

Finansdepartementet  
postmottak@fin.dep.no

Deres ref:  
22/6895

Vår ref:  
23/00070-7

Dato:  
15.02.2024

## Etablering av et nytt statlig fond forvaltet fra Tromsø

Vi viser til brev 7. desember 2023 hvor Finansdepartementet ønsker ytterligere vurderinger fra Folketrygdfondet angående det videre arbeidet med en modell for et statlig fond forvaltet fra Tromsø, med Folketrygdfondet som forvalter. Vi viser også til Høringsnotat – Lov om Statens fond i Tromsø, publisert av Finansdepartementet 17. desember 2023.

Det vises også til Folketrygdfondets svarbrev 15. september 2023 knyttet til opprettelse av ny enhet for statlig kapitalforvaltning i Tromsø. Finansdepartementet ber nå om Folketrygdfondets vurderinger av hvordan et forvaltningsmandat bør innrettes, med utgangspunkt i anbefalingene i brev 15. september, herunder følgende:

- Investeringene skal gjøres i de delene av de nordiske, noterte aksjemarkedene som ikke inngår i Statens pensjonsfond Norges (SPN) referanseindeks for aksjer.
- Mandatet utformes som et nordisk mandat med markedsvektet allokering.

Finansdepartementet ber i sitt brev Folketrygdfondet om:

1. Forslag til en markedsvektet referanseindeks.
2. Analyser av avkastnings- og risikoegenskaper for denne referanseindeksen.
3. En vurdering av om det er hensiktsmessig om investeringsuniverset avgrenses til aksjer som inngår i referanseindeksen.
4. En vurdering av hvordan migrasjon mellom referanseindeksen for et nytt fond og referanseindeksen til SPN kan rammes inn i mandatet.
5. En drøftelse av hva som vil være hensiktsmessige risikorammer i mandatet for det nye fondet.
6. En vurdering av hva som vil være en hensiktsmessig innretning av øvrige deler av et forvaltningsmandat.
7. En redegjøring for hvordan arbeidet med å etablere den nye enheten i Tromsø vil legges opp.
8. Andre forhold.

Folketrygdfondet forvalter i dag SPN og Statens obligasjonsfond (SOF) og vi har tatt utgangspunkt i mandatene til disse to fondene i de vurderinger vi gir i dette brevet, samt de føringer som departementet har lagt opp til blant annet i Høringsnotat – Lov om Statens fond i Tromsø (vår forkortelse SFT).

Folketrygdfondet har i brev 13. desember 2019 gitt råd om hvordan mandatet til SPN kan justeres, slik at vi har det best mulige utgangspunkt for en fortsatt god forvaltning av SPN. Vår anbefalte løsning innebærer en økning av investeringene i Norden og en reduksjon i Norge. Finansdepartementet kom i Nasjonalbudsjettet for 2022 med vurderinger som går i samme retning. I stortingsmelding om Statens pensjonsfond for 2023, viser departementet til at det ikke er tatt endelig stilling til løsningen på eierandelsutfordringen for Statens pensjonsfond Norge. Etablering av en egen enhet for kapitalforvaltning i Tromsø bidrar ikke til å løse utfordringen vi tok opp i brev 13. desember 2019 eller til å endre grunnlaget for vår anbefaling.

## 1. Forslag til referanseindeks

Vårt utgangspunkt for forslag til referanseindeks for SFT bygger på bransjeanbefaling for medlemmene til Verdipapirfondenes forening (VFF): Kriterier ved valg av referanseindeks.<sup>1</sup>

Ifølge VFF bør en referanseindeks «representere en portefølje det er rimelig å sammenligne seg med i forhold til det investeringsmandat fondet har. En god referanseindeks representerer således et mest mulig riktig sammenligningsgrunnlag ved vurderingen av hvordan fondet har utviklet seg i forhold til det aktuelle markedet som fondet foretar sine investeringer i.»

SPNs referanseindeks for aksjer består av to delindekser: en norsk del levert av Oslo Børs, Euronext og en nordisk del levert av Nasdaq. For Statens pensjonsfond utland (SPU) benyttes indeksleverandøren FTSE. I tillegg til disse tre indeksleverandørene er det flere andre tilbydere som utarbeider aksjeindekser.

De ulike indeksleverandørene kan grupperes inn i to ulike grupper. Indeksleverandører med sterk lokal forankring, og globale indeksleverandører uten lokal forankring. SPNs to leverandører for aksjeindekser er eksempler på leverandører med sterk lokal forankring: Euronext drifter Oslo Børs mens Nasdaq drifter børsene i resten av Norden. FTSE, som er indeksleverandør for SPU, er i likhet med STOXX og MSCI eksempler på globale indeksleverandører, og vil ofte være et naturlig valg for porteføljer med et globalt mandat.

