

**NORGES BANKS REPRESENTANTSKAP**  
**Tilsynssekretariatet**

Finansdepartementet  
Boks 8008 Dep

0030 OSLO

Deres ref.

Vår ref.  
MLP

Oslo  
19. september 2013

**ATTESTASJONSOPPDRAG – STATENS PENSJONSFOND UTLAND 2013**

I henhold til tilsynsplanen fastsatt av Norges Banks representantskap for 2013, er det gjennomført et attestasjonsoppdrag som dekker rammeverket for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond utland. Dette oppdraget er det siste av opprinnelig seks delprosjekter som ble planlagt i 2009, blant annet etter innspill fra Finansdepartementet. Det vises også til brev fra departementet av 19. desember 2011 og 18. februar 2013. Representantskapet behandlet rapporten i møte den 11. september 2013 og godkjente at rapporten oversendes Finansdepartementet og blir offentliggjort på bankens hjemmeside. Rapporten følger vedlagt.

Attestasjonsoppdraget er utført av Deloitte AS og følger mal fra tidligere attestasjonsprosjekter. Målekriteriene som benyttes er utformet i samråd med tilsynssekretariatet.

Med hilsen



Svenn Erik Forsstrøm  
Direktør



Mats L. Pedersen  
Fagdirektør

Kopi: Riksrevisjonen

Vedlegg: Attestasjonsrapport om rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning

*Tilsynssekretariatet er Norges Banks representantskaps sekretariat i henhold til Sentralbankloven.*



**Uavhengig attestasjonsoppdrag for Norges Banks  
representantskap om utforming og  
implementering av Norges Bank Investment  
Managements rammeverk for risikostyring og  
kontroll av aktiv forvaltning**

**20. august 2013**

# Innhold

1. Formål og rammer for attestasjonsoppdraget .....	3
2. Avgrensning av oppdraget .....	3
3. Vurdering av samsvar med målekriterier .....	4
3.1 Vurdering av utforming .....	4
3.2 Vurdering av implementering .....	4
4. Aktiv forvaltning .....	4
4.1 Delegering av investeringsmandat .....	5
4.2 Styringsstruktur .....	5
4.2.1 Delegering av myndighet .....	6
4.2.2 Referanseindekser .....	6
4.2.3 Avlønning .....	7
4.3 Informasjonsflyt: etterlevelse, overvåking og rapportering .....	7
4.3.1 Etterlevelse .....	7
4.3.2 Overvåking og rapportering .....	7
4.4 Periodisk gjennomgang .....	8
5. Funn .....	8
6. Konklusjon .....	9
7. Vedlegg 1: Overordnede målekriterier .....	10
8. Vedlegg 2: Detaljerte målekriterier .....	11

# 1. Formål og rammer for attestasjonsoppdraget

Norges Banks representantskap («representantskapet») har engasjert Deloitte AS («Deloitte») til å foreta en uavhengig gjennomgang av utforming og implementering av Norges Bank Investment Managements («NBIM») rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond utland. Betegnelsen «NBIM» dekker i denne rapporten både Norges Banks hovedstyre og NBIMs ledelse.

Som avtalt i vårt engasjementsbrev har vi utført vårt arbeid i samsvar med Internasjonal standard for attestasjonsoppdrag ISAE 3000. Vår oppgave er å gi representantskapet betryggende sikkerhet for at NBIM har utformet og implementert et rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning i samsvar med målekriteriene beskrevet nedenfor.

Vi har vurdert utforming og implementering av rammeverket. Et attestasjonsoppdrag som skal gi betryggende sikkerhet i henhold til ISAE 3000 forutsetter at arbeidet planlegges og utføres slik at vi oppnår høy, men ikke absolutt sikkerhet.

Vi er ikke kjent med at det finnes en enkeltstandard som kan benyttes som grunnlag for en gjennomgang som denne, og har derfor utviklet egne tilpassede målekriterier med utgangspunkt i vår egen erfaring med praksis i andre organisasjoner og den internasjonale standarden for helhetlig risikostyring, utgitt av Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO).

