet. Det vil da oppstå en konflikt mellom prinsippet om virkelig verdi og forsiktighetsprinsippet, og praksisen vil ikke være ensartet.

8.4 Valutakurseffekter

SPU er investert i internasjonale markeder og i fremmed valuta. I rapporteringen av resultatregnskapet er fondets resultat oppgitt før og etter valutakursreguleringer. Balansen er fordelt på de forskjellige valutaene i SPU's årsrapport for 2008, note 8 på side 78. Denne viser at investeringen i EUR og USD utgjorde henholdsvis 1 230 453 mill. kroner (ca. 40 prosent) og 991 410 mill. kroner (ca. 33 prosent) av totalbalansen på 3 048 517 mill. kroner. Til sammen utgjorde investeringene i disse to valutatypene ca. 73 prosent av totalbalansen per 31. desember 2008.

Ifølge Norges Bank er regnskapsresultatet og forvaltningsrapporteringen²⁷ av SPU sammenlignbare før valutakursreguleringer. NBIM opplyser at endringene i valutakursene påvirker resultatet. Beregning av valutakurselementet baseres på månedlig omregning til balansedagens

26) Selv om notatet ble utgitt i oktober 2008, representerer det ikke nye og endrede prinsipper for måling av finansielle instrumenter til virkelig verdi. Notatet klargjør verdsettingsprinsippene i IAS 39 i situasjoner hvor markeder blir inaktive.

27) SPU's markedsverdi for 2008 var oppgitt til 2 275 mrd. kroner.

kurs. Ved avkastningsmåling benyttes det en annen metode som gir andre størrelser enn det som legges til grunn i regnskapet. Per 31. desember 2008 viste regnskapet et resultat før valutakursreguleringer på -633 mrd. kroner. På grunn av svak kronekurs ga imidlertid valutakursregulering en positiv resultateffekt på 506 mrd. kroner slik at netto resultat utgjorde -127 mrd. kroner.

På grunn av stor volatilitet i valutakursene har denne reguleringen gitt større resultateffekt enn tidligere. I årsrapporten for 2008 er det oppgitt i prinsippnoten at periodens valutakursregulering *estimeres* basert på opprinnelig kostpris i valuta og endring i valutakurser mellom kjøpstidspunktet, eller forrige balansedag for finansielle instrumenter kjøpt i tidligere perioder, og balanse-dagen. Det vil si at valutakursreguleringer i resultatregnskapet er et estimat.

9 Vurderinger

Ved gjennomgangen av verdsettelsen og rapporteringen av SPU er det undersøkt hvilke pris-kilder som benyttes, hvilke verdsettelsesmetoder og -modeller som er lagt til grunn, rammeverket som er lagt til grunn, og om dette er i henhold til anerkjente internasjonale standarder og beste praksis. Gjennomgangen er avgrenset til å kartlegge og vurdere de overordnede rutiner og prosedyrer. Det er i begrenset utstrekning testet om rutinene blir etterlevd i praksis. Det er også foretatt en gjennomgang av utlånsaktiviteten (eksterne utlånsprogrammer) i NBIM som berører SPU.

9.1 Verdsettelse av fondet

Verdsettelse er av stor betydning for beregning av markedsverdien av fondet og avkastningen. I tillegg har det stor betydning for statsregnskapet da fondet er en integrert del av statsregnskapet og utgjorde ca. 70 prosent av statens balanse ved utgangen av 2008.

Det er utarbeidet rutiner og prosedyrer for verdsettelse av fondet. NBIM har formalisert verdsettelsesprosessen og utarbeidet verdsettelsespolicy som kom på plass først i oktober 2008. Verdsettelsespolicyen beskriver ansvar, roller og rutiner, og angir at dersom prishierarkiet ikke kan anvendes kan det foretas overstyring av priser. Det er fastsatt forskjellige prisleverandører for henholdsvis aksjer, renteinstrumenter og derivater. Det arbeides med å videreutvikle rutiner og prosedyrer, og dokumentasjonen var ikke ferdigstilt ved utgangen av 2008.

I forbindelse med verdsettelse av SPU innhenter NBIM prisinformasjon fra prisleverandører i henhold til det definerte prisingshierarkiet og laster informasjonen inn i sine databaser. Dataene danner grunnlag for rapportert markedsverdi i fondets kvartals- og årsrapporter. Regnskapsleverandører benytter egne pris-kilder i forbindelse med verdsettelsen og det foretas avstemming mot NBIMs databaser. Risk Management-avdelingen i NBIM har ansvaret for at prisene er korrekte og foretar eventuelt manuell verdsettelse eller overstyring av prisene ved behov.

JP Morgan er regnskapsleverandør for hele aksje-forvaltningen og samtlige eksterne forvaltere. JPM har i tillegg hovedansvar for utlån av verdipapirer, kontantsikkerhetsstillelser og reinvesteringer. De har egne rutiner for innlesing av priser og benytter derfor ikke NBIMs prisingshierarki. Videre legger de IFRS/IAS 39 til grunn ved prising, og finansielle eiendeler og forpliktelse bokføres til virkelig verdi, se punkt 4.3 og faktaboks 4.1. Det betyr at hele aksje-beholdningen og renteinstrumenter fra eksterne forvaltere regnskapsmessig er priset i henhold til IFRS. Citibank som er regnskapsfører for intern renteforvaltning får lest inn priser via NBIMs interne database for renteinstrumenter.

For å etablere ensartet praksis var det blant annet planlagt fra og med 4. kvartal 2008 å synkronisere prisingen som ble foretatt av Operations-avdelingen i NBIM og regnskapsleverandørene (JPM og Citi). Arbeidet med synkronisering var ikke ferdigstilt som forutsatt ved utgangen av 2008.

9.1.1 Aksjeinstrumenter

Finansdepartementet har fastsatt at FTSE All Cap skal være referanseindeks for SPUs aksjeportefølje fra og med 2008. Det framgår av St.meld. nr. 16 (2007-2008) at fondets referanseportefølje vil dekke 98,7 prosent av det samlede investeringsuniverset.

Verdsettelsespolicyen angir at beholdninger som består av referanseindeks skal verdsettes i henhold til prisen som anvendes av samme indekssleverandør. Siden referanseporteføljen for aksjer består av FTSE All Cap innebærer dette at verdsettelsen skal skje med priser levert av FTSE. Aksjer har fram til 3. kvartal 2008 vært priset av IDC som var prisleverandør nr. 1 i NBIMs internt definerte prishierarki. Fra 4. kvartal 2008 skulle FTSE overtatt denne rollen, men dette var ved utgangen av 4. kvartal 2008 ikke gjennomført.

Ifølge planen skulle JPM også implementere FTSE, men har problemer med å skreddersy

denne løsningen for NBIM. Så langt har JPM benyttet FT-Interactive Data og deres priser vurderes å representere virkelig verdi, da de innhenter sine priser fra de største børsene i verden. Markedspriser som innhentes fra børsene er det foretrukne i IFRS' verdsettingshierarki. I enkelte tilfeller kan det likevel ha oppstått inkonsistens mellom JPM og NBIMs priser. Dette skal imidlertid være dekket av Risk Managements gjennomgang av verdsettelsen, slik at SPU ikke ender opp med ulik prising mellom regnskapet og rapportert markedsverdi.

Per 31. desember 2008 var aksjeporteføljens markedsverdi oppgitt til 1 129 mrd. kroner og regnskapsmessig virkelig verdi i balansen var oppgitt til 1 127 mrd. kroner. Som følge av ekstremt volatile markeder og fall i verdens aksjemarkeder, opplevde SPUs aksjeportefølje stort verdifall og 595,3 mrd. kroner ble tapsført per 31. desember 2008. Dette kom av at verdipapirene var verdsatt til virkelig verdi og at markedskurser hovedsakelig ble lagt til grunn. NBIM foretok for første gang nedjusteringer av markedskurser på aksjesiden med ca. 183 mill. kroner. I forhold til totalporteføljen utgjorde dette en ubetydelig andel.

Tapet i aksjeforvaltningen besto av realiserte og urealiserte tap. Realiserte tap var på ca. 82 mrd. kroner ved utgangen av 2008. Urealiserte tap var på 545,2 mrd. kroner. Når det ses på resultatet av forvaltningen for hele 2008 har aksjeforvaltningen gitt det desidert største tapet i perioden.

Verdsettelse til virkelig verdi vurderes å være det mest korrekte prinsippet for måling av verdien, da prisutviklingen i markedet blir hensyntatt løpende. Dersom det må foretas salg ved et gitt tidspunkt er kurssvingningene allerede hensyntatt når verdiendringene har skjedd og ikke ved et eventuelt salg.

Riksrevisjonen vurderer verdsettelse av aksjeporteføljen å være i tråd med retningslinjenes punkt 4.1 hvor Finansdepartementet har lagt til grunn virkelig verdi. Riksrevisjonen har også vurdert verdsettelse opp mot den internasjonale standarden IAS 39 *Finansielle instrumenter – Innregning og måling* og beste praksis. Begge disse kriteriene ser ut til å være oppfylt for aksjeforvaltningen. Modellene og metodene som ligger til grunn for FTSE og JPMs prisingsrutiner er etter Riksrevisjonens oppfatning i tråd med det som kan karakteriseres som beste praksis.

Riksrevisjonen ser det videre som positivt at NBIM har besluttet å benytte samme priskilde som referanseindeksen. Det kan imidlertid stilles spørsmål ved om dette ikke burde vært gjennomført på et tidligere tidspunkt. Ifølge NBIM var det ikke mulig å håndtere dette tidligere på grunn av tjenesteleverandørens tekniske løsning.

9.1.2 Renteinstrumenter

Ved utgangen av 2008 var ca. 87 prosent av renteinstrumentene i internforvaltningen priset av Barclays Global Aggregate (BGA), tidligere Lehman Global Aggregate (LGA)²⁸. IDC som er nr. 2 i NBIMs prisingshierarki, har priset ca. syv prosent av internt forvaltede renteverdipapirer. For eksternforvaltning var ca. 30 prosent priset av Barclays og 39 prosent av IDC. I henhold til verdsettelsespolicyen er det vedtatt å benytte BGA som primær prisleverandør både for intern- og eksternforvaltning. Det framgår av NBIMs verdsettelsesnotat av 23. februar 2009 at JPM fortsatt ikke kan ta i bruk NBIMs prishierarki etter automatisert "waterfall" prisstruktur. Videre framgår det av samme dokument at Risk Management (RMG) foretok grundig analyse ved årsavslutning, og overstyrte priser i forhold til prishierarkiet for å sikre at verdsettelsen var til virkelig verdi og i henhold til verdsettelsespolicy. RMG overstyrte priser på en del renteverdipapirer hvor prisene ble endret fra IDC til en annen priskilde. JPM får instruksjon fra NBIM om hvilken manuell priskilde som skal anvendes dersom det er usikkerhet knyttet til prising.

På linje med resten av markedet opplevde også NBIM store utfordringer med å fastsette virkelig verdi for enkelte strukturerte renteinstrumenter i SPUs portefølje (Asset Backed Securities og Mortgage Backed Securities) i kjølvannet av finanskrisen. På grunn av markedssituasjonen forsvant likviditeten for slike verdipapirer og førte til betydelig usikkerhet ved verdsettelsen. NBIM innhentet blant annet priser fra ulike priskilder og megleranslag og sammenlignet disse. I prosessen var RMG sentral i verdsettelsen av denne typen verdipapirer. Hver måned foretas det en verdsettelse av hele porteføljen og det utarbeides en egen verdsettelsesrapport.

I forbindelse med NBIMs prosjekt "Uavhengig verddivurdering" ble det utviklet en enkel modell internt i NBIM, hvor det ble definert et likviditetsfradrag på 1-15 prosent for strukturerte

28) I forbindelse med at Lehman gikk konkurs i september 2008, har Barclays Bank overtatt Lehman Global Aggregate (LGA) og videreført LGA.

renteverdipapirer i henhold til en risikoklassifisering. Selve modellen og kategoriseringen av likviditetsfradraget synes å være i tråd med IFRS-krav om bruk av verdsettelsesteknikker i illikvide markeder, men det stilles spørsmål ved størrelsen på de konkrete likviditetsfradragene og forutsetningene bak disse som NBIM har lagt til grunn. Etter det Riksrevisjonen kan se er fradragene basert på beste skjønn og må karakteriseres som estimater. Likviditetsfradragene er til en viss grad beskrevet i forbindelse med utviklingen av modellen i 2007, og er videreutviklet en del i 2008. Vurderingene framgår av verdsettelsesnotatet hvor verdiene er nedjustert per 31. desember 2008. Forutsetningene som ligger til grunn for de enkelte satsene for likviditetsfradraget er derimot ikke dokumentert tilstrekkelig etter Riksrevisjonens vurdering.

Interne og eksterne renteforvaltere har benyttet BGA som primær prisleverandør, men for strukturerte verdipapirer benyttet eksterne forvaltere flere andre priskilder enn det som var definert for internforvaltningen. Rutinene for prising fra sekundær- og instrumentspesifikk prisleverandør har vært ulike fram til 3. kvartal 2008. Regnskapsmessig har det også vært noe uensartet behandling av internt og eksternt forvaltede renteinstrumenter. JPM har ansvar for regnskapsføring av eksterne forvaltere og benytter egne priskilder til disse, mens Citi har ansvar for regnskapsføring av internt forvaltede renteinstrumenter som får innlest prisene fra NBIMs database.

Som en oppfølging av prosjektet "Uavhengig verdivurdering" igangsatte NBIM oppfølgingsprosjektet NAVIS, jf. omtale i punkt 5.4.3. Gjennom NAVIS-prosjektet har NBIM blant annet arbeidet videre for at det skal være konsistens med hensyn til prising av internt og eksternt forvaltede verdipapirer. I prinsippet skal det gjelde en pris for samme verdipapir uavhengig av regnskapsfører eller NBIMs interne rutiner. Vi forstår det slik at det ikke alltid har vært konsistens med hensyn til prising av et verdipapir, og at samme verdipapir kan ha vært priset ulikt avhengig av om det har vært internt eller eksternt forvaltet. Ved årsavslutningen for 2008 har revisjonen testet om det er benyttet samme pris for samme verdipapir uavhengig av om det er internt eller eksternt forvaltet. Pristestene har ikke avdekket noen vesentlige avvik.

NBIMs internforvaltning forestår også utlån og innlån av verdipapirer (gjenkjøps-/ gjensalgsvtaler/repo). Utlån knyttet til gjensalgsvtaler

utgjorde 160 mrd. kroner og innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler utgjorde 514 mrd. kroner (gjeldssiden i balansen) per 31. desember 2008. Verdsettelsen av disse utlånene og innlånene knyttet til gjensalg- og gjenkjøpsavtaler foregår ved å ta utgangspunkt i oppgjørsdato samt nediskontere med renter fra pengemarkedet (LIBOR).

Ifølge resultatregnskapet per 31. desember 2008 hadde renteforvaltningen et urealisert tap på 48,7 mrd. kroner og et realisert tap på 14,7 mrd. kroner.²⁹ Herav utgjorde nedjusteringen (likviditetsfradraget) av markedsverdien foretatt av NBIM 2,5 mrd. kroner. Markedsverdi av SPU's renteinvesteringer var oppgitt til 1 146 mrd. kroner, og virkelig verdi av obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer var oppgitt i balansen til totalt 1 612 mrd. kroner ved utgangen av 2008. Av dette var 712 mrd. kroner (ca. 44 prosent) verdsatt basert på observerbare markedspriser i aktive markeder.

Selskapsobligasjoner, obligasjoner med fortrinnsrett og en del statsgaranterte og statsrelaterte obligasjoner var priset i henhold til kategorien "modeller med observerbare datapunkter". Det ble benyttet priser hvor det nylig hadde vært foretatt markedstransaksjoner. Dvs. at markedet for disse betegnes som ikke-aktivt og prisingen i hovedsak foregikk ved å benytte priskilder i henhold til NBIMs internt definerte prishierarki. For 2008 utgjorde disse 826,5 mrd. kroner.³⁰ For i overkant av 50 prosent av beholdningen av renteverdipapirer forelå det med andre ord ikke observerbare markedspriser fra aktivt marked.

