Risikobasert oppfølging av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland

1. Bakgrunn

Norges Bank gir i dette brevet en oversikt over endringene i bankens organisering av kapitalforvaltningen som vi har gjennomført det siste året. Vi omtaler videre enkelte prosjekter som departementet ønsker status for, og vi diskuterer på prinsipiell basis rammeverket og retningslinjer for styring av markedsriskoen i SPU. Endelig omtaler vi enkelte forhold vedrørende hovedstyrets og internevisjonens oppfølging av bankens enhet for kapitalforvaltning, Norges Bank Investment Management (NBIM).

2. Om organisering og styring av kapitalforvaltningen i Norges Bank

NBIM var frem til 2008 en organisasjon med to relativt uavhengige forretningsområder for aksjer og renter. En del sentrale stabsfunksjoner som prosjektstyring, budsjettering, IT og en rekke rapporterings- og kontrollfunksjoner var gradvis blitt flyttet ut i de to forretningsområdene. Etter hvert som virksomheten ble større og mer kompleks så vi imidlertid behov for større grad av sentralisert styring og kontroll.

Med ny ledelse av NBIM fra 2008 var det naturlig å vurdere organiseringen på nytt. Samtidig hadde den internasjonale finanskrisen bidratt til visse endringer i styring og oppfølging av virksomheten. Vi vil understreke at NBIM løpende vil vurdere organisering av virksomheten, slik at beskrivelsen nedenfor av organisasjonen ikke må oppfattes som statisk.
Ny organisering av NBIM ble iverksatt fra 1. mars 2008. Formålet var dels å styrke og rendyrke investoringsfunksjonene, og dels å styrke de overordnede kontrollfunksjonen. Vi har gjennomført et klart skille mellom avdelinger som har ansvar for investeringsbeslutninger og avdelinger som har ansvar for operative funksjoner og kontrollfunksjoner. Vi har skilt ansvaret for gjennomføring av handler i markedene ("trading") fra ansvaret til porteføljeforvalterne, slik at de som tar investeringsbeslutningene ikke selv utfører handlene i markedene. Rolledelingen på dette nivået, med retningslinjer bygget inn i handelssystemene, vil være et effektivt vern mot risiko for feil eller mislighet på enkeltindividnivå.

NBIM har ved rekruittering og ny organisering styrket kontrollfunksjonene. Vi har bygget opp en enhet for overvåking av markedsrisiko, kredittrisiko og motpartsrisiko på tvers av investeringsenheterene. Denne enheten er nå lokalisert fysisk nærmere de ansatte som står for den aktive risikotaking i fondet, i motsætning til tidligere da dette hadde mer karakter av en stabsoppgave. For tiden arbeider rundt 20 ansatte i denne funksjonen.

NBIM har videre styrket kontrollfunksjonene som har ansvar for å påse at NBIM overholder markedsregulering, som kontrollerer at investeringsmandater følges, som tolker investeringsretninglinjer, som forbereder instrumentgodkjenning og som har ansvar for autorisasjonsstruktur. Denne funksjonen har også fått et bredere mandat for å overvåke NBIMs virksomhetsrisiko utenom markedsrisiko. Det vil i praksis si et ansvar for å påse at de andre avdelingene følger opp sin virksomhetsrisiko. Dette omfatter operasjonell risiko, IT/informasjonsrisiko, og juridisk risiko, samt atferdsreglement og renommériski i bred forstand. For tiden arbeider rundt 15 ansatte i denne funksjonen.

NBIM har etablert en formell komitéstruktur som benytter kompetanse på tvers av avdelingene. Komiteene er rådgivende og benyttes av NBIMs leder til å drøfte relevante problemstillinger før beslutninger treffes. Komiteene spiller også en viktig rolle i utformingen av viktige retningslinjer for NBIMs virksomhet. NBIM har for tiden fem komiteer; én for instrumentgodkjenning, én for kreditt- og motpartsrisiko, én for forretningspraksis og atferdsreglement, én for investoringsrisiko og én for verdivurdering.