Representantskapets tilsynssekretariat har vurdert målekriteriene og konkludert med at de er relevante for denne gjennomgangen.

Funnene i rapporten er basert på de omforente målekriteriene og vår vurdering av om NBIM har utformet og implementert et rammeverk for risikostyring og kontroll i samsvar med disse.

Målekriteriene er beskrevet i vedlegg 1 og 2.

I denne rapporten har vi brukt begrepet «rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning». Med dette mener vi de risikostyrings- og kontrollprosessene som er etablert for å støtte aktiv forvaltning. Aktiv forvaltning innebærer at investorer og forvaltere vurderer ulike investeringsmuligheter og aktivt innretter sine investeringer med det mål å oppnå en høyere avkastning, en meravkastning, i forhold til hva som kan oppnås med en indeksforvaltning. En indeksforvaltning innebærer som oftest at midlene plasseres i henhold til definerte indekser.

Sentrale elementer i rammeverket for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning er:

- Delegering av investeringsmandat
- Styringsstruktur
- Informasjonsflyt: etterlevelse, overvåking og rapportering
- Periodisk gjennomgang

Finansdepartementet fastsetter referanseindekser for Statens pensjonsfond utland. Departementets mandat til Norges Bank setter rammer for hvor mye de faktiske aksje- og renteporteføljene i fondet kan avvike fra de fastsatte referanseindeksene (den aktive forvaltningen), styrt gjennom et mål for forventet avvik i risiko og avkastning: forventet relativ volatilitet. Aksje- og renteforvaltningen i fondet skal legges opp med sikte på at forventet relativ volatilitet<sup>1</sup> ikke skal overstige 1 prosent, som i praksis vil si at fondet som helhet skal ha en investert profil som ligger tett opp mot referanseindeksene definert av Finansdepartementet.

## 2. Avgrensning av oppdraget

For å utlede målekriteriene har vi vurdert markedspraksis i finansbransjen, men vi har ikke vurdert NBIMs prosesser direkte mot andre markedsaktører.

---

<sup>1</sup> Relativ volatilitet: ramme for hvor mye den faktiske investeringsporteføljen i fondet kan avvike fra de fastsatte referanseindeksene (den aktive forvaltningen), styrt gjennom et mål for beregnet maksimalt avvik i risiko og avkastning.

Vår gjennomgang omfatter sentrale deler av NBIMs prosesser og prosedyrer knyttet til risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning med følgende avgrensninger:

- Vår gjennomgang omfatter kun rammeverket for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning. Andre deler av NBIMs virksomhet faller utenfor denne gjennomgangen.
- Oppdraget omfatter ikke aktivklassen eiendom eller prosesser knyttet til ansvarlig investeringsvirksomhet.
- Oppdraget omfatter ikke en vurdering av om målsettinger som er fastsatt, eller risikoene som NBIM har identifisert, er fullstendige og dekkende for NBIMs virksomhet.
- Oppdraget omfatter heller ikke en vurdering av om de benyttede investeringsstrategiene er hensiktsmessige eller om resultatene fra den aktive forvaltningen er tilfredsstillende.

### 3. Vurdering av samsvar med målekriterier

Vi har vurdert om NBIMs rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning er utformet og implementert i samsvar med målekriteriene. Vi har derimot ikke vurdert om risikostyringen og kontrollene over tid har vært effektive og fungert etter forutsetningene.

En komponent i rammeverket vil være tilstrekkelig utformet dersom den enkeltvis, eller i kombinasjon med andre elementer, med rimelig grad av sikkerhet bidrar til å oppfylle det aktuelle målekriteriet.

Begrepet implementert omfatter iverksettelse på et gitt tidspunkt av de aktivitetene som følger av utformingen av rammeverket, men omfatter ikke den faktiske løpende gjennomføringen av disse aktivitetene, eller i hvilken utstrekning de fungerer effektivt og etter forutsetningene.