Renteverdipapirer for 73,5 mrd. kroner ble kategorisert som "modellpriset med større usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi". I forbindelse med prising av disse benyttet NBIM en internt utviklet likviditetsfradragmodell.

I forbindelse med verdsettelse av renteinstrumenter har NBIM fortsatt utfordringer og det gjenstår noe arbeid. Prosessen med verdsettelse av renteinstrumenter vurderes ikke å være på beste praksis-nivå ennå, blant annet på grunn av følgende:

- 1 Ved prisusikkerhet i renteinstrumenter benyttes det en enkel egenutviklet modell som foretar et sjablonmessig likviditetsfradrag.

29) Jf. SPU's årsrapport for 2008, note 1.

30) Jf. SPU's årsrapport 2008, note 9, side 81.

- 2 Rutinene for prising av internt og eksternt forvaltede verdipapirer var noe ulike fram til 2008 da det forekom at samme verdipapir ble priset av ulike priskilder.
- 3 Det har forekommet uensartet prising av samme instrument avhengig av om det har vært internt eller eksternt forvaltet. Eksempelvis kan det nevnes at prising av gjenkjøps-/gjensalgavtaler/repo fremdeles håndteres ulikt for internforvaltning og det som er under eksterne agents administrasjon (eksterne utlånsprogrammer).

For øvrig ser Riksrevisjonen på det som positivt at det skal innføres en ensartet praksis og at det skal benyttes tilnærmet samme priskilde for renteinstrumenter som for referanseporteføljen. NBIM opplyser imidlertid at Barclays Global Aggregate er noe ulik SPUs referanseindeks. De verdsettelsesmetoder og -modeller som benyttes av Barclays Global Aggregate anses å være i tråd med beste praksis.

Amerikanske panteobligasjoner

NBIM oppgir amerikanske panteobligasjoner som hovedårsak til tap i renteforvaltningen.³¹ Det opplyses blant annet at de eksterne mandatene hadde betydelig eksponering mot panteobligasjoner i kategorien non-agency MBS. Fondets faktiske portefølje av amerikanske panteobligasjoner lå tett opp mot sammensetningen av markedet for slike obligasjoner i USA. Avviket mellom porteføljens eksponeringer og referanseporteføljens eksponeringer var betydelig. Forventningene til tap i panteobligasjonenes underliggende lån har siden 2007 økt kraftig, og for flere av obligasjonene ble det priset inn tap i obligasjoner opp til høyeste kredittkvalitet (AAA-aaa). Fondets portefølje av non-agency MBS med høyeste kredittvurdering opplevde et betydelig verdifall som følge av dette.

I tillegg opplyses det at flertallet av de eksterne mandatene hadde belånt porteføljen slik at total eksponering mot panteobligasjoner var langt høyere enn allokert kapital. Disse investeringene bidro med om lag 40 prosent av renteforvaltningens negative resultat i 2008. NBIM oppsummerer dette slik i årsrapporten side 29: "Store posisjoner som ble bygget opp i en situasjon der premien på likviditet og kreditt var lav, viste seg å falle samtidig i verdi når markedet ble drevet av store skift i verdsettingen av disse risikofaktorene." NBIM opplyser videre at mangel på likviditet i

markedet har begrenset mulighetene til å redusere eksponeringen mot disse panteobligasjonene, og at fondet derfor fortsatt er utsatt for svingninger i markedet.

I forbindelse med implementering av finansielle instrumenter har Norges Bank en godkjenningrutine hvor ulike risikomomenter blir gjennomgått og operasjonell risiko blir kartlagt. Ett av punktene under denne gjennomgangen er å kartlegge kompetanse. NBIMs ledelse bekreftet i godkjenning dokumentet³² blant annet at kapitalforvaltningsavdelingen hadde kompetanse til å ta i bruk amerikanske panteobligasjoner da disse ble godkjent i 2002. Riksrevisjonen stilte spørsmål til Norges Bank i brev av 26. mars 2009 om hvordan intern kompetanse sikres i forhold til finansielle instrumenter som tas i bruk av eksterne forvaltere. I svarbrevet av 17. april 2009 svarte NBIM at kompetansen på denne typen forvaltning var svært spesialisert og spesifikk for det amerikanske markedet, og de valgte derfor utelukkende å benytte eksterne ekspertise for å gjennomføre forvaltningen.

Riksrevisjonen vurderer det slik at ved igangsettingen av instrumentet var det trolig nødvendig å ta i bruk eksterne ekspertise, men stiller spørsmål ved hvorfor NBIM ikke valgte å bygge opp intern kompetanse på dette området før i 2007. Praksisen med å utelukkende basere seg på eksterne ekspertise for en så lang periode er etter Riksrevisjonens vurdering uheldig, og da spesielt for de instrumenter som er forbundet med større risiko, slik som amerikanske non-agency MBS. NBIM opplyser at de har igangsatt en rekke tiltak og at det i sum sikrer at NBIM har gjennomgående kompetanse på alle instrumenter som forvaltes av eksterne forvaltere.

Riksrevisjonens gjennomgang viser også at under NBIMs kartlegging av operasjonell risiko, var det klart at Norges Banks risikomålingssystem ikke hadde funksjonalitet til å måle risikoen for dette instrumentet. Risikomålingene har blitt gjort gjennom tilnærminger for andre tilsvarende instrumenter. Norges Bank hadde heller ikke funksjonalitet i renteporteføljesystemet til å kunne håndtere denne typen instrumenter før i 2007.

Ifølge de opplysningene Riksrevisjonen har mottatt, var totalt investert kapital ved inngangen av 2008 ca. 120 mrd. kroner, hvorav 50 mrd. var

31) Jf. SPUs årsrapport for 2008, side 38-39.

32) Dokumentet "New Instrument Approval for Collateralized Mortgage Obligations" (2002)

belånt. NBIM opplyser at belåningen ble fjernet i løpet av 2008 gjennom tilførsel av kapital. Riksrevisjonen har foretatt en gjennomgang av avtaler for tre av forvalterne som ble oppsagt. Avtalene viser at mandatene hadde tillatelse til å ha implisitt belåning (leverage) for å kunne oppnå meravkastning, og rammene varierte. Som eksempel kan nevnes at det ene mandatet ikke hadde noen begrensning, en annen hadde en ramme på belåning inntil 15 ganger av porteføljens markedsverdi og en tredje hadde en ramme på fire ganger av porteføljens markedsverdi. Riksrevisjonen har i denne forbindelse også foretatt en gjennomgang av en ny forvaltningsavtale fra 2008 med en sentral ekstern forvalter. I henhold til avtalen hadde forvalteren anledning til å foreta belåning på opptil 130 prosent av porteføljens markedsverdi. NBIM opplyser at dette ble trukket tilbake 30. mars 2009.

Riksrevisjonen finner det uheldig at NBIM utelukkende baserte seg på eksterne forvaltere i perioden 2002–2008 for forvaltning av non-agency MBS, og ikke hadde bygget opp tilstrekkelig kompetanse internt i organisasjonen. Praksisen med den varierende grad av belåning og Norges Banks oppfølging av disse forvalterne, har etter Riksrevisjonens vurdering vært mangelfull. Riksrevisjonen kan heller ikke finne noen direkte adgang til belåning i SPUs rammeverk og stiller således spørsmål ved Finansdepartementets styring og kontroll i denne sammenheng. Norges Banks praksis på dette området til og med 2008 kan ikke sies å ha oppfylt beste praksis-kriteriet.

9.1.3 Derivater

SPU har hatt størst eksponering i rentebytteavtaler, deretter i kredittbytteavtaler og opsjoner og børsnoterte futures-kontrakter. De aller fleste av disse er OTC-derivater og prisene er som regel ikke tilgjengelige fra en børs eller offentlig markeds plass. For å kunne fastsette virkelig verdi på disse har NBIM benyttet flere priskilder, blant annet Lehman, Markit og Bloomberg. Før Lehman gikk konkurs ble de benyttet som primær prisleverandør for eksterne forvaltere og som administrator for NBIMs OTC-derivater. Markit og Bloomberg var hovedsakelig benyttet til prising av derivater for den interne forvaltningen.

Fram til 3. kvartal 2008 var det ulik praksis med hensyn til anvendte priskilder. I realiteten kunne samme type kontrakt bli priset ulikt for intern- og eksternforvaltning. NBIM hadde planlagt å skifte ut Lehman med Markit som prisleverandør før

Lehman gikk konkurs. Prosessen med å implementere Markit måtte imidlertid framskyndes. I denne forbindelse ble 4 300 av 4 700 kontrakter priset av Markit ved utgangen av 3. kvartal 2008, og 400 kontrakter ble priset av eksterne forvaltere. JPM overtok rollen som OTC-administrator. Fram til 3. kvartal 2008 benyttet noen eksterne forvaltere egne priskilder for prising av derivater, og av den grunn var det ulik praksis med hensyn til anvendelse av prisingshierarkiet mellom intern- og eksternforvaltning. Fra og med 4. kvartal 2008 er det benyttet felles prishierarki for interne og eksterne forvaltere, og regnskapsleverandører må anvende samme prisingshierarki for OTC-derivater.

Ved utgangen av 2008 hadde rentebytteavtaler størst negativ verdiutvikling. Netto virkelig verdi for rentebytteavtaler utgjorde -33,3 mrd. kroner. NBIM har opplyst i årsrapporten for 2008 at SPU hadde store posisjoner i rentebytteavtaler ved inngangen av 2008 og forklarer den negative verdiutviklingen slik:

"Vi hadde i stor grad en struktur der vi byttet kontantstrømmer mellom statspapirer og andre obligasjoner med meget høy kredittvurdering. Slike posisjoner vil gi en løpende gevinst under normale markedsforhold. I 2008 steg kreditt- og likviditetspremiene langt mer enn hva som var priset inn i rentebytteavtalene. I denne situasjonen gav disse strategiene betydelig mindrevkastning. Samlet sett utgjorde disse strategiene om lag 10 prosent av tapene i renteforvaltningen. Denne forvaltningsstrategien ble avvirket i 2008."

Selv om denne typen forvaltningsstrategi ble avvirket i 2008, synes det for Riksrevisjonen som at avvirkningen av strategien vil gjelde for avtaler som inngås fram i tid. For de allerede inngåtte avtalene kan verdien bli påvirket både i positiv og negativ retning framover.

Riksrevisjonen har gjennomgått prismodeller som Markit legger til grunn ved verdsettelse av OTC-derivater for SPU. Selve modellene synes å være i tråd med beste praksis og modellene benyttes av internasjonale finansinstitusjoner. Det avgjørende er likevel ikke hvor god en modell er, men hvor gode de underliggende parameterne som er benyttet i modellen er, for eksempel hvilken rentesats/-type som blir lagt til grunn ved neddiskontering av kontantstrømmer. Riksrevisjonen har imidlertid ikke foretatt test av modellene i praksis hos NBIM og hvordan de

ulike kontrakter har vært priset. Pristester av Markits modeller har vært utført av ekstern revisor per 30. september 2008. Det framkom ingen vesentlige funn som følge av pristestene, hvilket viser at modellene ser ut til å fungere tilfredsstillende. Riksrevisjonen bygger på deres arbeid i denne sammenheng.

9.2 Utlån av verdipapirer

Utlån av verdipapirer er en normal aktivitet hos store porteføljeforvaltere og kan være en viktig kilde for å oppnå meravkastning i porteføljen. SPU er en stor forvalter av verdipapirer i internasjonal sammenheng og har et langsiktig perspektiv. Da fondet i stor grad følger fastsatt referanseindeks medfører det at fondet til enhver tid har en "stamme" av verdipapirer av mer "passiv" karakter. Fondets størrelse, dets lange tidshorison og investeringenes passive karakter, gjør fondet attraktivt som utlåner. Det kan derfor være hensiktsmessig å generere merinntekt på verdipapirene i SPUs portefølje i form av verdipapirutlån.

I tillegg til å kunne oppnå meravkastning begrunner NBIM utlån av verdipapirer med at:

"Et velfungerende repomarked er en nødvendig betingelse for et likvid rentemarked. Som stor eier er det av interesse for NBIM å delta i repomarkedet ved å låne ut sine beholdninger av papirer da dette vil bidra til et mer velfungerende marked, samt gi bedre priser når NBIM selv skal kjøpe eller selge papirer."

Denne type motiv omtales gjerne som markedspleie.

Utlånsvirksomheten til NBIM kan forstås som en lavmarginforretning. Det vil si at de honorarer som genereres bidrar til avkastningen i noen grad, men kan på forventet basis ikke sies å være dominerende i totalavkastningsbildet for SPU. Imidlertid er det her snakk om meget store beløp, så i nominelle termer kan dette gi relativt store beløp som tilleggsavkastning til SPUs portefølje.

9.2.1 Sikkerhet

Det kan argumenteres med at aktiviteten har relativt lav risiko. Imidlertid vil en slik konklusjon avhenge av at den sikkerhetspakken som ytes som sikkerhet for de utlånte verdipapirer eliminerer den motpartsrisiko som ligger implisitt

i kontrakter med ulike aktører i verdipapirutlånsvirksomheten. På den annen side kan det tas motpartsrisiko og få betalt for dette. I et slikt tilfelle vil utlånsvirksomheten gi en tilleggsrisiko, via en gearingeffekt/leverage, utover det som ligger i den ordinære porteføljen. For å forstå risiko og avkastningsbildet på denne virksomheten fant Riksrevisjonen det hensiktsmessig å vurdere kvaliteten på de sikkerhetspakkene som omfattes av ordningen.

Ved utlån mottas aksjer, renteinstrumenter og kontanter som sikkerhetsstillelse. Det er satt krav til hvilke aksjer og obligasjoner som kan mottas. Videre kreves det en ekstra margin (haircut) på sikkerhetsstillelsen. Agenter/NBIM foretar daglig en vurdering av om sikkerhetsstillelsen er tilfredsstillende. Dersom denne anses for å være lav blir det kalt inn tilleggsikkerhet. Som en ytterligere forsikring har agentene påtatt seg et visst ansvar overfor NBIM dersom låntaker ikke kan gjøre opp for seg.

Slik Riksrevisjonen forstår det vil de mottatte obligasjoner med god kredittkvalitet gi en tilfredsstillende sikkerhet for fondet. For aksjer har NBIM ikke samme vilkår om å bli holdt skadesløs av agenten, JPM, i de tilfeller det er en underdekning etter realiseringer av sikkerhetspakken dersom en motpart kommer i en misligholdssituasjon. Ved aksjeutlån vil det derfor genereres motpartsrisiko hvis verdien av de utlånte aksjer overstiger verdien av sikkerhetspakken som består av mottatte aksjer. Risikoen i programmet vil avhenge av NBIM og JPMs evne til å vedlikeholde sikkerhetspakken i form av aksjer (i forhold til verdien av de utlånte verdipapirer), og samvariasjonen mellom kreditttrisikoen til de som låner verdipapirene og sikkerhetspakken. Ved utgangen av 2008 hadde NBIM mottatt sikkerhet i form av aksjer i SPUs portefølje for 138 mrd. kroner. Dette innebærer at JPM ikke holder NBIM, og dermed SPU, skadesløs for denne delen av sikkerhetsstillelsen dersom det oppstår en misligholdssituasjon.

I tillegg til risiko knyttet til sikkerhetsstillelsen er det knyttet motpartsrisiko til agentene som NBIM benytter. JPM, State Street Bank og Dresdner/Commerzbank er hovedagenter for NBIMs utlånsvirksomhet. SPUs midler skal holdes adskilt som klientmidler hos disse agentene, og skal per definisjon være trygge selv om agentene eventuelt skulle komme i en default situasjon.