VFF anbefaler i sin bransjeanbefaling følgende kriterier til grunn ved valg av referanseindeks:

- Investeringsunivers
- Investerbarhet
- Anerkjent metodikk
- Hensyn til relevante skatteposisjoner og utbytte
- Pålitelighet og uavhengighet
- Tilgjengelighet
- Periodisering
- Historikk

---

<sup>1</sup> vff.no/bransjeanbefalinger

Mandatet til SFT er et regionalt mandat for de nordiske markedene og bør derfor utelukkende ha med selskaper fra denne regionen. Utgangspunktet til departementet er at investeringsuniverset skal være i de delene av de nordiske, noterte aksjemarkedene som ikke inngår i Statens pensjonsfond Norges (SPN) referanseindeks for aksjer.

Best dekning av hele investeringsuniverset oppnås med indekser som representerer alle børsnoterte verdipapirer innenfor universet, men det kan i praksis være utfordrende å bruke slike indekser. Et av kriteriene til VFF for valg av referanseindeks er *investerbarhet*. En indeks som dekker alle børsnoterte selskaper i universet vil inkludere svært mange verdipapirer, noen av dem illikvide og dermed vanskelig for investorer å investere i. Én av de viktigste egenskapene til en indeks er at den er investerbar på en slik måte at kostnaden ved replikering er moderat. Det er derfor å foretrekke at indeksen ikke inkluderer de aller minste selskapene eller selskaper med svært lav likviditet. Et annet forhold knyttet til investerbarhet er fri flyt. Det vil si at indeksen utelukkende bør inneholde aksjer som anses å være fritt omsettelig.

Et annet sentralt kriterium er ifølge VFF at indeksen har en *anerkjent metodikk* som er veldokumentert. Indeksen må være utformet for å gi en konsekvent tilnærming på tvers av markedene. Indekskonstruksjons- og forvaltningsmetodikk, inkludert regler og retningslinjer, bør være lik for de aktuelle markedene.

Indeksen må samtidig være konstruert og forvaltet med sikte på å være transparent. VFF peker her på *pålitelighet og uavhengighet* som kriterier. Det er viktig at indeksleverandør publiserer klare mål, prinsipper og metodikk for indekskonstruksjon, og annonserer betydelige endringer i indeksene på forhånd. Indeksleverandøren må konstruere og forvalte indeksene uavhengig av interessegrupper, inkludert aksjonærer, og ta beslutninger med det ene formål å bevare eller forbedre kvaliteten på indeksene. Forholdet knyttet til uavhengighet tilsier at indeksleverandører heller ikke bør være en bank eller et meglerhus.

VFF peker videre på *hensynet til relevante skatteposisjoner og utbytte*. Det innebærer at en indeks bør inkludere utbytte og derfor ikke være en ren prisindeks. Anbefalingen om skatt knytter seg til at indeksleverandør bør kunne beregne netto utbyttejustert indeks. Det siste er i dag tilfelle for SPN hvor det i § 3-3 b spesifiseres at indeksen skal være utbyttejustert for investor med norsk skatteposisjon. Det innebærer at i tilfeller hvor det må betales kildeskatt på utbytte for SPN skal også indeksen gjøre det. Vi anbefaler tilsvarende bestemmelse også for SFT.

I svarbrevet til Finansdepartementet datert 15. september 2023 ble det presentert syv aktuelle aksjeindekser som kunne være representative for det nevnte investeringsuniverset. Følgende indekser ble undersøkt og presentert:

1. Carnegie Small CSX total return Nordic EUR (CSRXNORD)
2. STOXX Nordic total market Mid (Net return) NOK (XBNCNY)
3. Carnegie Nordic Stock market Small cap (NDCXDS)
4. Carnegie Micro cap return Sweden Index (CMCRXSE)
5. VINX Small Cap EUR NI Index (VINXSCEN)
6. SIX SRI Nordic 200 Small Cap Net Index
7. MSCI Small Cap Index (MXNDSC)

I vårt svarbrev valgte vi å se bort fra indeks 2 og 4 som følge av lavt sammenfall med det aktuelle investeringsuniverset. Alternativ 3 har samme sammensetning av aksjer som alternativ 1 og ble derfor ikke analysert videre. Indeks nummer 6 sammenfalt godt med universet, men ble valgt

bort på grunn av kort historikk. Alternativene som ble trukket frem i analysen var derfor indeks 1, 5 og 7. Alternativ 1 leveres av Carnegie som også er et meglerhus, og denne indeksen tilfredsstillers derfor i mindre grad anbefalingen om uavhengighet.

En referanseindeks for et nytt forvaltningsoppdrag som skal dekke de delene av de nordiske aksjemarkedene som ikke inngår i SPNs referanseindeks for aksjer, innebærer at indeksleverandør trenger tilgang til informasjon om indekssammensetningen til SPNs indeks for å kunne utelate disse selskapene fra indeksen. I tillegg vil indeksleverandøren også få informasjon om andre forhold som medfører innskrenkninger i indeksuniverset. Dette er informasjon som Folketrygdfondet må informere en aktuell indeksleverandør om.