#### 3.1 Vurdering av utforming

Vi har etterspurt og mottatt en rekke dokumenter som beskriver NBIMs rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning. Dokumenter som har vært gjenstand for gjennomgang omfatter blant annet policyer, prosedyrer, retningslinjer, styringsdokumenter, møtereferater, investeringsmandater, stillingsinstruksjoner, presentasjoner, og ledelsesrapporter.

Vår vurdering er basert på en helhetsforståelse av informasjon fra NBIM gjennom mottatte dokumenter og i møter.

#### 3.2 Vurdering av implementering

For de sentrale elementene i NBIMs etablerte rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning, har vi vurdert dokumentasjon og innhentet informasjon for å underbygge vår vurdering av implementeringen, og vurdert om det forelå vesentlige avvik mellom utforming og implementering.

## 4. Aktiv forvaltning

Finansdepartementets mandat for forvaltningen av Statens Pensjonsfond Utland («forvaltningsmandatet») definerer blant annet målet med forvaltningen, referanseindekser som fondets avkastning skal måles opp mot og setter ulike krav til forvaltningen for øvrig. Norges Banks hovedstyre utdypet kravene i forvaltningsmandatet gjennom et investeringsmandat til NBIMs leder («investeringsmandatet»).

Det er ikke satt eksplisitte avkastningsmål for aktiv forvaltning i forvaltningsmandatet, og heller ikke i investeringsmandatet. Risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning inngår som del av NBIMs overordnede rammeverk for risikostyring og kontroll, og blir ikke behandlet separat fra resten av investeringsporteføljen.

NBIM er i henhold til forvaltningsmandatet forpliktet til å gi departementet råd om investeringsstrategien for investeringsporteføljen og om behov for endringer i mandatet. Råd kan gis av eget tiltak eller etter anmodning fra Finansdepartementet. NBIM skal ha anledning til å uttale seg før det foretas vesentlige endringer i mandatet, og skal ha varsel i rimelig tid forut for iverksettelse av endringene.

NBIM gjennomfører sin aktive forvaltning gjennom bruk av følgende overordnede aktivitetskomponenter: gjennom forvaltning av en markedsportefølje, gjennom investeringer i enkeltelskaper basert på fundamentalanalyse, samt gjennom allokeringsbeslutninger og porteføljeeksponering mot systematiske risikofaktorer.

- **Forvaltningen av markedsporteføljen** innebærer aktive investeringsbeslutninger, blant annet gjennom håndtering og investering av nye midler tilført fondet, ved etablering av eksponering mot markeder og ved håndtering av selskaphendelser.
- NBIM tar aktive investeringsvalg i forbindelse med strategier hvor det tas posisjoner i enkeltelskaper med en annen vekt enn det som inngår i referanseindeksen. Dette kalles **selskapsspesifikke** eller fundamentale strategier. Slike strategier innebærer at forvalterne analyserer enkeltutstedere av verdipapirer, innen både aksjer og gjeldsinstrumenter, for å finne verdipapirer de mener vil gi god avkastning over tid. Kunnskap om bransjer og enkeltelskaper er en viktig del av denne strategien.
- NBIM tar i tillegg aktive investeringsbeslutninger gjennom særskilt allokering av midler og ved eksponering mot **systematiske risikofaktorer**. Risikofaktorer er fellestrekk som de fleste verdipapirer har i varierende grad, og som bidrar til både risiko og avkastning på de ulike verdipapirer. Å håndtere systematisk risiko er en nødvendig del av risikostyringen. Systematisk risiko kan også være en kilde til økt avkastning gjennom aktiv forvaltning. Likviditet, størrelse og volatilitet er eksempler på systematiske risikofaktorer.

## 4.1 Delegering av investeringsmandat

Norges Banks hovedstyre fastsetter retningslinjene for NBIMs forvaltningsvirksomhet gjennom investeringsmandatet og stillingsinstruksen for NBIMs leder (CEO). CEO har det overordnede ansvaret for implementering av de prinsipper og retningslinjer som hovedstyret har vedtatt for NBIMs virksomhet. CEO fastsetter retningslinjer og stillingsinstruksjoner for NBIMs ledergruppe. CEO delegerer investeringsmandatet gjennom mandater til Chief Investment Officers (CIOs), som på sin side delegerer investeringsansvar til Global Heads, som igjen delegerer ansvar for enkeltmandater til porteføljeforvaltere (i enkelte tilfeller via gruppeledere). Det er innenfor dette mandathierarkiet at investeringsmålene for aktiv forvaltning blir satt og avtalt mellom mandatutstedere og mandateiere.