9.2.2 Kontantsikkerhetsstillelser og reinvesteringer i STBF

Det har i ettertid vist seg at plasseringene av kontantsikkerhetsstillelser i STBF (en form for konstruksjon av fond i fond) har påført SPU tap. NBIM har hatt eksponering i strukturerte renteverdipapirer (Asset Backed Securities, Mortgage Backed Securities og Structured Investment Vehicles) i denne porteføljen. Disse produktene representerer høyere risiko enn tradisjonelle obligasjoner som kan relateres direkte til en utsteder. På grunn av problemer med omsetningen av disse instrumentene ble STBF frosset i august 2007. Som et alternativ til salg til lave verdier besluttet NBIM å beholde instrumentene til forfall. Det har vært tap på enkelte instrumenter, og det ble tapsført totalt 8,7 mrd. kroner som følge av investeringer i STBF i 2007 og 2008.

Når NBIM låner ut et verdipapir og mottar sikkerhet for dette, skal verdipapiret leveres tilbake på et gitt tidspunkt i den stand det ble lånt ut. På samme tidspunkt må NBIM levere tilbake kontanter de har fått stilt som sikkerhet, med tillegg av en påløpt rente som for eksempel kan være Fed Funds Flat. Det er derfor partenes ansvar i utlånsperioden å ta vare på de aktiva som er utvekslet. For SPUs vedkommende vil det i dette tilfellet være å generere en avkastning på mottatte aktiva som minst tilsvarende den kostnad de har på midlene (Fed Funds Flat eller EONIA).

Enhver konvertering av disse kontantene til en annen type risiko³³, medfører at man påtar seg aktiv risiko. Dette fordi kontantdepotet skal returneres uten forringelse og med påløpte renter når låneavtalen med motpart opphører. Når midlene brukes på et fond med risiko medfører det at tap som oppstår er NBIMs ansvar. Etter Riksrevisjonens oppfatning innebærer konstruksjonen med STBF og verdipapirutlån at man finansierer seg på Fed Funds Flat og plasserer det lånte beløpet i en portefølje (STBF), som har en risiko som er større enn det som normalt korresponderer med renten som kreves på sikkerhetsstillelsen. Aggregert får man da, i tillegg til den markedsrisiko som fremdeles er på SPU i forbindelse med de utlånte obligasjoner, en tilleggsrisiko i form av den risiko som er i STBF.

Riksrevisjonen vurderer at effekten av å konvertere kontanter inn i STBF, er at det oppstår en

gearingeffekt/leverage hvor det tas kredittrisiko utover den markedsrisiko og eventuell kreditt-risiko som allerede er tatt på de obligasjoner som er lånt ut. Riksrevisjonen vurderer det slik at det samme kan oppnås, med samme type risiko, ved å foreta en ordinær opplåning i SPUs balanse, på dertil gode betingelser og plassere provenyet i en portefølje av verdipapirer lik den som innehas av STBF.

I brev av 8. desember 2008 og 23. januar 2009 stilte Riksrevisjonen spørsmål til Finansdepartementet om hvilket regelverk som skal legges til grunn i forbindelse med utlån av verdipapirer. Departementet svarte i brev av 13. februar 2009 følgende om reinvesteringer av kontantsikkerhetsstillelser:

"Når Norges Bank reinvesterer mottatt kontantsikkerhet i eget navn, kan dette betraktes som en investering som er 100 prosent lånefinansiert. Både de implisitte opptak av lån ("leverage") og investeringsbeslutningen må behandles som ordinære transaksjoner i henhold til reglene for de relevante hovedrisikogrupperne og de etiske retningslinjene."

Slik Riksrevisjonen forstår det har STBF ikke blitt inkludert i beregningen av relativ volatilitet fram til 3. kvartal 2008, jf. forskrift om SPU § 5 som gir føringer om forventet relativ volatilitet. Ved at STBF ble inkludert i beregningen av forventet relativ volatilitet fra 4. kvartal 2008 vil dette gi et riktigere bilde da Riksrevisjonen oppfatter investeringen i STBF som en komponent med hensyn til risiko og avkastning på lik linje med andre aktiva. Det antas derfor at rapportering av forventet relativ volatilitet har vært noe underrapportert fram til 3. kvartal 2008 på grunn av utelatelse av STBF.

9.2.3 Andre forhold

Generelt benytter ikke NBIM samme prisingshierarki når det gjelder prising av aksjer og renteverdipapirer som er mottatt som sikkerhet for utlånte verdipapirer og reinvesteringer, som for de ordinære porteføljer. Det er ulik praksis for samme type instrument avhengig av hvilken kategori det befinner seg i, og om det er på eller utenfor balansen. Aksje- og renteverdipapirer i forbindelse med utlån, sikkerhet og reinvesteringer blir priset av agentene generelt, mens NBIM ved Risk Management verdsetter STBF.

Når verdipapirer blir utlånt har NBIM juridisk sett overført aksjer og rentebærende verdipapirer

33) Med annen type risiko menes investeringer som ikke kan sies å være risikomessig ekvivalent med Fed Funds Flat eller papirer som genererer en avkastning lik EONIA.

til låntaker. Riksrevisjonen stiller derfor spørsmål ved om ikke den faktiske sammensetningen burde reflekteres ved beregning og rapportering av vektene for aksje- og renteporteføljen. Vektenes sammensetning endres spesielt på grunn av reinvesteringer som foretas. Når NBIM mottar sikkerhet i form av verdipapirer er det ikke nødvendigvis et en-til-en forhold på henholdsvis rente og aksjeporteføljen. Det ser ut til at renteandelen øker som følge av utlån av verdipapirer. Ved utgangen av 2008 var det lånt ut aksjeverdipapirer for 182,6 mrd. kroner og det var mottatt aksjer som sikkerhet for 137,6 mrd. kroner. Det vil si at ca. 45 mrd. kroner som var mottatt som kontantsikkerhet for aksjeutlån var plassert i renteinstrumenter per 31. desember 2008. Etter Riksrevisjonens beregning vil aksjevekten utgjøre 47,6³⁴ prosent og ikke 49,6 prosent som det er opplyst om i årsrapporten for 2008. De strategiske vektene er definert i SPU's retningslinjer punkt 1.1 til å være 60/40 for egenkapital- og renteinstrumenter.

Riksrevisjonen har stilt spørsmål ved om utlån av verdipapirer hensyntas ved beregning av aksje- og rentevekter. NBIM har opplyst at utlån av verdipapirer og reinvesteringer ikke hensyntas ved beregning av aksje- og rentevekter da NBIM definerer slike aktiviteter til å ligge utenfor selve allokeringen av kapital mellom aksjer og renter. Finansdepartementet har i brev av 13. februar 2009 til Riksrevisjonen opplyst at reinvesteringene burde ha vært hensyntatt ved beregning av aksje-/rentevekter og land-/sektorvekter.

Videre har Riksrevisjonen oppfattet det slik at aksjer som mottas som sikkerhet faller utenfor Etikkrådets overvåkning, og ikke blir vurdert løpende av Etikkrådet på lik linje med aksjer som er i SPU's portefølje og offisielle aksjeholdning. De mottatte verdipapirer holdes dessuten utenfor SPU's balanse og blir derfor ikke offentliggjort sammen med SPU's øvrige aksjeholdning.

Når det gjelder internt utarbeidet dokumentasjon i NBIM har Riksrevisjonen mottatt rutiner for utlån av aksjer som beskriver Agency Lending, Exclusive Lending og Synthetic Lending. Dokumentasjonen beskriver i korte trekk hvem som er ansvarlig i NBIM, hvilke dokumenter som gjelder, og hvor de finnes m.m. Dokumentet framstår som en ren beskrivelse av rutiner og er ingen overordnet instruks eller mandat. Riksrevisjonen har ikke mottatt tilsvarende

dokumentasjon for utlån av verdipapirer for renteforvaltningen.

Det konstateres at Norges Bank/NBIM til og med 2008 ikke hadde skriftlige interne overordnede retningslinjer som formaliserte prosedyrer, rutiner og mandater på linje med NBIMs verdsettelsespolicy. NBIM har i brev av 17. mars 2009 opplyst Riksrevisjonen at en tilsvarende rutinebeskrivelse ble etablert i 1. kvartal 2009 i form av "Security Lending Policy". Etter Riksrevisjonens vurdering har regelverket og retningslinjer fra Finansdepartementets side vært fraværende på dette området til og med 2008. Det kan stilles spørsmål ved om Finansdepartementet har hatt en nødvendig aktiv holdning til utlånsvirksomheten med SPU's verdipapirer.

Slik Riksrevisjonen ser det, framstår manglende retningslinjer fra Finansdepartementet som en svakhet i grunnlaget for den forvaltning som foretas av SPU. Riksrevisjonen viser til at utlån av verdipapirer er et vesentlig område i forvaltningen av SPU. For 2007 utgjorde denne virksomheten 516 mrd. kroner (ca. 25 prosent) av fondets verdipapirer, og for 2008 beløp utlån av verdipapirer seg til 374 mrd. kroner (ca. 16 prosent av fondets kapital).

Det vises også til Finansdepartementets brev av 13. februar 2009 til Riksrevisjonen hvor departementet blant annet uttaler at: "Når Norges Bank reinvesterer kontantsikkerhet i eget navn, kan dette betraktes som en investering som er 100 prosent lånefinansiert. Både det implisitte opptak av lån ("leverage") og investeringsbeslutningen må behandles som ordinære transaksjoner i henhold til reglene for de relevante hovedrisikogrupperne og de etiske retningslinjene".

9.3 Vurdering av regnskapsprinsipper

Som det framgår av kapittel 8 er det benyttet samme regnskapsregelverk og -prinsipper for SPU som for Norges Banks regnskap i perioden 1998-2008. Dette innebærer at norsk regnskapslovgivning og god regnskapsskikk benyttes med unntak i hovedsak begrunnet ut fra sentralbankspesifikke forhold. Det er ikke presisert nærmere hvilke sentralbankspesifikke forhold som tilsier at det er behov for å fravike norsk regnskapslovgivning og god regnskapsskikk.

Av NBIMs verdsettelsespolicy (fra oktober 2008) framgår det at Norges Banks

34) Beregningen av aksjevekten er basert på tallene i årsrapporten for 2008.

regnskapsprinsipper skal gjelde for NBIM, og at norsk regnskapslov og IFRS vil bli hensyntatt så langt det passer. Verdsettelsesprinsippet er også angitt, og fastslår at enhver eiendel eller forpliktelse skal verdsettes til virkelig verdi (fair value) på måletidspunktet.

I 1998 var det sannsynligvis hensiktsmessig for SPU å følge Norges Banks regnskapsprinsipper siden det var et lite fond. Som følge av fondets størrelse og kompleksitet er Riksrevisjonen av den oppfatning at fondet nå bør behandles uavhengig av beskrankninger knyttet til sentralbankens regnskapsavleggelse. Riksrevisjonen stiller derfor spørsmål ved om regnskapsprinsipper som fastsettes og benyttes for Norges Bank også bør benyttes og legges til grunn i rapporteringen av forvaltningen av SPU, se omtale under punkt 9.3.4. Netto presentasjon av finansielle derivater eller nettoføring av uoppgjorte handler i balansen er forhold Riksrevisjonen ikke kan se er begrunnet ut fra sentralbankspesifikke forhold. Se egen omtale i denne rapportens punkt 9.3.2.

Fram til 2006 var noteverket fraværende ved regnskapsrapportering av SPU. Riksrevisjonen kan heller ikke se at dette er begrunnet ut fra sentralbankspesifikke forhold. Fra og med 2007 har det kommet på plass en del noter, men noteopplysninger vurderes fortsatt ikke å være helt på høyde med beste praksis-nivå, se omtale av noter under punkt 9.3.3.

Fram til 2006 ble regnskapsprinsippene behandlet og vedtatt sammen med fastsettelse av årsregnskapet. Dette indikerer at det har vært manglende formalisering med hensyn til fastsettelse av regnskapsprinsipper fram til 2006. Det stilles derfor spørsmål ved om denne framgangsmåten er i henhold til anerkjente internasjonale standarder og beste praksis. Regnskapsprinsippene for Norges Bank ble formalisert av representantskapet 13. desember 2007, og disse gjelder også for SPU.

9.3.1 Virkelig verdi

Riksrevisjonen har lagt IFRS/IAS standardene og god regnskapsskikk til grunn i forbindelse med Riksrevisjonens vurdering av virkelig verdi som regnskapsprinsipp. Dette er i tråd med de krav Finansdepartementet har satt i retningslinjene om at verddivurdering skal følge internasjonale standarder og metoder, og at metoden for å fastsette verdien med rimelig sikkerhet skal representere den virkelige verdien av fondets eiendeler på måletidspunktet. IFRS er et internasjonalt

rammeverk og regnskapsspråk som gjelder innen EU og for norske børsnoterte foretak. Verdsettelse til virkelig verdi har vært gjeldende prinsipp for Norges Bank siden 1999, og har også vært lagt til grunn ved verdsettelse av SPU. Bruken av dette er i tråd med både norsk regnskapslovgivning, internasjonal praksis og internasjonalt regelverk.

Virkelig verdi er den prisen som en transaksjon i instrumentet ville blitt gjennomført til på måletidspunktet. Verdiendringene knyttet til disse instrumentene skal enten resultatføres eller føres direkte mot egenkapitalen. Måling til virkelig verdi har vist seg å være spesielt utfordrende når markedene er illikvide eller turbulente, hovedsakelig på grunn av at usikkerheten øker betydelig. Når risikoen i markedet øker, øker risikopremien mv. og den virkelige verdien reduseres. Usikkerheten går ut på om prisen faktisk representerer virkelig verdi eller ikke. Dette bidrar til å redusere påliteligheten av regnskapene.

NBIMs aksjeportefølje blir verdsatt av JPM i forbindelse med regnskapsavleggelsen. JPM benytter priser fra FTID og Bloomberg. JPM legger til grunn IFRS-regelverk og IAS 39 ved verdsettelsen, og hensyntar virkelig verdi og observerbare markedspriser. Når det gjelder renteforvaltningen blir prisene overført til Citibank fra NBIM. I den forbindelse anvendes NBIMs prishierarki.

Riksrevisjonen har foretatt en begrenset substans-test ved å sammenligne prisene fra JPM og Citibanks filer. Testen viste ingen avvik i priser mellom disse selv om prisene har blitt innlest via forskjellige kanaler. Ut fra dette, og den pristen som ble utført som en del av ordinær regnskapsrevisjon i forbindelse med årsavslutningen for 2008, kan Riksrevisjonen på et overordnet nivå utlede at rutiner for verdsettelse av verdipapirer synes å fungere tilfredsstillende.

Måling av virkelig verdi i illikvide markeder

For å imøtekomme prisusikkerheten i finansielle instrumenter og da spesielt for renteinstrumenter, har NBIM foretatt en gjennomgang av sine verdipapirer og rangert disse i ulike risikokategorier. Videre har det blitt utviklet en modell som nedjusterer verdien med 1-15 prosent avhengig av risikokategorien. Prisnedjusteringen eller likviditetsfradraget er gjort etter at det har vært innhentet priser fra ulike priskilder, herunder megleranslag. NBIM opplyser at megleranslag er benyttet i liten grad. Metoden er anvendt både for

verdipapirer hvor det er illikviditet i markedet, og for verdipapirer hvor det er større prisusikkerhet knyttet til de prisene som er mottatt fra pris-leverandører.

Det første spørsmålet som reises er om regelverket gir anledning til nedjustering. IFRS/IAS gir anvisning på at dersom det kan påvises at den siste transaksjonsprisen ikke representerer virkelig verdi, skal prisen justeres for å ta hensyn til dette. NBIM har foretatt vurderinger og justert prisene for flere verdipapirer hvor det har vært knyttet betydelig usikkerhet ved foreliggende priser.