Nasdaq har som drifter av børsene i Danmark, Sverige, Finland og på Island har førstehåndopplysninger om selskapshendelser på disse børsene. Nasdaq utarbeider i dag SPNs indeks for danske, svenske og finske aksjer og har derfor allerede informasjon om hvilke danske, svenske og finske utstedere som inngår i SPNs indeks. Begge forholdene trekker isolert sett i retning av at Nasdaq kan være en foretrukken indeksleverandør, og et valg av Nasdaq som indeksleverandør vil redusere omfanget av informasjon som Folketrygdfondet må gi indeksleverandør.

For konstruksjon av SPNs nordiske aksjeindeks informerer Folketrygdfondet i dag Nasdaq om uttrekk fra indeksen når det er aktuelt, det vil si dersom selskapene ikke tilfredsstillers kravene i SPNs mandat og derfor skal utelates i henhold til § 3-1 (3) eller § 3-3 c. Folketrygdfondet har hatt Nasdaq som indeksleverandør siden 2007 og vi har opparbeidet oss rutiner, systemer og erfaring som støtter opp under metodevalget og informasjonsflyten til denne leverandøren. Nasdaq har transparent metodologi, og et regelverk for indeksendringer som innebærer halvårlige indeksendringer for alle sine indekser. Det vil si at indeksendringer skjer på samme tidspunkt som for SPNs nordiske indeks (VINXB). Sammenfallende tidspunkt for endringer i indekssammensetning for danske, svenske og finske selskaper i VINXB og VINX Small Cap vil være en fordel. Selskaper som er uaktuelle for VINX Small Cap som følge av at selskaper kommer inn i VINXB (og omvendt) avklares derfor samtidig.

Et annet forhold knyttet til sammenfallende tidspunkt for indeksendringer kan være at likviditeten i markedet er preget av at flere aktører ønsker å rebalansere porteføljen samtidig.

Som eier av de nordiske børsene utenom Oslo Børs har Nasdaq god kunnskap om selskapshendelser og håndteringen av både rutinemessige og ad hoc hendelser for nordiske selskaper.

Indeksene som blir levert av MSCI og Carnegie dekker ikke selskaper notert på Island, mens Nasdaq, som drifter Iceland Stock Exchange (XICE), inkluderer selskaper notert her i sin indeks VINX Small Cap.

Det finnes ulike metoder for å fastsette andelen av en aksjes frie flyt, og det er fordelaktig at metodene er transparent og fra samme leverandør. De to indeksleverandørene til SPN, Euronext og Nasdaq, har ikke fullt ut samme regler for beregning av fri flyt, men Folketrygdfondet anser ikke at andre regler for SPNs norske indeks for fri flyt innebærer særskilte problemstillinger knyttet til migrasjon mellom SPN og SFT sin indeks.

Vi ser to ulike fremgangsmetoder for valg av referanseindeks for SFT med Nasdaq som leverandør. Vi kan enten ta utgangspunkt i en indeks som dekker hele markedet (Nasdaq Nordic all share) og sette opp et sett av tilleggskriterier for en indeks knyttet til størrelse, likviditet og fri flyt, eller vi kan ta utgangspunkt i aksjeindeksen VINX Small Cap. Denne indeksen er allerede

friflyt-justert og har et regelverk for å ekskludere selskaper med svært lav likviditet og lav markedsverdi. Vi anbefaler å ta utgangspunkt i VINX Small Cap fordi det er mer transparent. Indeksen må deretter justeres ved at selskapene som inngår i SPNs indeks må ekskluderes. Indeksen bør videre utbyttejusteres med skatteposisjonen til Folketrygdfondet, slik som tilfellet også er for SPNs indeks.

Vi foreslår denne formuleringen i et mandat:

- (1) Referanseindeksen har følgende sammensetning:
  - a. VINX Small Cap utbyttejustert for Folketrygdfondets skatteposisjon
  - b. Selskaper som inngår i referanseindeksen til Statens pensjonsfond Norge skal tas ut av indeksgrunnlaget nevnt i bokstav a.
  - c. Bestemmelsen i bokstav b gjelder også for andre aksjeklasser utstedt av samme selskap.
  - d. Verdipapirer Folketrygdfondet ikke kan investere i, jf. (henvisning til paragraf **settes inn**), inngår ikke i indeksgrunnlaget nevnt i bokstav a.
  
- (2) Verdipapirer som er utelukket i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland, skal ikke inngå i referanseindeksen, jf. (henvisning til paragraf **settes inn**) og (henvisning til paragraf **settes inn**). Departementet fastsetter datoer for utelukkelse og gjeninkludering av slike verdipapirer i referanseindeksen for SFT.

Bestemmelsen som er gjengitt over i ledd 2 er lik som i mandatet til SPN. Beslutning om utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland (SPU) tas av Norges Bank basert på råd mottatt fra Etikkrådet. Vi vil her peke på at Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU er retningslinjer som gjelder for selskaper som inngår i SPUs portefølje, men kan også gjelde selskaper som kun er i referanseindeksen til SPU eller vil bli inkludert i SPUs referanseindeks. Mandatet til SFT, slik vi foreslår her, vil i stor grad omfatte selskaper som ikke dekkes av disse retningslinjene.