Mange av de risikosystemene som bygger på kvantitative modeller, har ikke gitt gode styringssignaler i den globale finanskrisen som ble utløst sommeren 2007. Erfaringen er at modeller eller stresstester ikke alene er tilstrekkelige for å vurdere risiko. En blanding av ulike kvantitative og kvalitative mål og rammer bør danne basis for styring av all type risiko innenfor finansiell forvaltning. Vi mener den nye strukturen på investeringsmandatene danner et solid fundament for å delegere og kontrollere flere sider ved markedsrisikoen.

Hovedstyrets oppfølgning og kontroll av virksomheten i NBIM er omtalt i punkt 6 nedenfor.
3. Status for viktige prosjekter
Nedenfor følger en omtale av to viktige prosjekter som departementet ønsker status for; uavhengig verdivurdering og måling av motpartsrisiko.

3.1 Uavhengig verdivurdering

Formålet med prosjektet "uavhengig verdivurdering" har vært å etablere en løsning som sikrer at alle beholdninger i SPU prises, kvalitetssikres og verifiseres av instanser uavhengig av de som foretar investeringsbeslutninger både internt i NBIM og hos eksterne forvaltere. Verdiblandingen skal være i samsvar med god regnskapspraksis og de krav som er fastsatt av Finansdepartementet i de utfyllende bestemmelser for forvaltningen av SPU, pkt. 4.1.


Ytterligere forbedringer gjennomføres fortørende.

I løsningen vil NBIMs eksterne regnskapsførere ha en viktig rolle. De får ansvar for å prise både eksternt og internt forvaltede porteføljer ved bruk av uavhengige prisingskilder. Regnskapsførerne skal benytte et prisingshierarki vedtatt av NBIM. I rollen som prisingskoordinator får en kontrollenhet i NBIMs driftsområde ansvar for å prise de samme instrumentene som regnskapsførerne. Enheten avstemmer egen verdivurdering med priser mottatt fra regnskapsførerne.

Kontrollenheten har ansvar for å gjennomføre ytterligere prisingskontroller ved månedsslutt for å sikre kvaliteten på prisene, og at prisingshierarkiet blir fulgt. Videre vil det bli utført stikkprøver gjennom året. Om nødvendig innhenter kontrollenheten bistand fra de eksterne prisingsspesialistene som er valgt til å bistå med prisingen av spesielt utfordrende investeringsobjekter.

NBIMs komité for verdivurdering (jf omtalen i punkt 2) er et forum for å drøfte større prisingshierarkier. Komiteen møtes minst hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapet. Parallel med forberedelsene av kvartalsregnskapet vil sentralbankrevisjonen i samarbeid med sin samarbeidspartner gjennomgå priskvalitet og priskontroller.

Norges Bank mener at denne strukturen både vil sikre kvalitet og uavhengighet i prising og verdivurdering av alle finansielle instrumenter i SPU.

3.2 Motpartsrisiko
Norges Banks rammeverk for vurdering og oppfølgning av motpartsrisikoer satt opp i samsvar med kravene fastsatt av Finansdepartementet i de utfyllende bestemmelser for forvaltningen av SPU, pkt. 4.2.2.

For utvelgelse og evaluering av motparter settes krav til ekstern kredittvurdering fra kredittvurderingsbyråene Moody’s, Standard & Poor’s og Fitch. Kravene er satt høyere for usikret krediteksponering enn for sikret krediteksponering (dvs. eksponering mot pant i
andre verdipapirer eller kontanter). Endringer av motpartners kredittvurdering blir fulgt opp på kontinuerlig basis av en uavhengig kontrollenhet.