Det neste spørsmålet som må besvares er om NBIMs framgangsmåte for verdsettelse av verdipapirer i illikvide markeder er i tråd med internasjonale anerkjente standarder og i henhold til beste praksis. NBIM har innhentet priser fra ulike priskilder, herunder meglere og eksterne forvaltere. På grunn av store prisusikkerhets-elementer valgte NBIM å nedjustere verdien ytterligere, gjennom sin egenutviklede modell med likviditetsfradrag. Det ser ut til at NBIM tilfredsstiller kravet om å benytte verdsettelsesmetoder og -teknikker der hvor prisene ikke er tilgjengelige eller pålitelige, og hvor det ikke har vært aktive markeder. Riksrevisjonen vurderer imidlertid prosentsatsene fra 1–15 prosent som NBIM har utarbeidet for likviditetsfradragene som estimerer. Disse er omtalt og begrunnet i NBIMs verdsettelsesnotat, men det mangler underliggende dokumentasjon for hvordan en kommer fram til de ulike satsene. Det stilles strenge krav til dokumentasjon av disse.

Vurdering av verdsettelsesmetoden

Norsk regnskapslovgivning og god regnskaps-skikk inneholder ikke et detaljert verdsettelses-hierarki tilsvarende IFRS (IAS 39) og US GAAP (SFAS 157), men utviklingen har gått i retning av å anvende det verdsettingshierarki som IAS 39 anbefaler. Det innebærer likevel ikke at verdsettingshierarkiet i IAS 39 er det eneste som kan benyttes under norsk god regnskapskikk, men Riksrevisjonen vil likevel hevde at hovedtrekkene bør være de samme. Slik det framstår for revisjonen innebærer standarden at verdien som en verdsettelsesmetode skal reflektere, er den verdien som det finansielle instrumentet ville blitt omsatt til i en transaksjon mellom to uavhengige, velinformerte og frivillige parter under de forhold og omstendigheter som eksisterer på balanse-dagen.

Det spørsmål som naturlig reiser seg i forbindelse med den metoden som er beskrevet i årsrapporten for 2008, note 9, er hvorvidt det medfører at de verdipapiriserte obligasjonene blir regnskapsført til virkelig verdi eller om likviditetsfradraget representerer en tilnærming mot et forsiktighetsprinsipp. Likviditetsfradraget vurderes å være i samsvar med virkelig verdi dersom en rasjonell investor ville krevet et tilsvarende likviditetsfradrag for å kjøpe verdipapiret.

Med unntak av manglende dokumentasjon av estimatene i NBIMs likviditetsfradragmodell, anses NBIMs generelle håndtering av verdsettelsen av finansielle instrumenter i ikke-aktive markeder å være i tråd med IFRS og norsk god regnskapskikk. I vurderingen legger Riksrevisjonen til grunn at NBIMs framgangsmåte er begrunnet med "fair value" og at den ikke er valgt ut ifra et rent forsiktighetsprinsipp.

9.3.2 Presentasjon av finansielle derivater

Derivatene presenteres netto i SPU's regnskap og har vært nettoført til og med 2008. Dette er omtalt i prinsippnoten, hvor det er nevnt at regnskapsloven fravikes blant annet ved at finansielle derivater er vist netto i balansen. Denne praksis er imidlertid ikke begrunnet i noe særskilt sentralbankspesifikt forhold.

Norsk regnskapslovgivning og god regnskaps-skikk inneholder ikke detaljerte bestemmelser om brutto vs. nettoføring av finansielle instrumenter. Praksis før IFRS ble toneangivende for norsk regnskapsutvikling varierte, men det var ikke uvanlig å presentere finansielle derivater netto i balansen. Denne praksis har langt på vei blitt endret som følge av IFRS. IAS 32 som regulerer dette forholdet krever at nettoføring av finansielle derivater skal finne sted hvis

- det foreligger en juridisk håndhevbar rett til å motregne
- hensikten er å gjøre opp derivatene på netto-grunnlag eller å realisere derivatene (eiendeler og forpliktelser) under ett

Kreditrisiko og motpartsrisiko er viktige elementer knyttet til regnskapsføring og presentasjon av finansielle instrumenter. Ved å presentere finansielle derivater netto vil ikke balansen reflektere den reelle risikoeksponeringen som relaterer seg til de finansielle derivatene. Både nasjonale og internasjonale finansinstitusjoner presenterer i dag finansielle derivater brutto i balansen, med mindre ovennevnte kriterier er oppfylt.

9.3.3 Noteopplysninger

For å vurdere kvaliteten på den avgitte regnskapsinformasjonen er det viktig å vite hva som skal være sammenligningsgrunnlaget for en slik vurdering. Regelverket som rapporteringen av SPU er underlagt er ikke spesielt presist med hensyn til hvilke tilleggsopplysninger om finansielle instrumenter som bør framgå av årsrapporten. Regnskapsloven § 7-17 stiller krav om tilleggsopplysninger for de finansielle instrumenter som er målt til virkelig verdi³⁵. Dette kravet er til en viss grad tilfredsstillt i regnskapsrapporteringen av aktivitetene i SPU.

Riksrevisjonen ser imidlertid at noteopplysninger fram til 2007 har vært på et minimumsnivå for en aktør av den størrelse som SPU representerer. For 2008 er det utvidet noe mer med hensyn til opplysninger om risiko. Både størrelsen på den kapital som er bundet opp i SPU, og den interesse som knytter seg til avkastningen i SPU, tilsier at det bør være et høyt nivå på de opplysninger som gis i forbindelse med regnskapsrapporteringen. Mangel på spesifikke bestemmelser om tilleggsopplysninger vedrørende finansielle instrumenter i både norsk regnskapslovgivning og de foreliggende regnskapsstandardene, tilsier at NBIM bør se hen til den rapportering som finner sted fra andre store internasjonale kapitalforvaltere.

Utviklingen av noteopplysningskrav vedrørende finansielle instrumenter i internasjonale regnskapspråk som IFRS og US GAAP har i betydelig grad vedrørt utvidede krav til opplysninger om måling til virkelig verdi og risiko. Implementeringen av IFRS 7 for børsnoterte foretak i Europa (inklusive Norge) har skjedd i en periode med betydelig usikkerhet og ustabilitet i de internasjonale kapitalmarkedene. Som en følge av dette har det også vært en utvikling hvor kapitalforvaltere og store finansforetak på eget initiativ har utvidet tilhørende regnskapsinformasjon for å bidra til at regnskapsbrukerne bedre forstår hvilken risiko som foreligger, samt hvordan verdsettingshierarkiet som følger av IAS 39 *Finansielle Instrumenter – innregning og måling* er fulgt. Det forelå et forslag fra IASB³⁶ til utvidede krav (forslag til endret versjon av IFRS 7 med høringsfrist 15. desember 2008) som ytterligere forsterker opplysningsplikten knyttet til risiko og måling av virkelig verdi. IASB vedtok utvidede krav til noteopplysninger 5. mars 2009,

og har forsterket opplysningsplikten ytterligere som følge av finanskrisen. Blant annet bør det oppgis detaljerte opplysninger om måling av virkelig verdi for finansielle instrumenter hvor det ikke er aktivitet i markeder, og likviditetsrisiko som er forbundet med finansielle instrumenter. Disse endringene trådte imidlertid først i kraft fra 2009.

SPUs årsrapport 2008, note 9 om risiko og verdsettelse inneholder informasjon om blant annet likviditetsrisiko. Det er oppgitt at likviditetsrisikoen økte betydelig i løpet av 2008, spesielt i 2. halvår, og at likviditeten for mange rentepapirer ble betydelig redusert. På side 81 er verdsettelsen inndelt i tre kategorier: observerbare markedspriser fra aktive markeder, modellprising med observerbare datapunkter og modellprising med usikkerhet med hensyn til fastsettelse av virkelig verdi. Dette er en tilnærming til krav om utvidede noteopplysninger slik IFRS 7 krever.

Noteopplysningene er utviklet betydelig i forhold til 2006 hvor det var oppgitt følgende om verdsettelse:

"Verdipapirene er vurdert som finansielle omløpsmidler og er verdsatt til virkelig verdi per 31.12.2006. Virkelig verdi bygger på markedsverdier levert av anerkjente internasjonale indeksleverandører. Opptjente ikke forfalte renter er inkludert i verdipapirbeholdningene. Urealiserte gevinster resultatføres."

Regnskapsloven § 7-2 stiller krav om at det skal gis opplysninger om anvendte prinsipper. Prinsippnoten kom på plass første gang ved avleggelsen av 2007-regnskapet, og den ble utvidet noe i 2008. Det er også grunn til å trekke fram at omtale av risiko var nærmest fraværende i noteopplysningene i årsregnskapet til SPU fram til 2006. Dette er etter Riksrevisjonens vurdering ikke tilfredsstillende og vil også innebære at en eventuell regnskapsbruker ikke får den informasjon som er nødvendig for å bedømme "den regnskapspliktiges eller konsernets stilling og resultat", som det framgår av regnskapsloven § 7-1 annet ledd.

En omtale av prinsipp for gevinst- og tapsberegning er ikke inkludert i prinsippnoten verken for 2007 eller for 2008. På spørsmål fra Riksrevisjonen har NBIM oppgitt at Norges Bank anvender gjennomsnittlig anskaffelseskost ved beregning av gevinst og tap for aksjer og

35) Av regnskapsloven § 7-17 framgår blant annet at det skal gis opplysninger om vesentlige forutsetninger som ligger til grunn for vurderingen.

36) International Accounting Standards Board (organ som gir ut IFRS standarder).

obligasjoner. Etter vår vurdering er dette vesentlig informasjon som bør framgå av prinsippnoten. Folketrydfondet (FTF) har i forbindelse med regnskapsrapportering av Statens pensjonsfond – Norge (SPN) oppgitt i prinsippnoten at det benyttes gjennomsnittets kostpris, jf. FTFs årsrapport 2008, side 16.

Regnskapsloven § 7-17 stiller krav om tilleggsopplysninger for finansielle instrumenter som er målt til virkelig verdi³⁷. I notene til regnskapet for 2008 gis det bedre informasjon enn i 2007, men her kan det gis mer informasjon om vesentlige forutsetninger som er lagt til grunn for verdivurderingen og kriteriene bak likviditetsfradraget. For å kunne være på beste praksis-nivå anses det ikke som tilstrekkelig å oppfylle minimumskrav til regnskapsloven § 7-17.

Den internasjonale standard IFRS 7 *Finansielle instrumenter – opplysninger og beste praksis* tilsier at opplysninger om risiko bør framgå av noten, blant annet med sensitivitetsopplysninger. I henhold til IFRS 7.41 a) og b) er det fortsatt et betydelig potensiale for forbedring ved å opplyse mer om de metoder, parametre og forutsetninger som ligger til grunn for beregningene³⁸ og de begrensninger som ligger i modellene. Noteopplysninger vurderes ikke til å være på beste praksis-nivå³⁹ med blant annet bakgrunn i de ovennevnte forhold.

I vedlegg 5 har Riksrevisjonen vurdert SPUs omfang av, og kvaliteten på, tilleggsopplysningene som gis mot tilsvarende kapitalforvaltere. Av Norges Banks regnskapsprinsipper framgår det blant annet at internasjonale standarder skal tas hensyn til. Etter Riksrevisjonens vurdering bør IFRS være retningsgivende for de opplysninger som NBIM inkluderer i rapporteringen av aktivitetene i SPU. Dette innebærer at opplysninger om måling til virkelig verdi og opplysninger om risiko burde ha vært ytterligere utvidet. For at opplysninger om risiko skal være i samsvar med IFRS 7 og på beste praksis-nivå burde noten inneholdt sensitivitetsopplysninger, det vil si hvor mye porteføljen vil endres i verdi som følge av gitte endringer i rente, valutakurs m.m.

Avslutningsvis vil Riksrevisjonen påpeke at det i note 9 opplyses om at det er innhentet priser fra

flere ulike kilder, men det er ikke oppgitt hvilke priskilder som har vært benyttet. Det er ikke noe direkte krav om å oppgi tilleggsinformasjon i henhold til NGAAP eller IFRS. Når Riksrevisjonen sammenligner slik informasjon opp mot krav som er stilt Global Investment Performance Standards (GIPS), bør forvaltere oppgi hvilke priskilder som er benyttet i forbindelse med verdsettelsen. Riksrevisjonen er av den oppfatning at NBIM i sine kvartals- og årsrapporter som minimum bør oppgi opplysninger om hvilke hovedpriskilder/leverandører som er benyttet for verdsettelse av de ulike finansielle instrumenter og som danner grunnlag for den største andelen av porteføljen, for eksempel FTSE, BGA og IDC. Folketrydfondet praktiserer dette i forbindelse med rapportering av Statens pensjonsfond – Norge og anvendte priskilder er oppgitt i årsrapporten for 2008 i note 2.

Selv om opplysningene som framgår av årsregnskapet for 2007 og 2008 innebærer en betydelig kvalitetsoppgradering sammenlignet med de opplysninger som ble oppgitt i årsregnskapet fram til 2006, er det etter Riksrevisjonens vurdering fortsatt et stykke arbeid igjen for å kunne tilfredsstille internasjonale standarder og oppfylle beste praksis-kriteriet.

9.3.4 Prinsipper som SPU bør benytte

Norsk regnskapslovgivning og god regnskaps-skikk har endret seg betydelig de senere år med hensyn til harmonisering mot internasjonale regnskapsstandarder. Uavhengig av hvordan Norges Bank velger å innrette sin framtidige rapportering med hensyn til omfang av noteopplysninger og de regnskapsmessige løsninger som velges, vil også rapporteringen av forvaltningen av SPU bli påvirket av den utvikling og de endringer som finner sted under IFRS.

Etter Riksrevisjonens oppfatning bør SPUs regnskapsrapportering underlegges norsk regnskapslov og anvende IFRS der hvor norsk regnskapslovgivningen ikke oppfylder beste praksis-kriteriet, eller dersom norsk regnskapslovgivning har manglende regulering av enkelte forhold. Dette vil sikre at SPU blir rapportert etter internasjonalt anerkjente standarder som også vil bidra til å øke informasjonskvaliteten og nytteverdien for eksterne brukere av regnskapet. Både størrelsen og betydningen av fondet tilsier at fondet i sin rapportering bør etterstrebe å ha samme informasjonskvalitet i sin rapportering som andre store internasjonale kapitalforvaltere.

37) Av regnskapsloven § 7-17 framgår blant annet at det skal gis opplysninger om vesentlige forutsetninger som ligger til grunn for vurderingen.

38) Value at Risk-beregninger. Value at Risk er en målemetodikk for risiko.

39) Som eksempel på beste praksis kan nevnes UBS årsrapport 2008, note 27 og sidene 128-134.

Finansdepartementet foreslår i St.meld. nr. 20 (2008-2009) *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008* å gjøre Norges Bank regnskapspliktig etter regnskapsloven. Å underlegge Norges Bank regnskapsplikt etter regnskapsloven er et skritt i riktig retning. Sett i lys av den regnskapsutvikling som finner sted, er det naturlig å forvente at det også bør ses hen til de reglene som følger av internasjonale regnskapsstandarder (IFRS). Det er flere forhold som klart trekker i retning av at SPU bør anvende IFRS så langt det lar seg gjøre innenfor dagens regelverk. Hvilket regelverk SPU skal følge bør også komme klart fram i forskrift om SPU og ikke være indirekte regulert gjennom endringene i sentralbankloven.

Fondets størrelse og kompleksitet tilsier at SPUs regnskap bør frigjøres fra Norges Banks beskrankninger og det bør presenteres selvstendig regnskap for SPU. Regnskapet bør ha egne retningslinjer om regnskapsregler og -prinsipper for SPU.

Departementet framholder i brev av 26. mai 2009 til Riksrevisjonen at fondet skal være plassert på særskilt konto i form av kroneinnskudd i Norges Bank. Norges Bank skal i eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd denominert i utenlandsk valuta. Det vises her til lov om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd og forskrift om forvaltning av SPU § 2. Departementet framholder videre at det er Norges Bank som er formell eier av plasseringene for SPU og følgelig vil innskuddet i Norges Bank framgå som en passivapost i bankens balanse, mens de eiendeler som svarer til motverdien av innskuddet vil framgå som aktivapost. Da SPU er en integrert del av bankens virksomhet og inngår i bankens regnskaper, vil det etter departementets oppfatning være i strid med forutsetningen i pensjonsfondloven om SPUs regnskap frigjøres fra Norges Banks regnskaper. Videre bør regnskapsreglene etter departementets syn fastsettes i, eller i medhold av, sentralbankloven.