## **2. Analyser av avkastnings- og risikoegenskaper for referanseindeks**

Aksjeindeksen VINX Small Cap inneholdt aksjer fra 489 ulike selskaper med en fri flyt-justert markedsverdi på 3 565 milliarder kroner ved slutten av 2023. I tabell 1 viser vi effekten av å ekskludere selskapene som inngår i SPNs indeks, forslagene i (1) b og 1 (c) over, og av å justere for selskaper i tråd med forslagene i (1) d og (2).

Siste linje i tabell 1 viser den foreslåtte referanseindeksen til SFT som består av 344 selskaper med en fri flyt justert markedsverdi på 1 506 milliarder kroner. Forslaget til referanseindeks for SFT er i den videre omtalen forkortet til SFTX.

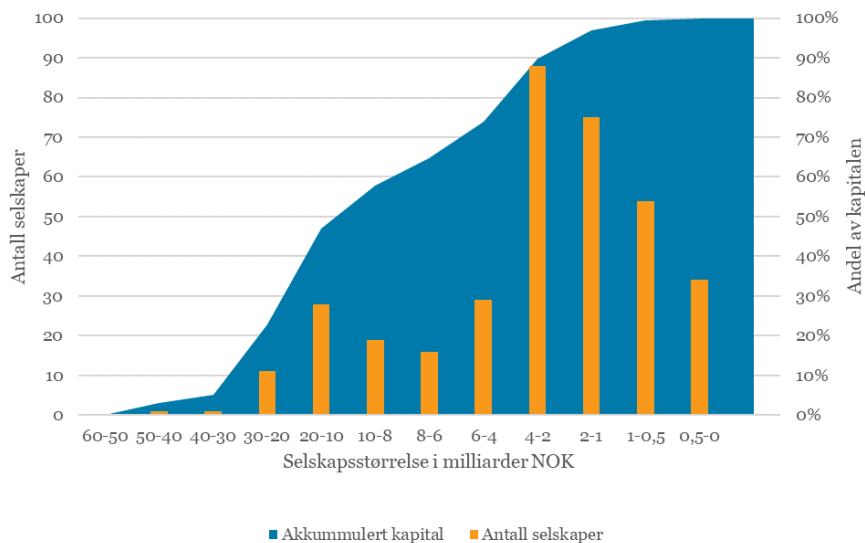
**Tabell 1**  
**Investeringsunivers**

	Total markedsverdi	Fri Flyt justert markedsverdi	Antall Selskaper
SPNs Indeks	21 438	15 670	209
Vinx Small Cap	5 739	3 565	489
Etter fratrekk av bestemmelse (1) b-c	2 509	1 564	354
Etter fratrekk av bestemmelse (1) d	2 494	1 554	353
Etter fratrekk av bestemmelse 2 (SFTX)	2 415	1 506	344

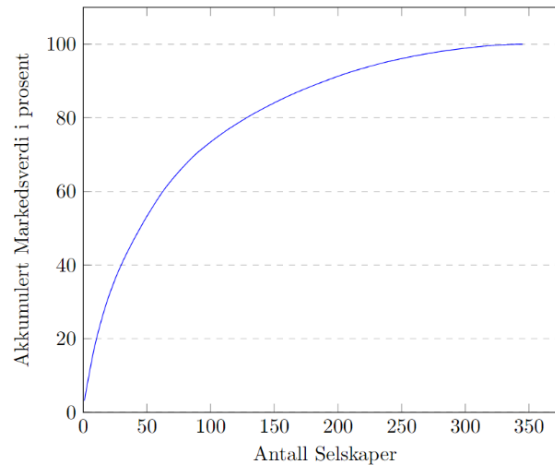
Kilde: Nasdaq, Oslo Børs og Bloomberg, oppdatert 31.12.2023.

Vi har også tatt med SPNs referanseindeks i tabell 1 som sammenligning. Fri flytjustert markedsverdi for SPNs referanseindeks var 31. desember 2023 på totalt 15 670 milliarder kroner fordelt på 209 selskaper. Tabell 1 viser videre at det er 9 selskaper som vil bli utelatt fra indeksen som følge av at de ikke er kategorisert som hjemmehørende i Norden. Det er i dag ett selskap som er utelukket i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland, ref (2) i forslaget til formulering for referanseindeks til mandatet over.

**Figur 1**  
**Fordeling av selskaper i forslag til SFTs referanseindeks basert på indeksverdi**



Kilde: Nasdaq, Oslo Børs og Bloomberg, oppdatert 31.12.2023.

**Figur 2****Akkumulert markedsverdi gitt ved antall selskaper i forslaget til SFTs referanseindeks**

Kilde: Nasdaq, Oslo Børs og Bloomberg, oppdatert 31.12.2023.