Med basis i gjeldende overvåkings- og kontrollstruktur har vi i verksatt en rekke tiltak for å reducere motpartsrisikoene. De viktigste som kan nevnes er:

- NBIM har redusert eksponering i derivater og gjenkjøpsavtaler kraftig, i tillegg til at enkelte komplekse unoterte produkter ikke lenger er godkjente instrumenter.
- Krav om at handler i unoterte derivater kun kan gjøres med motparter vi har inngått en særskilt avtale med, og som sikrer våre rettigheter bl.a. ved at motparten må stille sikkerhet i form av verdipapirer og / eller kontanter
- Endring av prosessen for godkjenning av motparter ved ny organisering av NBIM, samt styrket oppfølgning og overvåkning av motparter
- Beslutning om å stoppe all ny handel, terminere utestående handler og overvåke utviklingen for enkelte sentrale motparter som fikk problemer i 2008.


4. Kreditrisiko
NBIM har vedtatt nye retningslinjer for kreditrisiko. Disse presiserer hvordan slik risiko skal måles og overvåkes. Som opplyst i punkt 2, har vi opprettet en motparts- og kreditrisikokomité som skal sikre en tverringlig fokus på alle kredittrelaterte forhold i forvaltningen.

NBIMs retningslinjer for kreditrisiko gir klare foringer for hvordan kreditrisiko skal behandles i NBIM; fra helt klare definisjoner av begreper, til konkrete metoder og omfang av ulike målekriterier. Det følger av retningslinjene at NBIM skal etablere et rammeverk for å måle og kontrollere kreditrisiko, både for enkelte utstedere og hele porteføljen av utstedere, inkludert korrelasjoner mellom utstederne. Det skal også gjennomføres stresstester av kreditrisiko som tar høyde for mulige ekstreme markeds situasjoner. For hele porteføljen av utstedere skal det også utarbeides en konsentrasjonsanalyse både for absolutt og relativ kreditrisiko. Siktemålet er å identifisere mulige store posisjoner på flere nivåer i porteføljen (sektor, valuta, region).

Videre skal NBIM følge utviklingen i markedets kredittvurdering ("rating") til alle de utstederne som finnes i renteporteføljen. Retningslinjene inneholder også krav til å etablere prosedyrer for å følge opp situasjoner der det er definert en kredittsituasjon ("default").

For å møte de økende kravene til å identifisere, måle og kontrollere kreditrisiko har NBIM i
den avdelingen som har ansvar for risikohåndtering styrket bemanningen med personer som har bred og variert bakgrunn fra fagområdet.

NBIM gjennomførte enkelte tiltak gjennom 2008 for å forbedre den kvantitative modellbaserte delen av måling og analyse av kreditrisiko. Vi har tatt i bruk en ny tredjepartsmodell som kan anvendes til å følge opp kredittutviklingen i store enkelteksponeringer innen vår investeringsportefølje. Vi vurderer å utvide bruken av denne modellen til å danne basis i en intern modellering, eller å anskaffe et annet system til å måle og analysere kreditrisiko for hele porteføljen som supplement til dagens modellering av markedsrisiko i vårt system for måling av slik risiko, Risk Manager.

NBIM planlegger også å integrere standard stresstester i vår periodiske beregning av markedsrisiko. Disse testene vil bli basert på definerte historiske perioder med store svingninger i finansmarkedene. Testene vil også inneholde perioder der kreditrisikoen var betydelig. Stresstestene er definerte og under utprøving. For andre deler av retningslinjene er det pågående prosesser for å etablere et rammeverk som adresserer de ulike kravene, både på enkelselskap og porteføljenivå.

5. Markedsrisiko
Forskriften for SPU fastsetter i dag en maksimal ramme på relativ markedsrisiko:

Den forventede forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen målt ved forventet relativ volatilitet på annualisert basis, skal maksimalt være 1,5 prosentpoeng.

I tillegg har departementet i de utfyllende bestemmelser, pkt. 4.21 satt ytterligere krav:

Markedsrisikoen skal måles slik at det kan godtgjøres at grensen for relativ risiko i Pensjonsfondet overholdes. Beste praksis på området skal benyttes med hensyn til målemetoder, detaljeringsgrad (dekomponering) og målefrekvens.