Hensynet til at SPU er eid av staten og utgjør ca. 70 prosent av statens balanse, bør etter Riksrevisjonens oppfatning være førende ved fastsettelse av regnskapsregler for SPU. Det reises spørsmål om det faktum at banken står som formell eier av plasseringene bør være førende. Selv om fondet er plassert på kronekonto i Norges Bank, bærer ikke Norges Bank noe økonomisk ansvar for fondet. Dette er understreket i

forbindelse med regnskapsavleggelsen og i årsrapporten for 2008. I prinsippnotens punkt 1.3 presiserer banken at:

"Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i fondet. Oppnådd resultat for SPU påvirker derfor ikke Norges Banks resultat eller Norges Banks egenkapital. Plasseringer for SPU presenteres netto på egen linje som en eiendel og kronekonto presenteres som tilsvarende forpliktelse til Finansdepartementet."

Forvaltningen av fondet er vesentlig forskjellig fra Norges Banks øvrige virksomhet. I tillegg tilsier fondets størrelse og kontrollmessige hensyn for revisjonen at regelverket for SPU bør fastsettes i SPUs forskrift, adskilt fra regelverket for sentralbanken og uavhengig av sentralbankspesifikke forhold. Riksrevisjonen ser det slik at fondet bør følge beste praksis for tilsvarende fond og kapitalforvaltere, mens sentralbankens regelverk bør følge beste praksis for sentralbanker. Erfaringen de siste ti år har vist at sentralbanken har måttet gjøre flere unntak fra norsk regnskapsregelverk grunnet sentralbankspesifikke forhold.

9.4 Rammeverket for SPU

Rammeverket for SPU består av: lov om Statens pensjonsfond, forskrift om forvaltningen av SPU, retningslinjer for forvaltningen av SPU med utfyllende bestemmelser, og forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Nedenfor nevnes enkelte forhold hvor det er en viss motstrid mellom de forskjellige regelverkene eller hvor det er uklarheter/manglende retningslinjer for SPU.

9.4.1 Verdsettelse

Som nevnt flere ganger i denne rapporten, setter retningslinjenes kapittel 4 krav til verdivurdering hvor verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko skal følge internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Videre er det gitt føringer om at virkelig verdi skal legges til grunn ved verdivurdering av fondet. Det vises til punkt 9.3.1 i denne rapporten for nærmere detaljer om virkelig verdi. Etter Riksrevisjonens oppfatning gir virkelig verdi best uttrykk for fondets utvikling, men kan være i konflikt med andre føringer fra departementet.

I forvaltningsavtalens punkt 2.1 gir departementet føringer om at Norges Bank skal forvalte

fondet i samsvar med lov, forskrifter, økonomireglementet for staten, og andre vedtak og retningslinjer for fondet. Kontantprinsippet er det bærende prinsippet for statsregnskapet og gjelder for regnskapsførsel etter bevilgningsreglementet som igjen er lagt til grunn i økonomireglementet for staten. Kontantprinsippet kan derimot ikke benyttes etter regnskapsloven eller internasjonale standarder (IFRS). Dersom Norges Bank hadde tatt hensyn til økonomireglementet for staten kunne ikke virkelig verdi vært lagt til grunn. Ved regnskapsføring i henhold til virkelig verdi genereres det urealiserte gevinster eller tap (avkastning) som igjen enten tillegges eller trekkes fra kronekontoen til SPU, jf. forskriften § 3. I forbindelse med verdsettelse til virkelig verdi skjer det ikke noen kontanttransaksjoner. En slik regnskapsføring kan ikke sies å være forenlig med økonomireglementet for staten. Det legges til grunn at virkelig verdi gir best uttrykk for fondets utvikling.

Departementet er enig med Riksrevisjonen i at det er behov for å klargjøre regnskapsreglene for Norges Bank, inkludert plasseringene for Statens pensjonsfond – Utland. Etter departementets syn bør regnskapsreglene for Norges Bank fastsettes i, eller i medhold av, sentralbankloven.

9.4.2 Intern kontroll

Et annet spørsmål som reiser seg er hvilke regler som skal være gjeldende for SPU når det gjelder intern kontroll. Økonomireglementet for staten omtaler intern kontroll i § 14 og i bestemmelse-nes punkt 2.4. Det går ikke klart fram av Finansdepartementets retningslinjer om intern kontroll for SPU skal gjennomføres i henhold til økonomireglementet for staten, sentralbankloven eller andre lover og regler. Departementet har i brev av 19. mars 2009 opplyst til Riksrevisjonen at ved utarbeidelsen av rammeverket for Statens pensjonsfond – Utland, har departementet lagt til grunn at sentralbanken følger Kredittilsynets internkontrollforskrift. Etter Riksrevisjonens vurdering bør dette framkomme tydelig i forskrift eller i retningslinjene for SPU.

Departementet er enig i at det er behov for å klargjøre regelverket for intern kontroll for SPU og har foreslått å lovfeste i Ot.prp. nr. 58 (2008-2009) at Norges Bank skal ha intern kontroll, og at det skal gis hjemmel til å kunne gi forskrift om internrevisjon.

9.4.3 Operasjonell risiko

I SPU's årsrapport for 2008 er amerikanske panteobligasjoner omtalt på side 39. Av omtalen framgår det at Norges Bank ikke hadde tilstrekkelig intern kompetanse på dette området fram til 2007. I henhold til Finansdepartementets retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland med utfyllende bestemmelser punkt 4.2.3, skal operasjonell risiko være identifisert og skal kunne måles før ny virksomhet, herunder nye instrumenter, igangsettes.

Investeringer i panteobligasjoner ble godkjent første gang i 2002 gjennom rutinen for godkjenning av nye instrumenter kalt "New Instrument Approval (NIA) for Collateralized Mortgage Obligations (CMOs)" for eksterne forvaltere. Leder for renteforvaltningen signerte godkjenningsdokumentet hvor det bekreftes at Norges Banks kapitalforvaltningsavdeling hadde tilstrekkelig kompetanse og erfaring på dette området for å kunne implementere CMOs. Det kan i ettertid synes som om det ble igangsatt investeringer i CMO uten at operasjonell risiko var identifisert i tilstrekkelig grad, jf. Finansdepartementets krav i retningslinjenes punkt 4.2.3. Riksrevisjonen har i brev av 26. mars 2009 stilt spørsmål til Norges Bank om hvordan de sikrer intern kompetanse i forhold til finansielle instrumenter som tas i bruk av eksterne forvaltere. I brev av 17. april 2009 svarte NBIM:

"Ved første innfasing av amerikanske panteobligasjoner i fondets referanseportefølje i 2002 vurderte NBIM det slik at kompetansen på denne typen forvaltning var svært spesialisert og spesifikk for det amerikanske markedet. Vi valgte derfor utelukkende å benytte ekstern ekspertise for å gjennomføre forvaltningen. NBIM har siden arbeidet med å etablere intern kompetanse og systemløsning for dette området. I slutten av 2007 ble et nytt internt forvaltningssystem for renteinstrumenter implementert i NBIM. Fondets oppvekting av amerikanske panteobligasjoner i referanseindeksen i 2007 kunne således gjennomføres som del av den interne forvaltningen".

Av svaret framgår at det utelukkende ble benyttet ekstern ekspertise uten at Norges Bank hadde intern kompetanse på dette området i perioden 2002-2007. NBIM hadde ikke på plass et forvaltningssystem som kunne håndtere denne typen renteinstrumenter før i 2007. Etter Riksrevisjonens vurdering var det flere svakheter

internt i NBIM, og operasjonell risiko var ikke identifisert tilstrekkelig før det ble igangsatt ekstern forvaltning. NBIM utviklet ikke intern forvaltningskompetanse før i 2007.

NBIM opplyser videre i samme brev at:

"For å styrke kontrollen med eksternforvaltningen har fondet i 2008 fastsatt et nytt prinsipp om at ingen instrumenter skal settes ut til ekstern forvaltning med mindre NBIM har intern systemstøtte for instrumentet [...]. Tilsvarende er det foretatt en gjennomgang av oppdatering av NBIMs retningslinjer for godkjenning av nye markeder og oppdatering av NBIMs retningslinjer for godkjenning av nye markeder og instrumenter."

Riksrevisjonen ser det som uheldig at nye instrumenter som amerikanske panteobligasjoner ble godkjent før operasjonell risiko var identifisert i tilstrekkelig grad. Riksrevisjonen har for øvrig merket seg at det ble iverksatt tiltak i 4. kvartal 2008.

Det framgår videre av NIA for CMOs punkt om vurdering av "risiko og analyse", at RiskManager (risikomålingssystem) ikke hadde moduler for ABS, CMBS og for andre CMO-strukturer enn Interest Only (IO) og Principle Only (PO). I avsnitt 3 framkommer det at:

"Aktive mbs-mandater vil investere i en betydelig mengde CMO som ikke inngår som standard instrumenter i RiskManager. Det betyr at det vil være meget dårlig kvalitet på risikomålingen (relativ volatilitet) for denne typen mandater. Det betyr også at det ikke vil være mulig å gjennomføre en uavhengig kontroll på mandatnivå i RiskManager. Så lenge aktive rentemandater med CMO-strukturer utgjør en liten andel av Petroleumsfondet, vil den tilnærming som gjøres i RiskManager være akseptabel for måling av Petroleumsfondets samlede relative (og absolutte) volatilitet."

Etter gjennomgang av NIA for CMOs, kan det synes som at måling av forventet relativ volatilitet ved implementering av CMO ikke var tilfredsstillende etablert, og at uavhengig kontroll på mandatnivå heller ikke var mulig. Riksrevisjonen har i brevet av 26. mars 2009 stilt spørsmål om hvordan måling av relativ volatilitet har vært hensyntatt fra instrumentet ble tillatt og fram til 2008.

NBIM svarte at "NBIMs hovedsystem for risikomåling har hatt kjente begrensninger med hensyn til måling av risiko knyttet til amerikanske panteobligasjoner [...]. Begrensningene knytter seg til mangel på en dedikert/spesifikk modul for risikomodellering av disse papirene. Risiko knyttet til disse instrumenter er derfor i perioden siden implementeringen gjort gjennom approksimasjon i risikomålingssystemet."

I brevet opplyses det at NBIM har iverksatt flere tiltak for å forbedre risikomodellering av CMO'er, blant annet gjennom en ny modul i hovedrisikosystemet planlagt implementert i 2. kvartal 2009.

Etter Riksrevisjonens vurdering foreligger det brudd på retningslinjenes punkt 4.2.3 da operasjonell risiko ikke var tilstrekkelig identifisert før igangsetting av nytt instrument. Dette framgår blant annet av: manglende intern kompetanse ved igangsetting og helt fram til 2007, risikomålingssystemets begrensninger ved måling av risiko knyttet til amerikanske panteobligasjoner, mangler ved renteporteføljesystemet for å kunne håndtere denne typen instrumenter og mangler ved oppfølging av de eksterne forvaltere.

Departementet uttaler at det i Nasjonalbudsjettet 2006 påpekte at målet for relativ volatilitet har enkelte svakheter, og at disse svakhetene skal fanges opp av andre prosedyrer innen bankens risikomåling. Etter departementets oppfatning viser erfaringene de siste årene at det er ønskelig med et mer finmasket system for å regulere risikoen i aktiv forvaltning. I forbindelse med den bebudede gjennomgangen av regelverket for SPU, vil departementet stille strengere krav til Norges Banks forvaltning. Det vil blant annet bli fastsatt supplerende grenser for risikotaking i den aktive forvaltningen utover dagens grense for relativ volatilitet. Departementet opplyser videre at banken har funnet det nødvendig å trekke tilbake tillatelser for tidligere godkjente instrumenter.

9.4.4 Utlån av verdipapirer

Forskriften § 4 angir føringer for investeringsuniverset og fordelingen av investeringer mellom rentebærende- og egenkapitalinstrumenter. I juni 2008 vedtok Stortinget at de strategiske vektene for henholdsvis egenkapital- og renteinstrumenter skal utgjøre 60/40.

I forbindelse med utlån av verdipapirer mottar NBIM blant annet kontantsikkerhetsstillelse. Disse kontantene blir reinvestert i rentebærende instrumenter. Riksrevisjonen vurderer det slik at aksje- og rentevektens sammensetning endres når mottatt kontantsikkerhet for utlånte aksjer blir reinvestert i renteinstrumenter. Dvs. at en effekt av utlånsaktiviteten er at det foregår en reallokering av midlene fra aksjer til renteinstrumenter. Det foreligger ikke noe direkte brudd på forskriften, men det ser ut til at vektene er underrapportert på rentesiden og tilsvarende overrapportert på aksjesiden.

Riksrevisjonen stilte spørsmål til NBIM om de ved beregning av SPUs aksje- og rentevokter tar hensyn til utlån av verdipapirer og reinvesteringer. NBIM svarte at utlån av verdipapirer holdes utenfor vektene fordi NBIM definerer slike aktiviteter til å ligge utenfor selve allokeringen av kapital mellom aksjer og renter, og at fordelingen tar utgangspunkt i forvaltet kapitalbase i balansen.

I henhold til forskriften § 5 har Norges Bank fått tildelt en risikoramme som skal måles i forventet relativ volatilitet og denne rammen utgjør for tiden 1,5 prosentpoeng. Fram til 3. kvartal 2008 inkluderte ikke Norges Bank deler av utlånsvirksomheten i beregningen av den forventede relative volatilitet. Med andre ord har den forventede relative volatiliteten ikke vært presis nok, og basert på dette kan det konkluderes med at Norges Bank sannsynligvis har presentert lavere verdier for forventet relativ volatilitet enn om utlån av verdipapirer og reinvestert kontantsikkerhet, blant annet Short Term Bond Fund, hadde blitt inkludert i beregningen.

Riksrevisjonen stilte spørsmål til Finansdepartementet i brev av 8. desember 2008 om hvilket regelverk departementet legger til grunn i forbindelse med utlån av verdipapirer. Finansdepartementet svarte følgende i sitt brev av 12. januar 2009 til Riksrevisjonen:

"Ettersom Norges Bank bærer risikoen knyttet til utlånte verdipapirer i utlånsperioden, skal slike papirer inngå i bankens balanse [...]. Dette medfører videre at slike posisjoner skal behandles likt med verdipapirer som ikke er utlånt, bl.a. når det gjelder aksje- og rentevokter, regionvekter, risikorammen (relativ volatilitet) og de etiske retningslinjene."

Norges Bank tar ikke imot aksjer som sikkerhet fra de selskaper som er utelukket fra investerings-

universet, men Riksrevisjonen forstår det slik at aksjer som er mottatt som sikkerhet for de utlånte verdipapirene ikke har vært omfattet av de etiske retningslinjene. Riksrevisjonen vurderer det slik at Etikkrådet ikke får vurdert disse mottatte aksjer på lik linje med de aksjer som "offisielt" står på fondets aksjebeholdningsliste.

Regelverket for utlån av verdipapirer har ikke vært tydelig fra Finansdepartementet som rammeverk for SPU. Riksrevisjonen vurderer dette som uheldig da virksomheten i 2007 utgjorde ca. 25 prosent, og i 2008 ca. 16 prosent av SPUs portefølje. Gjennom utlånsvirksomhet foregår det aktiviteter som både endrer fondets risikobilde, aksje- og rentevokter m.m. Riksrevisjonen vurderer det slik at rapportert risikoramme ikke har gitt et helt riktig bilde av forventet relativ volatilitet fram til 2. halvår 2008.

Departementet opplyste i brev av 26. mai 2009 til Riksrevisjonen at gjeldende regelverk etter departementets vurderinger ikke inneholder direkte bestemmelser om utlån av verdipapirer. Utlånsprogrammet har med tiden blitt omfattende, og etter departementets syn kan det nå være grunn til å gi overordnede prinsipper for utlån av verdipapirer og reinvesteringer av mottatt kontantsikkerhet. Departementet tar sikte på å gi slike regler i det bebudede rammeverket for SPU.