I SFTX finnes det kun ett selskap med en markedsverdi på over 40 milliarder kroner (fri flyt justert), mens majoriteten av selskapene (46 prosent) har en markedsverdi mellom 1 og 4 milliard(er) kroner (figur 1 og figur 2).

Ser vi videre på sektorinndeling (ICB-sektorisering) til den foreslåtte referanseindeksen er *industri* den største sektoren med 28 prosent av markedsverdien. Videre følger *helse og finans* med henholdsvis 25 og 21 prosent av markedsverdien. Fordelt etter land er nær halvparten av den totale markedsverdien til referanseindeksen i Sverige. Danmark er nest størst med 22 prosent, mens Norge havner på fjerdeplass med 9 prosent. I VINX Small Cap, der selskaper i SPNs indeks ikke er fjernet, har Norge en andel på 26 prosent. Årsaken til at den norske andelen i SFTX blir lavere enn i VINX Small Cap er relatert til sammensetningen av referanseindeksen til SPN. Når selskapene som inngår i SPNs indeks trekkes fra i konstruksjonen av SFTX, trekkes det fra et forholdsvis større antall norske selskaper enn for de øvrige nordiske markedene. Aksjeindeksen til SPN er sammensatt av to delindekser. I den norske delen av SPNs aksjeindeks er markedsverdien for de minste selskapene langt lavere enn for de minste selskapene i den nordiske delindeksen.

**Tabell 2****Verdien av SFTX fordelt per land i millioner kroner**

Land	Fri flyt justert markedsverdi	Andel i prosent
Sverige	752 677	49,69
Danmark	328 132	22,27
Finland	190 975	12,61
Norge	137 267	9,06
Island	96 544	6,37

Kilde: Nasdaq, Oslo Børs og Bloomberg, oppdatert 31.12.2023.

**Tabell 3**  
**Verdien av SFTX fordelt per sektor i millioner kroner**

Sektor	Fri flyt justert markedsverdi	Andel i prosent
Industri	414 100	27,50
Helse	375 328	24,93
Finans	312 862	20,78
Varige konsumvarer	98 706	6,56
Materialer	71 173	4,73
Teknologi	59 574	3,96
Energi	58 619	3,89
Konsumvarer	52 831	3,51
Eiendom	35 084	2,33
Telekommunikasjon	20 190	1,34
Kraft- og vannforsyning	7 127	0,47

\*Sektorinndeling basert på Industry Classification Benchmark (ICB)  
 Kilde: Nasdaq, Oslo Børs og Bloomberg, oppdatert 31.12.2023.

Ser vi på indeksens ti største selskaper, er det bio-farmasøytiske selskapet Swedish Orphan Biovitrum klart størst med en total markedsverdi på 95 milliarder norske kroner, hvor 47,6 milliarder kroner (fri flyt) vil inngå i indeksen.

**Tabell 4**  
**Største selskaper i SFTX (millioner kroner)**

Selskap	Fri flyt justert markedsverdi	SFTX vekt i prosent
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB	47 591	3,16
JYSKE BANK	33 238	2,21
ELEKTA AB	29 048	1,93
ISS A/S	28 464	1,89
AMBU A/S	28 272	1,88
AVANZA BANK HOLDING AB	27 699	1,84
ZEALAND PHARMA A/S	27 023	1,79
SECTRA AB	26 635	1,77
SYDBANK A/S	24 215	1,61
CARGOTEC OYJ	21 532	1,43

Kilde: Nasdaq, Oslo Børs og Bloomberg, oppdatert 31.12.2023.

Ser vi på de ti minste selskapene i indeksen finner vi Univid, Oscar Properties Holding og Havila Shipping med en markedsverdi på henholdsvis 14, 34 og 63 millioner norske kroner.



**Tabell 5**  
**Minste selskaper i SFTX (millioner kroner)**

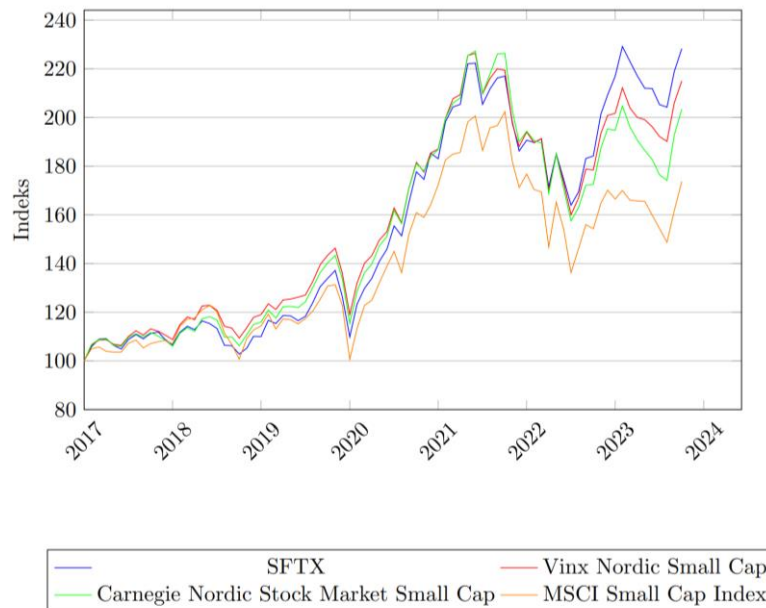
Selskap	Fri flyt justert markedsverdi	SFTX vekt i prosent
UNIVID ASA	14	0,00
OSCAR PROPERTIES HOLDING AB	34	0,00
HAVILA SHIPPING ASA	63	0,00
IMMUNOVIA AB	79	0,01
ASCELIA PHARMA AB	85	0,01
SAS AB	99	0,01
THOR MEDICAL ASA	148	0,01
ELECTROMAGNETIC GEOSERVICES	177	0,01
ABLIVA AB	201	0,01
ENSURGE MICROPOWER ASA	211	0,01