Finansdepartementet har gjennom forvaltningsmandatet fastsatt at NBIM skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet mellom aksje- og obligasjonsporteføljen og tilhørende referanseindekser ikke skal overstige 1 prosent.

Innenfor denne begrensningen er det etablert individuelle investeringsmandater med mål om å skape meravkastning. Per 30. juni 2013 rapporterte NBIM forventet relativ volatilitet på 0,57 prosent ved utløpet av kvartalet, og faktisk relativ volatilitet på 0,36 prosent de siste 12 måneder og 0,38 prosent de siste tre årene.

Av forvaltningsmandatet følger det at det er behov for supplerende risikorammer for å fange opp risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av forventet relativ volatilitet, eller av de øvrige begrensningene for forvaltning, som følger av forvaltningsmandatet. Ansvaret for å etablere slike supplerende risikorammer ligger hos NBIM. NBIM har for individuelle investeringsmandater satt eksplisitte grenser for aktiv forvaltning som blant annet er knyttet til referanseindekser, godkjent investeringsunivers og øvrige investeringsrestriksjoner

Det enkelte investeringsmandat inkluderer minst ett eller flere av følgende typer begrensninger:

- kvantitative (f.eks. mål for relativ volatilitet),
- binære (f.eks. tillatte instrumenter, motparter og markeder/land), og
- kvalitative (f.eks. generelle begrensninger).

## 4.2 Styringsstruktur

Risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning inngår som en del av NBIMs overordnede rammeverk for risikostyring og kontroll og blir ikke behandlet separat fra resten av investeringsporteføljen. Nedenfor omtales tre sentrale områder i risikostyringen: delegering av myndighet, referanseindekser og avlønning.

## 4.2.1 Delegering av myndighet

Fondets styringsmodell bygger på en tydelig delegering av ansvar og oppgaver på alle nivåer.

Finansdepartementet har det formelle ansvaret for fondets forvaltning, og har fastsatt de overordnede rammene gjennom forvaltningsmandatet. Norges Bank forvalter fondet, og bankens hovedstyre har gjennom investeringsmandatet delegert gjennomføringen av forvaltningen til NBIM ved CEO.

Innenfor investeringsmandatet som er gitt leder av NBIM delegerer CEO gjennomføringen av investeringsstrategien videre ned til CIOs (Chief Investments Officers). Det er opp til hver enkelt CIO hva og hvordan de delegerer investeringsmandater i sin linje, men de forblir ansvarlig for å overholde sitt investeringsmandat, samt restriksjoner fastsatt i forvaltningsmandatet og NBIMs investeringsmandat.

## 4.2.2 Referanseindekser

Finansdepartementet har i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland fastsatt en strategisk referanseindeks som består av to aktivaklasseindekser, en aksjeindeks og en obligasjonsindeks, og med en fast vektning mellom disse. Referanseindeksene for de respektive aktivaklassene er basert på markedsindekser fra ledende indekssleverandører.

Over tid utvikler aksjeindeksen og obligasjonsindeksen seg bort fra de faste vektene i den strategiske referanseindeksen, som følge av ulik verdiutvikling i de to aktivaklassene. Finansdepartementet definerer derfor også en såkalt faktisk referanseindeks. Denne faktiske referanseindeksen er utgangspunktet for beregning av mer- og mindreavkastning og risiko.

Dersom aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen siste handledag i måneden avviker med mer enn fire prosentpoeng fra vekten i den strategiske referanseindeksen, skal rebalansering av den faktiske referanseindeksen tilbake til de strategiske vektene gjennomføres siste handledag i påfølgende måned.