Etter departementets oppfatning er det hovedstyret i Norges Banks ansvar å påse at det etableres interne retningslinjer som regulerer utlån av verdipapirer og reinvestering av mottatt kontantsikkerhet, og at slik virksomhet ligger innenfor de kvantitative og kvalitative krav som er stilt i retningslinjene.

9.4.5 Belåning av verdipapirer i SPU

Riksrevisjonen konstaterer at det har foregått en form for belåning i de ulike porteføljene i forvaltningen av SPU. I forbindelse med reinvestering av kontantsikkerhetsstillelser i Short Term Bond Fund har det etter Riksrevisjonens vurdering foregått lånefinansiering av dette fondet.

Riksrevisjonen stilte spørsmål til Finansdepartementet i brev av 23. januar 2009 om hva departementet legger til grunn skal gjelde for mottatt sikkerhet og reinvesteringer av kontantsikkerhetsstillelser. Departementet har i brev av 13. februar 2009 blant annet uttalt følgende:

"Når Norges Bank reinvesterer mottatt kontantsikkerhet i eget navn, kan dette betraktes som en investering som er 100 prosent lånefinansiert. Både det implisitte opptak av lån (leverage) og investeringsbeslutningen må behandles som ordinære transaksjoner i henhold til reglene for de relevante hovedrisikogruppene og de etiske retningslinjene."

Videre uttalte departementet at: "Departementets rammeverk er ikke like presist når det gjelder hvordan "leverage" skal behandles ved beregning av aktiva- og regionsandeler".

Riksrevisjonen forstår departementets svar slik at de verdipapirer som er mottatt som sikkerhet ikke omfattes av rammeverket som gjelder for SPU. Mottatt kontantsikkerhet og reinvestert kontantsikkerhet omfattes imidlertid av samme regelverk som de relevante hovedrisikogruppene.

I SPU's årsrapport for 2008 er det opplyst at flertallet av de eksterne mandatene hadde belånt porteføljen slik at total eksponering mot pantobligasjoner var langt høyere enn allokert kapital.

Riksrevisjonen ba Norges Bank i brev av 26. mars 2009 å opplyse om denne eksponeringen har sammenheng med eksterne utlånsprogrammer eller om dette kommer i tillegg til disse. Videre ble Norges Bank bedt om å opplyse størrelsen på eksponeringen i 2008. I sitt svar av 17. april 2009 oppgir NBIM at denne eksponeringen ikke har sammenheng med eksterne utlånsprogrammer i forvaltningen av fondet for øvrig. Videre framgår det av svarbrevet at ved inngangen til 2008 var ca. 50 mrd. kroner av totalt 120 mrd. investert kapital belånt, og at belåningen i porteføljen ble fjernet senere i 2008 ved å tilføre kapital i form av kontanter. Videre ble forvaltningen i noen grad flyttet internt fra eksterne forvaltere.

Det stilles spørsmål ved om NBIM i sin forvaltning har adgang til å foreta belåning (leverage) av verdipapirer, eller å gi tillatelse til eksterne forvaltere å belåne porteføljen de forvalter på vegne av fondet. I en forvaltningsavtale Riksrevisjonen har gjennomgått hadde ekstern forvalter tillatelse til å foreta belåning opptil 15 ganger av porteføljens markedsverdi. I en annen avtale som ble etablert i 2008, hadde forvalteren anledning til å belåne opptil 130 prosent av porteføljens markedsverdi. NBIM opplyser imidlertid at denne forvalteren aldri benyttet den tildelte rammen og dette handlingsrommet ble formelt

inndratt per 30. mars 2009. Det framkommer ikke tydelig av avtalene med eksterne forvaltere hvorvidt allokert kapital medfører et tilleggsansvar utover allokert beløp.

Det foreligger ingen konkrete retningslinjer fra Finansdepartementet om adgang til "belåning" av SPU's verdipapirer og lånefinansiering gjennom å låne ut SPU's verdipapirer. Etter Riksrevisjonens vurdering har retningslinjene fra departementet på dette området vært mangelfulle.

Finansdepartementet opplyste i sine svarbrev til Riksrevisjonen av 12. januar 2009 og 13. februar 2009 at de vil foreta en gjennomgang av rammeverket for SPU. Videre opplyste departementet at de i denne sammenheng også vil vurdere om det er hensiktsmessig å lage egne bestemmelser om utlån av verdipapirer.

Finansdepartementet uttalte i brev av 26. mai 2009 til Riksrevisjonen at implisitt opplåning etter departementets syn ikke har vært i strid med det regelverket departementet har fastsatt, så lenge Norges Bank overholder de kvantitative og kvalitative bestemmelser som er fastsatt i retningslinjene. Departementet vurderer det slik at det vil være hovedstyrets ansvar å påse at det etableres interne retningslinjer som regulerer implisitt opplåning, og som sikrer at denne typen aktiviteter ligger innenfor de kvantitative og kvalitative krav som er stilt i retningslinjene. Videre uttaler departementet at delegasjon av den operative forvaltningen til Norges Bank ikke fritar for ansvar, og departementet vil derfor ha et ansvar for at det finnes rutiner som sørger for at rammeverket for forvaltningen blir fulgt.

Departementet erkjenner samtidig at gjeldende regelverk ikke inneholder direkte bestemmelser om implisitt opplåning (leverage), og vil vurdere om det bør fastsettes rammer for implisitt opplåning og short-posisjoner. Departementet tar sikte på at nytt regelverk for forvaltningen av SPU kan tre i kraft fra 1. januar 2010.

Finansdepartementet har også uttalt i St.meld. nr. 20 (2008-2009) at det vil vurdere om det bør fastsettes rammer for implisitt belåning ved gjennomgåelse av forskrifter og retningslinjer for SPU.

I de siste tiår har det skjedd en rivende utvikling innenfor nye finansielle instrumenter, nye forvaltningskonsepter og mandater. Noen av disse innebærer implisitt eller eksplisitt opp-

låning. Uavhengig av mandatets oppsett og hvordan eventuell opplåning er implementert, så er det Riksrevisjonens oppfatning at utstrakt opplåning krever gode rutiner og at denne typen av strategier er tydelig forankret hos eier.

Vedlegg 1: Ord og uttrykk

Aksje

En aksje er en eierandel i et selskap. Aksjonærene (aksjenes eiere) får sin avkastning i form av utbytte og verdiendring på aksjene. Aksjeinvesteringer er normalt forbundet med høyere risiko enn gjeldspapirer, fordi utbytte og framtidig aksjekurs avhenger av selskapets framtidige lønnsomhet. Aksjekapitalen har også lavere prioritet ved konkurs enn lånekapitalen. Det følger av dette at avkastningen på investeringer i aksjer har større oppside og nedside enn investeringer i lånekapital (obligasjoner). Aksjer kan være børsnoterte eller unoterte (ofte omtalt som "private equity"). Som aksjonær kan en investor utøve eierrettigheter.

Aktivklasser

Investeringene kan grupperes etter ulike kriterier eller egenskaper, som for eksempel aksjer, obligasjoner eller fast eiendom.

Aktiv forvaltning

Når forvaltere selv velger investeringer i aksjer og obligasjoner som man på basis av egne analyser og vurderinger mener gir best avkastning, kalles dette aktiv forvaltning. Formålet med aktiv forvaltning er å oppnå meravkastning i forhold til en bestemt målestokk, for eksempel en aksjeindeks (børsindeks). Motstykket til aktiv forvaltning er passiv forvaltning eller indeksforvaltning.

Aksjeindekser

En aksjeindeks (ofte også betegnet børsindeks) angir den gjennomsnittlige avkastningen for de aksjer som inngår i indeksen. Noen aksjeindekser utarbeides av aksjebørser, mens andre utvikles av konsultantselskaper, aviser eller investeringsbanker. Det kan være flere ulike indekser i hvert land, og det finnes noen internasjonale indekser basert på at et sett med landindekser er veid sammen. Disse angir gjerne også avkastningen fordelt på ulike bransjer. Det er betydelige forskjeller mellom aksjeindekser, både når det gjelder hvor stor del av et lands aksjemarked som er dekket, og med hensyn til beregningsmetoder. Det er vanlig å sammenligne avkastningen mellom en investors egen aksjebeholdning og en aksjeindeks (se også referanseportefølje).

Asset Backed Securities (ABS)

ABS er en fellesbetegnelse på mange strukturerte verdipapirer og disse renteverdipapirene har en eller annen form for aktiva knyttet til seg som sikkerhet. Sikkerheten kan bestå av boliglån, forbrukslån, billån, kredittkortgjeld og forbrukslån.

Basispunkt

Et basispunkt er en hundredel av en prosent, dvs. at for eksempel 0,15 prosent er det samme som 15 basispunkter. Denne måleenheten brukes særlig til å angi kostnader og avkastningsforskjeller i kapitalforvaltning.

Beste praksis

Med beste praksis forstås at virksomheten i sin utførelse av aktiviteter er blant de ledende og refereres til som et eksempel som andre kan følge. Det legges til grunn at lover, forskrifter og internasjonale standarder følges fullt ut. Når det gjelder åpenhet i forvaltningen blir SPU internasjonalt referert til som et eksempel på beste praksis.

Buy-sellback/Sell-buyback – Repo/Reverse Repo

Utlån/innlån av renteverdipapirer (vanligvis statsobligasjoner). Investor selger for eksempel statsobligasjoner på "overnight" basis, og kjøper de tilbake dagen etter. For den parten som selger obligasjonen (og inngår avtale om å kjøpe tilbake i framtiden) er det repo (repurchase agreement). For motparten som kjøper er det en reverse repo.

Depotinstitusjon/Custodian

Depotinstitusjon (Custodian) er vanligvis en bank. En depotinstitusjon har to svært viktige oppgaver. Den ene er å sikre at den enkelte kundes verdipapirer er riktig registrert og oppbevart i verdipapirsentralene i de enkelte land der papirene er utstedt. Den andre er å sørge for korrekt avregning av oppgjør av verdipapirhandler og andre transaksjoner. Det kan videre avtales ulike typer tilleggstjenester, som regnskapstjenester og utlån av verdipapirer.

Derivater

Derivater er en samlebetegnelse på kontrakter basert på verdien av et sett underliggende

(fysiske) aksjer, obligasjoner eller indekser bestående av aksjer eller obligasjoner.

Det finnes mange forskjellige kontraktstyper, og de kan ha svært ulike egenskaper. En investor kan både kjøpe og selge kontrakter. Ved kjøp og salg av kontrakter blir det inngått en avtale om hvilke betingelser som skal gjelde for kontraktsutøvelsen og hvor stort grunnlaget (eksponeringen) skal være for kontrakten. Utviklingen i en kontrakts verdi avhenger av parameterne i markedet og deres utvikling, for eksempel vil det påvirke rentebytteavtalens verdi om renten går opp eller ned. Denne verdiutvikling går enten i investors favør (eiendel) eller i motparts favør (gjeld).

Differanseavkastning

Differanseavkastning er differansen mellom avkastningen i en faktisk portefølje og avkastningen på en nærmere definert referanseportefølje. Positiv differanseavkastning kalles meravkastning, negativ kalles mindreamkastning.

Durasjon

Renteinstrumenter har vanligvis en pålydende verdi som tilbakebetales til kjøperen ved forfall og rentekuponger som betales til kjøperen til faste tidspunkter gjennom løpetiden. Til sammen utgjør dette instrumentets kontantstrømmer til kjøperen. Durasjon er den vektete gjennomsnittstiden til forfall på et lån beregnet ut fra nåverdien på framtidige kontantstrømmer. Modifisert durasjon, som er nært relatert til durasjon, er et mål for hvor følsomt prisen på instrumentet er for renteendringer. Lang durasjon betyr at prisen er svært følsom for renteendringer.

Egenkapitalinstrumenter

Aktivaklasse som i hovedsak omfatter (fysiske) aksjer, aksjefuturekontrakter og opsjoner knyttet til aksjeverdier.

Eierrettigheter

Som aksjonær er en investor deleier i et aksjeselskap. Aksjonærene har eierrettigheter, som hovedsakelig er knyttet til møterett i generalforsamlinger der aksjonærene kan utøve sin stemmerett. Vanligvis velges styret i aksjeselskaper på generalforsamlingen. For SPU har NBIM – i henhold til Finansdepartementets etiske retningslinjer – ansvar for å utøve eierrettigheter. NBIMs bruk av eierrettigheter utøves på en rekke forskjellige måter: ved bruk av stemmeretten, dialog med enkeltselskaper, samarbeid med andre investorer, innspill til

regulerende myndigheter, forskning og offentlig kommunikasjon.

Emisjon

Emisjon er utstedelse av verdipapirer fra et utstederforetak.

Futurekontrakt

En futurekontrakt er en standardisert avtale om å levere en eiendel eller dens pengeverdi på en forhåndsbestemt dag til en forhåndsbestemt pris. Futurekontrakten verdsettes løpende (daglig) til markedsverdi, og kjøper og selger blir henholdsvis godskrevet og belastet (margin) i forhold til verdiutviklingen i futurekontrakten. Det handles futurekontrakter i mange typer finansobjekter, inklusive aksjer og obligasjoner. Futurekontrakter er en vanlig type derivat.

Gearing

Se leverage.

Geometrisk differanse

Forskjellen mellom to avkastningstall kan beregnes enten som en enkel aritmetisk differanse (prosentpoeng som er forskjell i tallverdi), eller som en geometrisk differanse der en sier hvor mange prosents forskjell det er på avkastningstallene. For eksempel er den aritmetiske differansen mellom 10 prosent og 11 prosent lik 1 prosentpoeng, mens den geometriske differansen er lik $(111/110-1)*100 = 0,9$ prosent.

Indeksforvaltning

En indeksforvalter har som oppdrag å oppnå en avkastning som er nær opp til avkastningen på nærmere angitte indekser av aksjer eller obligasjoner. Indeksforvaltning (også kalt passiv forvaltning) har lave forvaltnings- og transaksjonskostnader sammenlignet med aktiv forvaltning. Se også utvidet indeksering.

Korrelasjon

Korrelasjonen mellom to variabler beskriver graden av samvariasjon. Dersom korrelasjonen er lik 1 beveger de to variablene seg alltid helt i takt. Dersom det er null korrelasjon, beveger de seg helt uavhengig av hverandre.

Kredittbytteavtale ("Credit Default Swap")

Kredittbytteavtale eller Credit Default Swap (CDS) er en kontrakt som gir en forsikring mot at en bestemt bedrift misligholder obligasjoner som den har utstedt. Kontrakten består av to kontantstrømmer. Den ene kontantstrømmen er premien som den som påtar seg kreditttrisiko mottar fra

motpart. Den andre kontantstrømmen avhenger av en default hendelse og vil gi den som betaler den løpende premien en utbetaling som i korthet vil dekke inn tapet (fra pari kurs) som en eller flere spesifikke obligasjoner vil ha. Det finnes mange varianter av disse instrumentene. Instrumentene kan benyttes til å beskytte seg mot kreditt risiko eller de kan brukes til å ta kreditt risiko. En CDS genererer omtrent samme kreditt risiko som en obligasjon utstedt av referanse-selskapet.

Kredittvurdering

Det vil alltid være en viss grad av kreditt risiko ved investeringer i renteverdipapirer. Verdipapirer som inngår i referanseindeksen skal være kredittvurdert av et av kredittvurderingsbyråene som Standard & Poor's, Moody's eller Fitch og ha en kredittkarakter. Høyest oppnåelige karakter er AAA-aaa. Karakter mellom AAA-BBB kalles investment grade og indikerer at verdipapirer har god kvalitet og lavere risiko. Verdipapirer med lavere kredittkarakter kalles high-yield bonds og ratingen for speculative grade. Disse har høyere risiko og forventes å gi høyere avkastning.

Kreditt risiko

Kreditt risiko er risikoen for å lide tap på grunn av at utstederen av et verdipapir eller motpart i en verdipapirhandel ikke oppfyller sine forpliktelser. Kjøperen av en CDS mottar betaling fra selgeren kun hvis kredittbeskyttelsen av underliggende kreditt utløses ved en hendelse. En utløsende hendelse kan for eksempel være mislighold av underliggende kreditt.