Det er viktig at rammeverket for risikostyringen innrettes slik at den gir et så utfyllende risikobilde som mulig. Hovedstyret har derfor fastsett et nytt investeringsmandat for leder av NBIM (jf. omtale i punkt 6) som legger opp til at rammene for risikostyring tar utgangspunkt i følgende hovedkategorier av risiko:

- Avvik fra referanseindeksen, hvor formålet er å sikre måling av eksponeringer som ikke tar utgangspunkt i en kvantitativ modell. Det kan fastsettes rammer for:
  - Avvik mellom faktisk portefølje og referanseporteføljen fordelt etter aktivklasse og geografisk region
  - Sektoravvik i rente- og aksjeporteføljen
- Minimumsgrenser for sammenfall mellom faktisk portefølje og referanseportefølje ("overlap") for de to aktivklassene
- Adgang til å belåne porteføljen.

- Risiko fra prishistorikk (volatilitet og korrelasjon), som kombinerer porteføljeekspowering og markenedes statistiske egenskaper. Det kan fastsettes rammer for:
  - Maksimal utnyttelse av markedsrisikoen målt ved forventet relativ volatilitet under normale markedsforhold, slik at det er en buffer når uventede situasjoner inntreffer
  - Konsentrasjonsrisikoen i porteføljen

- Faktoreksponering som beskriver i hvor stor grad en portefølje systematisk er eksponert mot faktorer som for eksempel små selskaper, fremvoksende marked er m.m.

- Likviditetseksponing, for å sikre at vi i forvaltningen har handlingsrom til å kunne justere eksponing, herunder i hvilken grad eksponsoering er likvide og kan avhendes.

Innenfor hver av de overnevnte risikokategorier vil det igjen være ulike målmetoder som utfyller hverandre. Ulike innfallsvinkler til risiko og komplementære målmetoder er viktige forutsetninger for å få sikret en effektivt og robust struktur på risikooppfølgingen.

Norges Bank mener at de restriksjonene på markedsrisikoen som Finansdepartementet fastsetter, bør være få, robuste og enkle å kommunisere. Vår oppfatning er derfor at det nåværende risikomålet (forventet relativ volatilitet) er et godt mål som også er "industrinorm" og at departementet bør opprettholde dette målet som det eneste mål på markedsrisiko fastsatt av departementet. I den nåværende markedsituasjonen ser det ut til at alle tradisjonelle risikomodeller har sviktet som predikator for utvikling av markedsrisiko. Norges Bank vil derfor komme tilbake til Finansdepartementet med en vurdering av parametersettingen i modelleringen av markedsrisikoen i risikosystemet RiskManager.

Vi mener også at kredittrisikoen i porteføljen er godt modellert under "normale markedsforhold". Tidligere formelle restriksjoner som krav til minimum kredittvurdering ville ikke ha bedret risikostyringen i den situasjonen vi har hatt siden 2007. NBIM har konstateret at kredittvurdering fra de tre byråene Moody’s, Standard & Poor’s og Fitch ikke har vært god nok.

Likevel er det på det rene at ett enkelt mål ikke kan gi et fullstendig bilde av risikoen i SPU. I stedet for å innføre nye risikobegrensninger, foreslår vi at Norges Bank rapporterer risiko langs flere dimensjoner. Rapportene bør omfatte avvik fra referanseindeksen, risiko fra prishistorikk, faktoreksponering og likviditetseksponing, jf. omtalen ovenfor av de begrensninger som hovedstyret har fastsatt overfor NBIM. Vi foreslår derfor at departementet får en utfyllende kvartalsvis rapport i tillegg til den offentlige kvartalsrapporten. I den utfyllende rapporten vil avkastning fordel på resultatområder og status i forhold til alle sentrale kvantitative bestemmelser fremgå. Det konkrete innhold i rapporten avtales nærmere mellom banken og departementet. Vi antar at fastsetting av slike krav og tilhørende rapportering vil ivareta Finansdepartementets styring og kontroll med forvaltningen av SPU, samtidig som det blir videreført en klar ansvarsdeling mellom banken og departementet.
6. Hovedstyrets og internrevisjonens oppfølging av kapitalforvaltningen


I 2008 fastsatte styret en ny stillingsinstruks og investeringsmandat for leder av NBIM. Utgangspunktet er at NBIMs leder står i samme stilling som øvrige områdedialekter i Norges Bank. De oppgavene som er lagt til NBIM står likevel i en særstilling i forhold til øvrige sentralbankoppgaver, i den forstand at forvaltningsvirksomheten har prøg av å være forretningsmessig virksomhet. Forvaltningen av SPU er tildelt Norges Bank gjennom særskilt lov og forvaltningsavtale. Det har videre gjennom de senere år har det vært et utviklingstrekk at NBIM i økende grad behandles som et selvstendig område innenfor sentralbanken.