NBIM opererer også med interne referanseindekser for aksje- og renteinvesteringer som er en modifikasjon av den faktiske referanseindeksen, referert til som operative referanseporteføljer (ORP). De operative referanseporteføljene skal ta hensyn til investeringsporteføljens størrelse, langsiktighet og formål, slik at de over tid gir best mulig bytteforhold mellom forventet risiko og avkastning.

Endringer i ORP følger et sett med fastsatte prosedyrer for vurdering av blant annet:

- om de foreslåtte endringene til ORP er i tråd med målsettingen, herunder identifisere eventuelle konflikter med en ønsket langsiktig investeringsprofil. De potensielle endringene vurderes blant annet i lys av deres avkastnings- og risikokarakteristika og bidrag til fondets totale risikonivå og relativ volatilitet. I tillegg er Chief Risk Officer (CRO) pålagt å bekrefte at endringene i ORP ikke vil innebære brudd mot forvaltningsmandatets retningslinjer,
- operativ gjennomførbarhet vurderes for å avdekke eventuelle utfordringer knyttet til foreslåtte endringer i ORP. Dette omfatter en vurdering av systemrelaterte konsekvenser, krav til data og forventet tid for utvikling og implementering av eventuelle endringer i interne og eksterne systemer, og
- likviditetskonsekvenser.

Endringer i både den faktiske referanseindeks og i ORP inngår som en del av en dokumentert styrings- og kontrollprosess. NBIM overvåker den faktiske porteføljen og dens utvikling mot både den faktiske referanseindeksen og mot ORP. Overvåking er nærmere beskrevet i avsnitt 4.3.

Ved fastsettelse av de enkelte investeringsmandatene vil CIOene utøve skjønn i forhold til valg av referanseindeks som porteføljemandatet måles mot. Der hvor referanseindeks-komponenter ikke direkte kan avledes fra den faktiske referanseindeksen eller ORP, utvikles særskilte referanseindekser for å måle prestasjonen til porteføljeforvalteren.

Enheten Benchmark and Mandat Management har ansvaret for at det finnes et investeringsmandat for alle midler under forvaltning, for hver portefølje og at det er konsistens i investeringsmandatenes definisjon og bruk av begrensninger.

### 4.2.3 Avlønning

NBIM har utarbeidet prinsipper for avlønning som omfatter alle nivåer i organisasjonen. Av disse fremgår det at medlemmer av ledergruppen og ansatte i kontroll- og støttefunksjoner ikke har prestasjonsbasert lønn. Forvaltere har ulike typer profiler på sine prestasjonsbaserte avlønningsordninger. Prestasjoner måles blant annet på grunnlag av oppnådd avkastning i forhold til risikoprofilen i den forvaltede porteføljen, avkastning oppnådd for den gruppen vedkommende forvalter er tilknyttet og individuelle forhold. Tidsperspektivet for vurdering av oppnådd avkastning og prestasjonsbasert avlønning er to til tre år, avhengig av det enkelte investeringsmandatets innretning.

Alle vesentlige endringer i prinsippene for avlønning blir gjennomgått og vurdert av hovedstyrets kompensasjonsutvalg. Utvalget innstiller endringer for hovedstyret som deretter eventuelt godkjenner endringene.

## 4.3 Informasjonsflyt: etterlevelse, overvåking og rapportering

### 4.3.1 Etterlevelse

NBIMs aktiviteter for risikostyring og etterlevelse er organisert uavhengige av selve investeringsaktiviteten. CRO er ansvarlig for risikostyrings- og etterlevelsesfunksjonen.

Det er etablert et rammeverk for risikostyring og etterlevelse, og investeringenes avkastning og risiko rapporteres regelmessig. Rammeverket utvikles og oppdateres for å være i samsvar med begrensningene i forvaltningsmandatet, angir prosessene for rebalansering, vedlikeholder og håndhever de eksterne og interne referanseindeksene, og forvalter mandathierarkiet og prosessen for endringskontroll. I tillegg utarbeides det analyser for investeringsrisiko, og utvikles risikomodeller i de tilfellene hvor standardmodeller ikke er tilstrekkelig.

Risikostyring og etterlevelsesfunksjonen er ansvarlig for fortolkningen av bestemmelsene knyttet til investeringsbegrensninger i forvaltningsmandatet.