Leverage (gearing)

Implisitt opplåning: Transaksjoner, strukturer, metodikker m.m. overfor en eksisterende beholdning av verdipapirer som i navnet ikke innebærer ett låneopptak, men der den finansielle effekten av å gjennomføre transaksjonen eller strukturen har samme effekt som eksplisitt opplåning.

Eksplisitt opplåning: Å låne penger for å supplere eller øke eksisterende beholdning av plasseringer i verdipapirer som medfører at risikoen, eller størrelsen for negative eller positive utfall, øker sammenlignet med det som var tilfelle ved den opprinnelige investering.

Likviditetspremie

Ulike verdipapirer er mer eller mindre lett omsettelige. For eksempel omsettes de fleste lands statsobligasjoner for store beløp hver dag,

mens det for enkelte obligasjoner utstedt av private selskaper kan være vanskelig å finne en kjøper eller selger. Papirer som kan være vanskelig å få solgt har gjerne en litt høyere avkastning. Denne meravkastningen kalles likviditetspremie.

Markedskapitaliseringsvekter

Markedskapitaliseringsvekter er vekter som svarer til den andel hvert aktivum eller aktivaklasse eller land/region har av total markedsverdi innenfor et definert univers. For SPU brukes slike vekter til å bestemme hvor stor andel hvert lands aksjeindeks eller hver valutas renteindeks skal ha i totalindeksen for en region.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risiko knyttet til bevegelser i markedspriser, som for eksempel aksjekurser og renter.

Meravkastning, mindreavkastning

Se differanseavkastning.

Mortgage Backed Securities (MBS)

MBS er en type renteverdipapirer som består av en pakke av lån som har pant i eiendom. Lånene pakkes om til et nytt verdipapir og dette kalles MBS. Det finnes ulike verdipapirer i denne kategorien. Som eksempel kan nevnes:

- RMBS = Residential MBS (boliglån)
- CMBS = Commercial MBS (låneportefølje bestående av lån til kommersielle eiendoms-selskap)

Hensikten med å utstede denne type verdipapirer er å redistribuere risikoen i de underliggende lånene. MBS kan inndeles i to kategorier: agency og non-agency. De mest omtalte amerikanske agencies er Fannie Mae, Freddy Mac og Ginnie Mae.

Obligasjon

En obligasjon er et rentebærende verdipapir som utstedes av nasjonalstater (statsobligasjoner) eller bedrifter for å ta opp et lån. Har ofte, men ikke alltid, fast rente over lånets løpetid. Brukes normalt om papirer med opprinnelig løpetid på mer enn ett år. Et papir med kortere løpetid kalles sertifikat. Viktige data for en obligasjon er kupongrenten, som er det utstederen skal betale innehaveren i hver periode (normalt et år), og forfallstidspunkt, som er da utstederen må betale hele lånet til innehaveren av obligasjonen. Nasjonalstater er de største utstedere av obligasjoner. En del obligasjoner utstedes med sikkerhet

i spesifiserte aktiva, som boliger eller forretnings- eiendommer (pantesikrede obligasjoner).

Obligasjonsfuturekontrakter

Se futurekontrakter.

Obligasjonsindeks

Som aksjeindeks, men sammensatt av obligasjoner.

Oppgjørsrisiko

Oppgjørsrisiko er risiko for å lide tap fordi utveksling av betaling og verdipapir ikke går som planlagt etter en avtalt handel.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko innbefatter blant annet risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen.

Opsjoner

En opsjon er en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge et verdipapir eller en børsindeks til en bestemt pris på, eller innen, et bestemt tidspunkt. Innehaveren av en opsjon har en rett, men ikke en plikt til å kreve avtalen innfridd. Utstederen har en plikt til å innfri opsjonen. Innehaveren betaler et beløp, en opsjonspremie, til utstederen når opsjonsavtalen inngås. Opsjoner kan handles over børs eller direkte mellom to parter.

OTC-derivater

Over The Counter er samlebetegnelse på en del derivattyper hvor kontrakten inngås med en megler/bank e.l. direkte, istedenfor å handle kontrakten på en regulert markedsplass, for eksempel en børs. Rentebytteavtaler kan nevnes som et eksempel på derivater som handles på OTC-markedet.

Pengemarkedsinstrument

Pengemarkedsinstrumenter er sertifikater og bankinnskudd med løpetid på under 12 måneder.

Portefølje

Brukes om samlet mengde av de verdipapirer som et fond blir investert i. SPU's portefølje består blant annet av aksjer, aksjefuturekontrakter, obligasjoner, pengemarkedsinstrumenter, bytteavtaler, rentefuturekontrakter og valuta-terminkontrakter.

Rating

De mest kjente ratingbyråene er Moody's og Standard & Poor's. Disse byråene vurderer hvor kredittverdige utstedere av verdipapirer er, og gir utstederne karakterer. Disse karakterene angir utstedernes kredittrating.

Realavkastning

Realavkastning er nominell avkastning fratrukket prisstigning. Dette innebærer omregning av et verditall til et fast prisnivå. Prisstigningen trekkes fra den nominelle avkastningen for å få et uttrykk for reell avkastning; det vil si hvor mye mer en portefølje er verdt regnet i faste priser.

Rebalansering

I referanseporteføljen for SPU, som er fastsatt av Finansdepartementet, er aksjeandelen 60 prosent og obligasjonsandelen 40 prosent. Innen hver av de to aktivaklassene inngår hovedregionene med faste vekter, mens det for hvert land innen hver region brukes markeds kapitaliseringsvekter. Over tid vil ulik prisutvikling mellom aktivaklassene og regionene bety at vektene vil endre seg, for eksempel vil sterkest økning i aksjeprisene bety at aksjeandelen blir mer enn 60 prosent. Rebalansering vil si å "nullstille" referanseporteføljen tilbake til de opprinnelige vektene.

Referanseportefølje

En sammenvektning av aksjeindekser og/eller obligasjonsindekser som en forvalter resultatmåles i forhold til. For at målingen skal være rettferdig, må de som utarbeider referanseporteføljer tilfredsstillende nødvendige krav om dokumentasjon, forutsigbarhet og åpenhet. For forvaltningen av SPU har Finansdepartementet definert en referanseportefølje der aksje- og obligasjonsindekser for en rekke land eller valutaer er vektet sammen.

Relativ volatilitet

Ved delegering av et forvaltningsoppdrag vil oppdragsgiveren vanligvis sette rammer for hvor mye risiko forvalteren kan ta. Det kan gjøres ved å definere en referanseportefølje og samtidig legge inn en grense for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseporteføljen. Dersom man ønsker én enkelt grenseverdi for hele porteføljen, kan det være hensiktsmessig å legge beskrankningene på den forventede forskjellen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Forventet standardavvik til denne forskjellen er definert som forventet relativ volatilitet (ex ante). Standardavviket til realisert differanseavkastning

omtales som relativ volatilitet (ex post). Rammen for NBIM er satt til 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet.

Rentebytteavtale

Rentebytteavtale er en avtale mellom to parter om å bytte rentebetingelser på en kontantstrøm. Det typiske kan være et bytte mellom fastrente og flytende rente i en periode. Kjøpt betyr at NBIM mottar fast rente og solgt betyr at NBIM betaler fast rente. Rentebytteavtale er omtalt som interest rate swaps på engelsk (IRS), og bytteavtaler omtales generelt som swaps. Kontantstrømmene hver vei blir ofte kalt for "ben", dvs. en rentebytteavtale har et ben med fastrente og et ben med flytende rente.

Renteinstrumenter

Renteinstrumenter er en aktivaklasse som omfatter alle verdipapirer der avkastningen er bestemt ved at eieren mottar en fast rente av en pålydende verdi, og dessuten verdipapirer med avkastning avledet av slike rentegodtgjørelser. Klassen omfatter i hovedsak (fysiske) obligasjoner og derivater knyttet til obligasjoner, samt kortsiktige pengemarkedsplasseringer som sertifikater og bankinnskudd.

Selskapsobligasjoner

Selskapsobligasjoner er utstedt av de enkelte selskaper som har behov for finansiering og tar opp lån ved å utstede obligasjoner. I denne kategorien kommer blant annet industriselskaper, bank og finans og produksjonsselskaper.

Shortsalg

I mange markeder er det tillatt å avtale salg av verdipapirer man ikke eier. På avtalt leveringsdato må imidlertid selgeren ha papiret, enten etter å ha kjøpt det eller vanligere ved å ha lånt det av en tredjepart. Shortsalg kan være lønnsomt dersom man venter at prisen på verdipapiret skal synke før man må kjøpe det.

Standardavvik

Standardavvik er et mål som viser hvor mye verdien av en variabel kan ventes å svinge. For en konstant verdi vil standardavviket være lik 0. Høyere standardavvik betyr større svingninger.

Spread

Spread brukes generelt om forskjellen mellom to priser. I obligasjonsmarkedet brukes spread om forskjellen mellom salgs- og kjøpskurs på en obligasjon. Ved omsetning av obligasjoner tar

ikke meglerne direkte betalt for sine tjenester, men stiller i stedet ulike kurser for kjøp og salg.

Statsobligasjoner

Statsobligasjoner er rentebærende verdipapirer som er utstedt av nasjonalstater for å ta opp et lån, og har ofte fast rente over lånets løpetid. Begrepet obligasjoner brukes normalt for verdipapirer som har løpetid på mer enn ett år. Eksempler på nasjonalstater som utsteder obligasjoner er Tyskland, Storbritannia, USA, Italia, Frankrike og Japan. Statsobligasjoner er som regel noe av det mest likvide og trygge en kan investere i, og representerer mindre risiko enn andre typer obligasjoner. Statspapirer har ofte høy rating fra ratingbyråene, Norge har for eksempel AAA som er den høyest oppnåelige rating. Alle stater har imidlertid ikke den høyeste ratingen.

Strukturerte verdipapirer

En type strukturerte verdipapirer er ulike lån samlet i en pakke. Denne pakken av lån blir da utstedt som et verdipapir som blir inndelt i transjer. Transjene rangeres fra senior til junior. Seniortransjene skal per definisjon ha lavere risiko og lavere avkastning. En investor kan ikke identifisere hvem som er opprinnelig låntaker i motsetning til ved ordinære obligasjoner hvor låntaker er kjent. Eksempler på strukturerte verdipapirer er MBS, ABS, RMBS og CMBS. I kjølvannet av finanskrisen viser det seg at enkelte verdipapirer har fått for god rating av ratingbyråene. Seniortransjene har som regel AAA-rating fra ratingbyråene.

Sub prime

Sub prime er samlebetegnelse på låntakere som har lav kredittvurdering. "Prime" er vanligvis betegnelse på låntakere som de store kredittvurderingsbyråene (Moody's, Standard & Poor's) har gitt karakteren BBB eller bedre. I forbindelse med kredittkrisen som startet i USA i 2007 ble betegnelsen "sub prime" knyttet til praksisen med å gi lån til låntakere som ikke kvalifiserte for de beste lånerentene på grunn av sin dårlige kreditt-historie.

Terminkontrakter

Terminkontrakter er kontrakter om kjøp eller salg av aktiva på et framtidig tidspunkt og til en bestemt pris. For standardiserte terminkontrakter, se futurekontrakter.

Terminstruktur

Rentens terminstruktur avhenger av gjenstående løpetid for et lån (egentlig et lån der rentebetalinger først forfaller samtidig som hovedstolen) og den rente som noteres i markedet for lånet. Normalt vil lenger løpetid gi høyere rente, men i noen situasjoner er det omvendt (invertert terminstruktur).

Totalavkastningsbytteavtale

Totalavkastningsbytteavtale eller Total Return Swap (TRS), er en bytteavtale hvor avkastning på underliggende byttes mot pengemarkedsrenten (LIBOR eller lignende). Kjøpt betyr at NBIM mottar indeksavkastning og solgt betyr at NBIM betaler indeksavkastning.

Utvidet ("enhanced") indeksering

På en portefølje som er gjenstand for indeksforvaltning kan det i spesielle prisingssituasjoner brukes ulike teknikker for å oppnå høyere avkastning enn en ville få ved ren passiv forvaltning. Dette kalles utvidet ("enhanced") indeksering. Et eksempel er situasjoner der et selskap skal inn i en aksjeindeks. Dette fører vanligvis til høyere pris på aksjen, og da kan en ofte tjene på å kjøpe aksjen før prisen stiger.

Value at Risk

Value at Risk er den verdi en investor risikerer å tape innen en gitt tidshorisont dersom avkastningen blir så ugunstig som den kan bli med en viss sannsynlighet. Det er vanlig å bruke en prosent sannsynlighetsnivå, altså se på hva som kan tapes i ett av hundre tilfeller.

Valutabytteavtale (valutaswap)

En valutabytteavtale er en avtale mellom to parter om å utveksle rentebetalinger og hovedstol i to forskjellige valutaer, for eksempel euro og dollar.

Verdipapirisering

Verdipapirisering innebærer at fordringsmasser av ulike slag, for eksempel en portefølje med boliglån, selges til et foretak hvis virksomhet er begrenset til å eie fordringene og til å finansiere ervervet gjennom utstedelse av obligasjoner eller lignende verdipapirer. Obligasjonene selges til

investorer som SPU. Verdipapirisering er svært vanlig i det amerikanske obligasjonsmarkedet (Mortgage Backed Securities og Asset Backed Securities).

Vedlegg 2: Referanseliste

Stortingsdokumenter

- Ot.prp.nr. 58 (2008–2009) Om lov om endringer i lov 24. mai 1985 nr. 28 om Norges Bank og pengevesenet mv. (ny regnskaps- og revisjonsordning mv.)
- Stortingsmelding nr. 3 Statsrekneskapen for perioden 1998–2008
- Stortingsmelding nr. 16 (2006–2007) Om forvaltning av Statens pensjonsfond i 2006
- Stortingsmelding nr. 24 (2007–2008) Om forvaltning av Statens pensjonsfond i 2007
- Stortingsmelding nr. 20 (2008–2009) Om forvaltning av Statens pensjonsfond i 2008
- St.prp.nr.1, de årlige budsjettproposisjoner for 1998–2008

Lover, regler og standarder

- Forskrift om forvaltningen av Statens Pensjonsfond av 22. desember 2005
- Global Investment Performance Standards, 2. utgave 2006
- IFRS, International Financial Reporting Standards (2008), England, International Accounting Standards Board
- IFRS på norsk, Forskrifter om internasjonale regnskapsstandarder (2007), 2. utgave. Oslo: DnR forlaget
- LOV-2004-11-19-73 Lov om bokføring
- LOV-1985-05-24-28 Lov om Norges Bank og pengevesenet mv.
- LOV-2004-05-07-21 Lov om Riksrevisjonen.
- LOV-2005-12-21-123 Lov om Statens pensjonsfond
- LOV-1998-07-17-56 Lov om årsregnskap m.v.
- Norsk regnskapsstandard, Norsk Regnskapsstiftelse
- Reglement for økonomistyring i staten med bestemmelser, 12.12.2003, sist endret 14.11.2006
- Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland av 05.01.2004
- SFAS 107 Disclosures about fair value of financial instruments, desember 1991
- SFAS 157 Fair Value Measurements, september 2006

Andre dokumenter

- CalPERS: Comprehensive Annual Financial Report; year ended June 30, 2007. <https://www.calpers.ca.gov/mss-pub/SearchController?viewpackage=action&PageId=SearchCatalog&package_code=1257> [Lesedato 31.10.2008]
- Folketrygdfondet: Årsrapport 2008
- Forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank, inngått 12.02.2001, sist endret 22.12.2005
- IASB Expert Advisory Panel: Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active, 07.08.2008
- NBIM: Årsrapporter vedrørende forvaltning av SPU 1998–2008
- Presentasjonsmateriale utdelt av NBIM i møter, brev og e-post (unntatt offentlighet)
- Tomorrow is today ABP 2007, Annual Report, Financial Statements 2007. <http://www.abp.nl/abp/abp/english/about_abp/press_service/annual_reports> [Lesedato 31.10.2008]
- UBS: Annual report 2007. <<http://www.ubs.com/1/e/investors/annualreporting.html>> [Lesedato 31.10.2008]

Vedlegg 3: Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet



NORGES BANK

Finansdepartementet
Økonomiavdelingen
Postboks 8008, Dep.