Kilde: Nasdaq, Oslo Børs og Bloomberg, oppdatert 31.12.2023.

I vedlegget til Folketrygdfondets brev 15. september 2023 illustrerte vi historisk avkastning for de tre mest aktuelle indeksene: VINX Nordic Small Cap, Carnegie Nordic Stock Market Small Cap og MSCI Small Cap Index. Indeksene var ikke justert for selskaper som også finnes i SPNs referanseindeks.

Vi har ikke tilgjengelig historisk utvikling for den foreslåtte indeksen. Ved hjelp av analyseverktøy levert av Bloomberg foretar vi en «backtest» for den tiltenkte indeksen til SFT (SFTX). Analyseverktøyet foretar nødvendige historiske rebalanseringer i henhold til indeksendringene for OSEBX, VINXB og VINX Small Cap. Denne metoden gir oss data tilbake i tid fra 31. mars 2017. I figur 3 vi sammenlikner utviklingen med de tidligere illustrerte indeksene.

**Figur 3**  
**Avkastning for utvalgte indekser**



Kilde: Nasdaq, Oslo Børs, MSCI, Carnegie og Bloomberg, oppdatert 31.12.2023.

Avkastningen for SFTX er høyere sammenlignet med de andre indeksene i den korte perioden vi ser på, men ingenting tyder på at avkastnings- og risikoegenskapene er veldig ulik for SFTX og VINX Nordic Small Cap. Årsaken til noe høyere avkastning for SFTX enn VINX Nordic Small Cap for denne perioden, skyldes at selskapene som utelukkes i konstruksjonen for SFTX (fordi de inngår en av SPNs aksjeindekser, OSEBX eller VINXB) har en svakere utvikling enn for resten av det aktuelle markedet.

### Tabell 6 Deskriptiv statistikk for utvalgte indekser

Tidsperiode fra 31.03.2017 til 31.12.2023

	SFTX	VINX Small Cap	Carnegie Small Cap	MSCI Small Cap
Annualisert avkastning (%)	12.62	11.45	10.76	8.27
Standardavvik (%)	17.17	16.79	17.81	20.18
Sharpe ratio	0.7	0.6	0.5	0.3

Kilde: Nasdaq, Oslo Børs og Bloomberg, oppdatert 31.12.2023.

### 3. Avgrensning av investeringsuniverset

Et fleksibelt mandat som dekker et stort investeringsunivers av handlebare verdipapirer, er i utgangspunktet et investeringsunivers som kommer nært opp til det finansteorien definerer som en markedsportefølje. Begrensinger i investeringsuniverset vil virke innsnevrende for forvalters mulighet til å oppnå god risikojustert avkastning og bør derfor ha gode begrunnelser. I utkast til lov om Statens fond i Tromsø er det nettopp høyest mulig avkastning til en akseptabel risiko som er definert som målet med investeringene i § 2. Også formålet (utkast til lov om statens fond i Tromsø § 1) om å bidra til å bygge kapitalforvaltningsmiljøer i Nord-Norge tilsier at investeringsuniverset ikke bør avgrenses mer enn nødvendig.

Departementet tar i oppdragsbrevet opp tre mulige problemstillinger hvor overlapp mellom investeringsuniverset til SFT og andre er aktuelle. Det er overlapp mellom SFT og referanseindeksen til SPN, overlapp mellom SFT og SPN og til slutt overlapp mellom SFT og referanseindeksen til SPU.

Den første problemstillingen adresserer departementet selv i oppdragsbrevet hvor departementet har lagt opp til at "*Investeringene skal gjøres i de delene av de nordiske, noterte aksjemarkedene som ikke inngår i Statens pensjonsfond Norges (SPN) referanseindeks for aksjer.*" Vi oppfatter at dette forholdet bør avklares tydelig i mandatet til SFT. Det kan gjøres gjennom å supplere tilsvarende bestemmelser som i § 3-2 første ledd i mandat for SPN med en egen bokstav om:

«Det skal ikke erverves aksjer utstedt av selskaper med aksjer som inngår i referanseindeksen til SPN.»