### 4.3.2 Overvåking og rapportering

Overvåking av risiko omfatter måling, vurdering og rapportering av tre typer investeringsrisiko: markedsrisiko, kredittrisiko og motpartsrisiko. Disse kategoriene kan igjen brytes ned i dimensjoner som inkluderer, men ikke er begrenset til: konsentrasjon, likviditet, faktor, volatilitet (markedet) og kredittkonsentrasjon på enkeltinstrument- og porteføljenivå. For å gi et helhetsbilde av kapitalforvaltningens avkastning og risiko blir investeringsrisikoen rapportert sammen med avkastningsinformasjon og analyser.

Avkastningen og utviklingen overvåkes på porteføljenivå gjennom daglig, ukentlig og månedlig rapportering til CIOs og ledelsen forøvrig. I de ukentlige og månedlige rapportene gjøres det analyser av den aktive forvaltningens bidrag til avkastningen. Potensielle endringer i strategiene for forvaltningen blir også diskutert og vurdert som en del av denne prosessen.

Relativ volatilitet måles og overvåkes i forhold til faktisk referanseindeks og ORP.

NBIM identifiserer, registrerer og følger opp både investeringsrelaterte og operasjonelle hendelser gjennom formelle prosesser og eskaleringsprosedyrer.

Overvåking og oppfølging av forvaltere skjer gjennom CIOs jevnlig dialog med forvalterne om porteføljens avkastning og om vesentlige endringer i porteføljens profil. I tillegg evalueres avkastningen i porteføljen opp mot kravene i mandatet.

NBIM har etablert en omfattende rapportering som muliggjør en løpende oppfølging av risiko og avkastning, herunder for den del som er knyttet til aktiv forvaltning. Rapporteringen omfatter intern ledelsesrapportering, formalisert risikorapportering til NBIMs ledelse fra både den operative linjen og risikostyrings- og etterlevelsesfunksjonen, faste rapporter fra NBIMs ledelse til hovedstyret og offentlige kvartals- og årsrapporter.

Rapportene fra CIOs til CEO omfatter blant annet informasjon om avkastning, risiko, analyser og prioriteringer fremover. Rapporteringsstrukturen er tilpasset den enkelte CIOs rolle og mandat, og er derfor ikke lik for alle.

Det er implementert et kontrollsystem for beregning av avkastningsinformasjon benyttet i den interne og eksterne rapporteringen.



## 4.4 Periodisk gjennomgang

I tillegg til ukentlig og månedlig vurdering av enkeltporteføljer, er alle investeringsmandatene underlagt en periodisk gjennomgang i henhold til forhåndsbestemt plan. Utsteder av investeringsmandatet er ansvarlig for at gjennomgangen utføres i henhold til denne planen.

NBIM vurderer utviklingen i investeringsporteføljene opp mot fastsatte mål og rammer, som er gjenstand for periodisk evaluering og gjennomgang i formelle ledelsesforum. Slik gjennomgang inkluderer, men er ikke begrenset til: hovedstyret, NBIMs ledergruppe og CIOs investeringsmøter. Som fastsatt i stillingsbeskrivelsen er CEO ansvarlig for utarbeidelse av forslag til strategisk plan for forvaltning av investeringsporteføljen, samt implementering av vedtatt plan. Hovedstyret er i sin tur ansvarlig for at strategisk plan for forvaltningen av porteføljen videreformidles til finansdepartementet.

Norges Banks internrevisjon dekker også NBIMs virksomhet. I løpet av 12 måneders perioden frem til august 2013 har internrevisjonen gjennomgått en rekke forhold knyttet til NBIMs virksomhet generelt, som også har relevans for aktiv forvaltning. Disse gjennomgangene har inkludert operasjonell risikostyring, NBIMs styringsmodell, fremvoksende markeder og kompensasjonsstrukturen.

## 5. Funn

Vi har søkt å identifisere mulige avvik mot målekriteriene hva gjelder utformingen og implementeringen av NBIMs rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning.