0030 OSLO

Deres ref.
Y. Tveit

Vår ref.
U. Lærum

Oslo
31.01.2000

VERDSETTELSESPRINSIPPER FOR EIENDELER I STATENS PETROLEUMSFOND

Det vises telefonsamtaler og brev fra Finansdepartementet av 13. januar 1997 vedrørende regnskap for Statens petroleumsfond. Av brevet fremgår at regnskapsføringen i Petroleumsfondet skal følge de samme regnskapsprinsipper som Norges Banks regnskap. Dette er videre utdypet i brevet hvor det er presisert at det skal foretas separat porteføljevurdering etter laveste verdis prinsipp. Dette prinsippet bygger på gjeldende regnskapsprinsipp for Norges Bank.

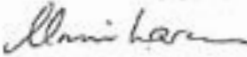
Fra og med 1999 verdsettes verdipapirbeholdningene i Norges Bank til markedsverdi. Endringen er begrunnet med utvikling i norsk regnskapslovgivning og andre sentralbankers regnskapsprinsipper.

I tillegg til at det generelt er uttrykt fra Finansdepartementet at Petroleumsfondet skal benytte de samme regnskapsprinsipper som Norges Bank, vil følgende forhold tilsi samme konklusjon:


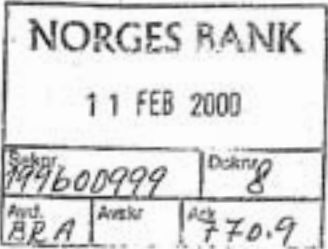
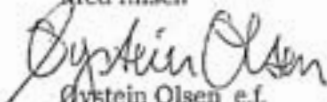
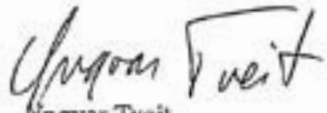
- Petroleumsfondets kronekonto inkl. opptjent avkastning vil vise den reelle verdien av fondet til en hver tid. Markedsverdi vil være det beste uttrykk for den faktiske verdi og avkastning i fondet. Ved en eventuell oppløsning av fondet vil realisasjonsverdi tilsvare markedsverdi.
- Rapportering av Petroleumsfondet i øvrige sammenhenger skjer primært til markedsverdi. Intern og ekstern oppfølging av fondet tar utgangspunkt i markedsverdien. Forskjellig verdsettelse i offentliggjorte kvartals- og årsrapporter og regnskapsrapporteringen er forvirrende for brukerne av informasjonen. Ved å benytte samme verdsettelse i alle sammenhenger vil en oppnå tilnærmet konsistens mot reviderte regnskapsdata, noe som normalt vil gi et grunnlag for kvalitativt gode analyser.
- Ny regnskapslovgivning for en rekke andre sammenlignbare virksomheter tilsier markedsverdivurdering. Forskrift for verdipapirfond fastsatt med hjemmel i regnskapslovgivningen nevner eksempelvis i § 3-1 at verdipapirportefoljen skal vurderes til virkelig verdi (markedsverdi).

Norges Bank vil anbefale at Statens petroleumsfonds verdipapirportefølje verdsettes til markedsverdi i regnskapsrapporteringen fra og med 1999. På grunn av fremdriften i årsoppgjøret ber vi om en rask tilbakemelding fra Finansdepartementet.


Harald Haare


Unni Lærum

Vedlegg 4: Brev fra Finansdepartementet til Norges Bank

N.B. 11.02.00	 DET KONGELIGE FINANSDEPARTEMENT	 <p>NORGES BANK 11 FEB 2000 Saknr. 199600999 Doknr. 8 Avd. BRA Avsk. Avsk. 770.9</p>	
Deres ref	Vår ref Ø 00/615 YT	Dato 10.2.2000	
VERDSETTELSESPRINSIPPER FOR EIENDELER I STATENS PETROLEUMSFOND			
Det vises til brev av 31. januar 2000.			
Regnskapsføringen i Statens petroleumsfond skal fortsatt følge samme regnskapsprinsipper som Norges Banks regnskap. En har merket seg at verdipapirbeholdningen fra og med 1999 verdsettes til markedsverdi. Det vises for øvrig til § 3 i forskrift om forvaltning av Statens petroleumsfond.			
Med hilsen  Øystein Olsen e.f. ekspedisjonssjef	 Ingvar Tveit fung. avdelingsdirektor		
Postadresse Postboks 8008 Dep 0030 Oslo	Kontoradresse Åkersg 40	Telefon 22 24 90 90 Org. nr. 972 417 807	Økonomiavdelingen Telefon 22 24 45 03/13 Telefaks 22 24 95 09

Vedlegg 5: Overordnet sammenligning av regnskapsinformasjonen

Det er foretatt en overordnet sammenligning av kvaliteten på noteopplysninger mellom SPU, ABP, CalPERS og UBS. Sammenligningen er basert på disse kapitalforvalternes årsrapport for 2007. Det er i hovedsak noteopplysninger vedrørende måling til virkelig verdi og risiko som er vurdert, da de anses å være de mest sentrale noteopplysningene for den type virksomhet som SPU representerer.

Kapitalforvalter	Måling til virkelig verdi	Risiko
SPU	Gir en generell kortfattet beskrivelse av verdsettelseshierarkiet som er benyttet. Det er i tillegg gitt mer detaljerte opplysninger om usikkerhet i verdsettelse relatert til Asset Backed Securities og Structured Investment Vehicles. ⁴⁰	Gir en generell kortfattet beskrivelse av markedsrisiko og kredittrisiko. Inkluderer ikke sensitivitetsanalyser o.l. ⁴¹
ABP	Gir en generell kortfattet beskrivelse av verdsettelse som er benyttet. ⁴²	Gir en generell kortfattet beskrivelse av markedsrisiko, kredittrisiko og valutarisiko. Inkluderer sensitivitetsanalyser og andre kvantitative opplysninger. ⁴³
CalPERS	Gir en generell kortfattet beskrivelse av verdsettelse som er benyttet. ⁴⁴	Gir en generell kortfattet beskrivelse av markedsrisiko, kredittrisiko og valutarisiko. Inkluderer ikke sensitivitetsanalyser. ⁴⁵
UBS	Gir utfyllende opplysninger om verdsettelseshierarkiet og metoder som er benyttet. Notene inneholder kvantitativ informasjon om hvor stor andel av de finansielle instrumentene som måles i henhold til aktive markedspriser m.m. ⁴⁶	Har en omfattende beskrivelse av risiko med tilhørende sensitivitetsanalyser. Som en separat del av årsrapporten utgis det en egen delrapport kalt "Risk, Treasury and Capital Management". ⁴⁷

Sammenlignet med CalPERS og ABP kan det ikke konstateres at den regnskapsinformasjonen som framgår av årsrapporten fra NBIM for 2007 verken er betydelig bedre eller betydelig dårligere. Dette anses imidlertid ikke å representere beste praksis da regnskapsbrukerne etter Riksrevisjonens vurdering bør få mer utfyllende og presis informasjon om den verdsettelsen som er foretatt og den risiko som foreligger (inkludert sensitivitetsanalyser). Store internasjonale kapitalforvaltere som benytter IFRS gir denne type informasjon, og representerer også etter Riksrevisjonens vurdering det nivå som NBIM bør etterstrebe i rapporteringen av aktivitetene i SPU. Sammenligningen ovenfor indikerer at det må inntas betydelig større grad av kvalitativ og kvantifiserbar informasjon i noteopplysningene i regnskapet til SPU hvis IFRS 7 skal følges.

40) Se NBIMs årsrapport for 2007, note 4.2, samt note 11.

41) Se note 11 i årsrapporten for 2007.

42) Se note om "Accounting Policies – Valuation Principles" i Financial Statements 2007.

43) Se "Notes to the consolidated financial statements – Risk management" i Financial Statements 2007.

44) Se note 2 i Comprehensive Annual Financial Report; year ended June 30, 2007.

45) Se note 4 i Comprehensive Annual Financial Report; year ended June 30, 2007.

46) Se note 26 i Annual report 2007; 4 Financial Statements.

47) Se, Annual Report 2007; 2 Risk, Treasury and Capital Management.

Vedlegg 6: IAS 39 Finansielle instrumenter – innregning og måling

Første gangs regnskapsføring – virkelig verdi

Alle instrumenter skal ved første gangs regnskapsføring måles til virkelig verdi. Normalt vil virkelig verdi på transaksjonstidspunktet være transaksjonsprisen. Dette betyr at virkelig verdi og historisk kost normalt vil være tilnærmet sammenfallende på transaksjonstidspunktet. Direkte transaksjonskostnader inkluderes i målingen av virkelig verdi ved første gangs regnskapsføring, med unntak av instrumenter som måles til virkelig verdi med endringer i virkelig verdi mot resultatet. Effekten av dette er at direkte transaksjonskostnader som blir direkte utgiftsført for instrumenter som måles til virkelig verdi mot resultatet, blir midlertidig ført mot egenkapitalen (for instrumenter som måles til virkelig verdi). Endringer i virkelig verdi føres mot egenkapitalen, og blir amortisert over levetiden til instrumentet, som ved påfølgende regnskapsføring måles til amortisert kost.

Unntaksvis vil imidlertid virkelig verdi på instrumentet kunne avvike fra virksomhetens transaksjonspris. Dette vil i så fall medføre at det blir regnskapsført en gevinst eller et tap på instrumentet ved første gangs regnskapsføring. For instrumenter som ikke handles i et aktivt marked vil dette kun være tilfelle dersom det:

- 1) finnes andre observerbare transaksjoner i det samme instrumentet som angir en annen virkelig verdi for instrumentet enn virksomhetens transaksjonspris, eller
- 2) dersom en verdsettingsteknikk som kun baserer seg på observerbare markedsdata viser en annen verdi enn transaksjonsprisen.

Virkelig verdi er i IAS 39 definert som det beløpet en eiendel eller forpliktelse kan omsettes for i en armlengdes transaksjon mellom informerte og villige parter. Underliggende i definisjonen av virkelig verdi er en antagelse om at virksomheten er et "going concern" uten behov eller intensjon om å likvidere eiendeler eller forpliktelser, innskrenke omfanget av virksomheten eller foreta transaksjoner til ugunstige vilkår. Virkelig verdi er altså ikke det beløpet en virksomhet ville kunne fått i en tvungen transaksjon, ufrivillig likvidering eller annen påtvungen transaksjon. Virkelig verdi skal likevel reflektere forhold som kredittrisiko.

Virkelig verdi for en portefølje av finansielle instrumenter er den noterte prisen for instrumentene multiplisert med antall enheter av instrumentet. Dette betyr blant annet at en eventuell rabatt eller premie på en større post i et selskap ikke skal reflekteres i den regnskapsmessige målingen av verdien av aksjen. Kjøper en virksomhet for eksempel en andel på 5 prosent i et børsnotert selskap og betaler en overkurs i forhold til den noterte prisen, vil dette følgelig medføre et regnskapsmessig tap ved første gangs regnskapsføring såfremt den noterte kursen er upåvirket av den foretatte transaksjonen.

Aktivt marked

I henhold til IAS 39 er et finansielt instrument ansett som handlet i et aktivt marked dersom noterte priser raskt og regelmessig er tilgjengelig fra en børs, trader/dealer, megler, industri-gruppering/bransjeorganisasjon, prissettingsbyrå eller reguleringsmyndigheter. Disse prisene må representere faktiske og regelmessige markeds-transaksjoner foretatt på armlengdes avstand. Målsettingen er å bestemme den prisen instrumentet ville blitt omsatt for i en transaksjon på balansedatoen i det mest fordelaktige aktive markedet hvor virksomheten har umiddelbar tilgang, eventuelle forskjeller i kredittrisiko hensyntatt. Dersom noterte priser ikke er tilgjengelige på verdsettingstidspunktet, vil den siste transaksjonen som er foretatt være det beste beviset på virkelig verdi, såfremt det ikke har skjedd vesentlige endringer i de økonomiske forholdene etter at transaksjonen ble foretatt. I den grad det har vært vesentlige endringer i de økonomiske forholdene, skal dette hensyntas med referanse til dagens priser på sammenlignbare instrumenter. Hvis det kan påvises at den siste transaksjonsprisen ikke representerer virkelig verdi, for eksempel på grunn av likvidering av eiendeler eller tvungne salg, skal prisen justeres for å ta hensyn til dette.

Dersom det ikke er noterte priser for selve instrumentet, men for de underliggende komponentene i instrumentet, skal instrumentet verdsettes på grunnlag av de noterte prisene på komponentene. Dette kan for eksempel være tilfelle for en renteswap eller en valutatermin, der det normalt

finnes noteringer for de underliggende rentene og valutakursene, men ikke for selve instrumentet.

Ikke-aktivt marked – verdsettingsteknikk

Dersom det ikke eksisterer et aktivt marked, skal verdsettingsteknikker benyttes for å finne virkelig verdi. Eksempler på verdsettingsteknikker er: prising ut fra nylige armlengdes transaksjoner i det aktuelle instrumentet mellom informerte og villige parter, prising ut fra virkelig verdi på et instrument som substansielt er likt det instrumentet som skal verdsettes, prising basert på nåverdi av framtidige forventede kontantstrømmer eller opsjonsprisingsmodeller.

Standarden gir klare føringer på at det skal benyttes verdsettingsteknikker som markedsaktører ville ha benyttet dersom de skulle verdsett et tilsvarende instrument. Det skal videre benyttes mest mulig markedsinformasjon i verdsettingen av instrumentet. Et eksempel på det siste er at dersom en virksomhet skal prise en renteswap, så skal det benyttes markedsrenter dersom disse eksisterer og ikke selskapets eget anslag for framtidig rente.

Standarden stiller også klare krav til kalibrering og testing av verdsettingsmodeller mot markedsdata. Markedsdata skal til dette formålet innhentes konsistent fra det markedet hvor instrumentet først var utstedt eller kjøpt.

Det presiseres at den initielle transaksjonen normalt er det beste beviset på virkelig verdi ved første gangs regnskapsføring, og at denne transaksjonsprisen representerer et fundament for den videre prisingen av instrumentet. For eksempel kan virkelig verdi for et unotert gjeldsinstrument bestemmes ut fra markedsforholdene på tidspunktet for utstedelse eller kjøp, og dagens markedsforhold eller rentenivåer som foretaket står overfor for tilsvarende instrumenter.

Dersom ikke samme informasjon er tilgjengelig ved hvert tidspunkt for måling, vil virksomheten kunne anta at det ikke har skjedd noen endringer fra forrige verdsettingstidspunkt. Virksomheten er imidlertid forventet å legge til grunn en rimelig innsats for å fastslå hvorvidt det har skjedd endringer i disse faktorene. Dersom det er bevis for at det har skjedd endringer i relevante faktorer, selv om ikke disse er direkte observerbare, vil virksomheten måtte ta hensyn til disse faktorene ved prisingen av instrumentet.

I den grad virksomheten verdsetter instrumentet på grunnlag av diskonterte kontantstrømmer, må oppdaterte renter som svarer til de gjeldende rentene for tilsvarende instrumenter med tilsvarende kredittrisiko benyttes. For kortsiktige fordringer og gjeld som ikke er rentebærende kan effekten av diskontering ses bort fra dersom effekten av diskontering er uvesentlig.



241 491 30 647 215 420 -71 254 5 884 713 726 336



241 491

Trykk: 07 Lobo Media AS 2009

Riksrevisjonen
Pilestredet 42
Postboks 8130 Dep
0032 Oslo

sentralbord 22 24 10 00
telefaks 22 24 10 01
riksrevisjonen@riksrevisjonen.no

www.riksrevisjonen.no

118 192 -1 057 54 384 183 301 26 120 372 -330 692 42 197 5 107 00