Når det gjelder avgrensning av investeringsuniverset og overlapp mellom SFT og SPN, ser vi flere situasjoner hvor det er hensiktsmessig at investeringsuniverset er større enn referanseindeksen:

1. Aksjer som faller mellom indeksene til SPN og SFT kan gi positive bidrag til avkastnings- og risikoegenskaper, og/eller reduserte transaksjonskostnader til det nye fondet. Eksempelvis kan det nye fondet redusere handelskostnadene ved å bytte ut handel i illikvide aksjer i referanseindeksen med aksjer utenfor referanseindeksen som har høyere likviditet (og lignende eller bedre risikoegenskaper).
2. Det kan være aktuelt å delta i aktiviteter på kapitalmarkedssiden (Equity Capital Markets) i aksjer som er utenfor SFTs og SPNs referanseindeks. Eksempler på slike aktiviteter er IPOs (Initial Public Offerings; børsnotering) og emisjoner. Slike aktiviteter er viktige likviditetssituasjoner hvor vi kan skape meravkastning og endre risikoegenskapene til fondet på en kostnadseffektiv måte.
3. Det vil være tilfeller hvor selskapshendelser (corporate actions), for eksempel fisjoner, som medfører at SFT mottar aksjer som ikke inngår i referanseindeksen. Her kan det være gunstig å unngå salg samtidig med andre passive investorer. Dette fordrer et fleksibelt mandat.
4. Aksjer kan bli ekskludert av indeksleverandør på grunn av størrelse/likviditetskrav. SFT kan ønske å ha en posisjon i disse aksjene på grunn av avkastnings- og/eller risikoegenskaper. Eller at likviditeten i aksjer som går ut av SFTX er så svak at SFT bør ha mulighet til fortsatt å eie disse aksjene for å ivareta SFTs økonomiske interesser.

I lys av argumentene ovenfor ønsker vi at investeringsuniverset for det nye fondet skal være fleksibelt så lenge det investerer utenfor SPNs referanseindeks. SPN kan imidlertid investere også i selskaper utenfor egen indeks, noe som kan skape porteføljeoverlapp. Porteføljeoverlapp i selskaper vi ønsker å være langsiktig eier i er i utgangspunktet positivt og kan tilføre begge fondene positive avkastningsbidrag, men kan likevel by på visse operasjonelle utfordringer.

§ 3-6 syvende ledd i mandat for SPN inneholder i dag bestemmelser som regulerer hvor mye Folketrygdfondet kan eie. Folketrygdfondet kan maksimalt eie 15 prosent av aksjekapitalen til norske selskaper og 5 prosent av aksjekapitalen i ett selskap i Danmark, Finland og Sverige. Denne bestemmelsen kan være problematisk ved at:

- Folketrygdfondets samlede eierskap kan begrense forvaltnernes mulighet til å kjøpe aksjer for SPN dersom forvaltningen knyttet til SFT allerede har aksjer i selskapet.
- Tilsvarende kan det samlede eierskapet begrense forvaltnernes mulighet til å kjøpe aksjer for SFT dersom forvaltningen knyttet til SPN allerede har aksjer i selskapet.

Dersom eierskapsbegrensningen som gjelder Folketrygdfondet blir stående, viser disse eksemplene at det kan bli problematisk å følge prinsippet om at indeksen skal være investerbar og fullt ut mulig å replikere.

For å unngå mulige problemer med mandatbegrensinger på eierskap, vil det enkleste være å omgjøre mandatbegrensningen for SPN på henholdsvis 15 prosent i Norge og 5 prosent i Norden til å gjelde SPN istedenfor Folketrygdfondet, mens SFT får egne mandatbegrensninger på eierskap. Vi anbefaler ikke at mandatbestemmelsene for SFT blir gjort avhengige av porteføljesammensetningen til SPN i slike tilfeller.

I brev 15. september 2023 viser vi at en forvaltningskapital på 30 (15) milliarder norske kroner vil gi en eierandel på 1,57 (0,78) prosent i snitt. Faktisk eierandel i porteføljen vil i mange tilfeller være høyere enn denne gjennomsnittlige eierandelen. SFT kan tenkes å inneholde færre

selskaper enn referanseindeksen og likevel oppnå bedre eller liknende avkastnings- og risikoegenskaper. Aktive strategier krever også at vi kan ha høyere eierandel i enkelte selskaper. En egen ramme på eierskapsbegrensning for SFT på 5 prosent antas å gi tilstrekkelig fleksibilitet, så lenge investert kapital ikke er høyere enn 15 milliarder kroner. En begrensning på 5 prosent i eierandel vil også sikre at SFT ikke blir en særskilt stor eier i de ulike selskapene. I brev 15. september 2023 peker vi nettopp på at store eierandeler medfører høyere oppfølgingskostnader enn dersom eierandelene er mindre.