Eventuelle områder hvor NBIM ikke fullt ut møter målekriteriene, men som ikke er ansett som vesentlige i forhold til målekriteriene, vil ikke fremgå av denne rapporten. Likeledes vil forskjeller mellom utforming og implementering av rammeverket, som ikke er ansett som vesentlig i forhold til målsettingen, heller ikke fremgå.

Ingen vesentlige avvik mot målekriteriene er blitt avdekket i utformingen eller i implementeringen av NBIMs rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning.

Vurderingen av vesentlighet er basert på virksomhetens nåværende risikoprofil. Hvis sammensetningen av verdipapirer endres, for eksempel gjennom økt derivateksponering, eller ved økt utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet eller av andre grenser fastsatt av Finansdepartementet, kan forhold som i dag er uvesentlige bli mer betydelige og dermed måtte revurderes i sammenheng med en endret risikoprofil.

Vi har utført vårt arbeid i henhold til attestasjonsstandard ISAE 3000. Omfang og avgrensning av oppdraget fremgår i avsnitt 2.

Konklusjonen er basert på NBIMs rammeverk for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning slik det er utformet og implementert per i dag.

## 6. Konklusjon

### Utforming

Vi mener at rammeverket for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning, som beskrevet i avsnitt 4, i det alt vesentlige er utformet i samsvar med målekriteriene.

### Implementering

Vi mener at rammeverket for risikostyring og kontroll av aktiv forvaltning, som beskrevet i avsnitt 4, i det alt vesentlige er implementert slik det er utformet per i dag.

Oslo, 20. august 2013  
Deloitte AS



Aase Aa. Lundgaard  
statsautorisert revisor

## 7. Vedlegg 1: Overordnede målekriterier

De overordnede målekriteriene er angitt nedenfor, detaljerte målekriterier er angitt i vedlegg 2.

Målekriteriene er strukturert som følger:

A: Delegering av investeringsmandat (avsnitt 4.1)

B: Styringsstruktur (avsnitt 4.2)

C: Informasjonsflyt: etterlevelse, overvåking og rapportering (avsnitt 4.3)

D: Periodiske gjennomgang (avsnitt 4.4)

Criteria	ID	Headline Measurement Criteria
A	A1	The active investment management objectives are clearly defined and cascaded from the management mandate to the detailed investment mandates.
	A2	The active management quantitative and qualitative limits are of sufficient granularity, clearly defined and cascaded from the management mandate to the detailed investment mandates.
B	B1	There are clearly defined roles, responsibilities and accountabilities regarding active investment management.
	B2	Effective governance for active investment management is supported by appropriate policies, procedures and escalation channels.
	B3	The basis of remuneration of investment fund managers is aligned with their defined active management responsibilities as articulated in the investment mandate.
C	C1	The performance of active investment management is monitored and reported in a relevant manner, on a timely basis in line with accountabilities.
	C2	There are appropriate risk and finance models and tools available to monitor the quantitative and qualitative limits and report on the performance of the funds.
	C3	Exceptions to active management mandates and limit breaches are escalated.
D	D1	Periodic review of active investment management business case and rationale against the performance achieved.