Stillingsinstruksen klargjør det ansvar og oppgaver som påhviler NBIMs leder overfor allmennheten og eksterne relasjoner, herunder samspillet med Norges Banks oppdragsgivere og rammene for det ansvar som er pålagt leder for NBIM i planlegging og organisering av virksomheten, oppfølging og kontroll m.v.

Investeringsmandatet til leder for NBIM setter, innenfor Finansdepartementets investeringsrammer, utfyllende regler for de enkelte porteføljer. Det gjelder investoringsunivers og -begrensninger, delegasjon av forvaltningsmyndighet og rapportering. Investeringsmandatet beskriver videre den risikoprofil som hovedstyret fastsetter for forvaltningen, herunder prinsipper og parametere for styring og måling av risiko og krav til rapportering. Vi viser til omtalen under punkt 5 om investeringsmandatet til leder for NBIM.

Den månedlige rapportering fra NBIM til hovedstyret omfatter i tillegg til avkastning og eventuelle brudd på investeringsretningslinjer fastsatt av eksterne oppdragsgivere eller hovedstyret, også status i forhold til de utfyllende rammene hovedstyret har fastsett for markedsrisiko. Det rapporteres om avvik fra referanseindeksen (aktivkklassen, geografisk region, sektorer, belåning, "overlap"), risiko fra prishistorikk (maksimal utnyttelse av markedsrisikoen under normale markedsforhold, konsentrationsrisikoen i porteføljen), faktoreksponering og likviditetsfeksponering.

Hovedstyret vedtok 1. juli 1998 å etablere et system for internkontroll som bygger på Kredittilsynets internkontrollforskrift. Internkontroll i Norges Bank er definert som alle tiltak, ordninger og systemer som iwerksettes og gjennomføres av hovedstyret, bankens ledelse og medarbeidere, for at vi skal nå våre mål med rimelig sikkerhet.

forskriftens krav til hovedstyret om å vurdere Norges Banks risikostyring og internkontroll årlig.

Internrevisjonen har prioritert risikostyring og internkontroll i NBIM i løpet av 2008 og har blant annet gjennomgått status for oppfølging av Ernst & Youngs rapport. Formålet var å gi hovedstyret bekreftelse på at tiltak var innført i overensstemmelse med Norges Banks svarbrev til Finansdepartementet.

Internrevisjonen konkluderte med at NBIMs nye organisasjonsmodell gir en klarere rolle- og ansvarsdeling i organisasjonen. Det er etablert organisasjonsenheter som måler og rapporterer risiko uavhengig av investeringslinjen. Internrevisjonen vurderte at dette er viktige organisasjonsmessige tiltak for å sikre god risikostyring og internkontroll.

Den nye organiseringen av virksomheten betyr også omfattende endringer i arbeidsprosessene. NBIM arbeider med å tilpasse styringen av operasjonell risiko til sine nye arbeidsprosesser, og internrevisjonen vil følge dette arbeidet tett i tiden fremover. I desember 2008 ble det på oppdrag fra hovedstyret startet en revisjon med fokus på:

- NBIMs prosesser for identifisering, prioritering og rapportering av operasjonelle risikoer, og
- NBIMs iverksettelse av risikoreduserende tiltak.

Norges Bank vil orientere departementet ved vesentlige endringer i risikostyring, organisering og oppfølging av bankens forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland.

Med hilsen

[Signature]

Svein Gjedrem

[Signature]

Yngve Slyngstad