## 8. Vedlegg 2: Detaljerte målekriterier

ID	Headline Measurement Criteria and Supporting Guidance Criteria
<b>A1</b>	<b>The active investment management objectives are clearly defined and cascaded from the management mandate to the detailed investment mandates.</b>
A1.1	There are clearly defined objectives for active management in the management mandates set by the Ministry of Finance.
A1.2	The interpretation of active management in the management mandates by Norges Bank's management is agreed and documented with the Ministry of Finance.
<b>A2</b>	<b>The active management quantitative and qualitative limits are of sufficient granularity, clearly defined and cascaded from the management mandate to the detailed investment mandates.</b>
A2.1	There is a cascade of quantitative limits of the active investment management mandate into limits at the fund management level.
A2.2	There is a cascade of qualitative limits of the active investment management mandate into limits at the fund management level.
A2.3	There are more specific limits detailed at the fund level which expand on those set at the mandate management level.
A2.4	There is a consistency check between the aggregation of fund level (bottom up) limits for active management and the overarching objectives of the management mandate (top down).
<b>B1</b>	<b>There are clearly defined roles, responsibilities and accountabilities regarding active investment management.</b>
B1.1	Delegation of authority for and approval of setting the active investment management mandates are clearly defined.
B1.2	Policy and procedures describe the interaction and reporting lines of those involved in active investment management.
B1.3	Control & Support functions have independent access to the Board and Executive Committee in ensuring they can fulfil their responsibilities.
<b>B2</b>	<b>Effective governance for active investment management is supported by appropriate policies, procedures and escalation channels.</b>
B2.1	There is a clear process for cascading the active management objectives in the management mandates set by the Ministry of Finance.
B2.2	A clearly articulated active investment management policy exists which includes minimum standards, roles and responsibilities and definitions of active investment management.
B2.3	There is a defined minimum frequency of the review/update of the active investment management mandates.
B2.4	There are triggers to review the mandates if there were a change in the economic, competitive and internal controls environment.
B2.5	The fund managers attest annually (or on every material change) that they understand their active investment mandate.
<b>B3</b>	<b>The basis of remuneration of investment fund managers is aligned with their defined active management responsibilities as articulated in the investment mandate.</b>
B3.1	The NBIM Executive is remunerated against a balanced scorecard which reflects the risk-adjusted performance expressed in the management mandate.
B3.2	Investment fund managers are remunerated against a balanced scorecard which reflects the risk-adjusted performance expressed in the management mandate.
B3.3	Control & Support Staff are remunerated against a balanced scorecard such that it promotes execution of strong risk management and control and is not dependent on the performance of the funds for which they manage the risk.
<b>C1</b>	<b>The performance of active investment management is monitored and reported in a relevant manner, on a timely basis in line with accountabilities.</b>
C1.1	The Norges Bank Executive Board reviews the risk reporting and considers it against the investment mandate's limits and objectives as they apply to active management.
C1.2	The NBIM leader group reviews the risk reporting and considers it against the investment mandate's limits and objectives as they apply to active management.

ID	Headline Measurement Criteria and Supporting Guidance Criteria
C1.3	Monitoring the performance of active investment mandates is built into the entity's normal, recurring operations, performed in the ordinary course of running the business.
C1.4	There are key metrics and dimensions (performance, profile and prediction) in the active management risk reporting, and communicated to those with risk management accountabilities.
<b>C2</b>	<b>There are appropriate risk and finance models and tools available to monitor the quantitative and qualitative limits and report on the performance of the funds.</b>
C2.1	There is attribution and analysis of fund profit and loss to detect unusual results which do not correspond with risks being reported or with market moves observed.
C2.2	All positions are independently marked to market or to model using approved policies and procedures.
C2.3	Control & Support undertake an independent price verification process. Fund Control ensures that valuation appropriately considers the uncertainty of valuation parameters and of models where there is lack of transparency and/or liquidity in the market.
C2.4	There is reporting of positions relative to limits including stress limits relevant to the asset class and strategy. Examples would include single name and sector exposure limits for credit funds.
C2.5	There is reporting of positions relative to limits around the level of difficult to value assets to ensure large difficult to value positions are not built up as part of active investment management strategies.
C2.6	There is reporting of positions relative to limits around the market liquidity of positions to ensure large illiquid positions are not built up as part of active investment management strategies.
<b>C3</b>	<b>Exceptions to active management mandates and limit breaches are escalated.</b>
C3.1	Formal exception and escalation procedures exist for breaches of mandates.
C3.2	Formal exception and escalation procedures exist for breaches of limits.
C3.3	Breaches are identified, analysed and reported where required, in line with delegated authority.
C3.4	There is reporting and oversight of corrective actions following reported breaches.
<b>D1</b>	<b>Periodic review of active investment management business case and rationale against the performance achieved</b>
D1.1	Analysis of the return attributable to active management is considered against the risks undertaken and the active management objectives.
D1.2	Analysis of the strategies, cost, return and risk profile for active management is considered against the risks undertaken and the active management objectives at least once a year.