Med en ramme på 15 prosent eierandelsbegrensning for SPN for norske selskaper og 5 prosent for SFT vil det kunne oppstå situasjoner hvor Folketrygdfondet eier opp mot 20 prosent av et enkelt selskap. Vi antar at vi ikke vil møte denne problemstillingen ofte, og at den vil gjelde for et svært begrenset antall norske selskaper. I løpet av de siste 5 årene har SPN hatt en eierandel utover 10 prosent i maksimalt 9 selskaper i et enkelt år. Totalt har eierandelen vært større enn 10 prosent i kun 13 selskaper. Av de 13 selskapene har kun ett selskap (Norwegian Property) vært utenfor SPNs aksjedelindeks OSEBX.

Vi foreslår derfor at ordlyden i SPNs mandat § 3-6 (7) endres til følgende:

Folketrygdfondet kan plassere SPN slik at SPN har eierandeler for inntil 15 prosent av aksjekapital eller egenkapitalbevis i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan plassere SPN slik at SPN har eierandeler for inntil 5 prosent av aksjekapital eller egenkapitalbevis i ett enkelt selskap i Danmark, Finland og Sverige.

Vi foreslår tilsvarende bestemmelser i mandatet for SFT:

Folketrygdfondet kan plassere SFT slik at SFT har eierandeler for inntil 5 prosent av aksjekapital eller egenkapitalbevis i ett enkelt selskap.

I oppdragsbrevet er vi videre bedt om å «vurdere om det kan være hensiktsmessig om investeringsuniverset for det nye fondet avgrenses til aksjer som inngår i referanseindeksen, blant annet for å begrense overlapp med Statens pensjonsfond utland». Innholdet i referanseindeksen til SFT vil akkurat som referanseindeksen til SPN inneholde aksjer som også inngår i beholdningen til SPU.

Ved siste rapporterte beholdning fra NBIM (2023) var det 77 nordiske selskaper i SPU som er inkludert i den foreslåtte referanseindeksen til SFT. Tilsvarende var det 125 nordiske selskaper i SPU som inngår i SPNs referanseindekser.

Både Folketrygdfondet og NBIM er investert i selskaper notert i Sverige, Danmark og Finland. Folketrygdfondet og NBIM opererer uavhengig av hverandre, men som følge av at både SPN og SPU er eid av staten, har det vært spørsmål om eierandelene skal konsolideres. En konsolidering vil blant annet ha betydning for flaggeplikt, samt eventuelle andre begrensninger eller plikter som er knyttet til konsoliderte eierandeler. Vi oppfatter ikke at dette spørsmålet endres som følge av introduksjonen av SFT, og viser til brev 13. desember 2019 fra Folketrygdfondet til Finansdepartementet. Folketrygdfondet legger til grunn at departementet vurderer om det er behov for å kontakte finanstilsynet i de respektive nordiske land for å avklare konsolidering i Sverige, Danmark, Finland og Island.

#### 4. Migrasjon mellom referanseindekser

Folketrygdfondet viser i brev 15. september 2023 til at omfanget av selskaper som vil migrere mellom en skreddersydd referanseindeks for det nye fondet og SPNs referanseindeks for aksjer antas å bli begrenset, men at det i slike tilfeller er naturlig at eventuelle innehav selges ut av det nye fondets portefølje. Departementet ber Folketrygdfondet vurdere hvordan håndtering av migrasjon mellom de to aksjeindeksene best kan rammes inn i mandatet for det nye fondet.

Vi viser til tidligere omtale for håndtering av referanseindeksen for SFT. Det foreslåtte regelverket sikrer at en aksje ikke samtidig inngår i begge fondenes referanseindeks, ved at aksjer som inngår i referanseindeksen til SPN skal tas ut av indeksgrunnet til SFT.

Årsaken til at Folketrygdfondet trakk frem problemstillingen for porteføljen knyttet til migrasjon mellom indeksene er bestemmelsen om maksimal eierandel for et enkelt selskap i mandatet. Dersom det etableres separate eierskapsbegrensninger for SPN og SFT, slik som skissert under punkt 3, fremfor eierskapsbegrensninger for Folketrygdfondet, blir problemstillingen knyttet til porteføljeinnehav ikke like stor.

Ved migrasjon av selskaper mellom de to referanseindeksene ser vi for oss at slik migrasjon kan håndteres på følgende måter:

1. Migrasjon hvor et selskap som er i SFTs portefølje blir inkludert i SPNs referanseindeks

Vi forutsetter at anbefalingen fra punkt 3 om at SFT ikke kan kjøpe slike aksjer følges og blir en del av mandatet. SFT vil dermed utelukkende ha mulighet til å selge slike aksjer. Vi oppfatter at intensjonen med avgrensning av investeringsuniverset for SFT tilsier at SFT skal selges seg ut av aksjer som inngår i referanseindeksen til SPN. Vi ser det imidlertid ikke som hensiktsmessig at mandatet for SFT skal ha tydelige bestemmelser om avhending av aksjer i slike tilfeller. Vi anbefaler at det i stedet vurderes om det skal inntas bestemmelser tilsvarende det som nå gjelder for SPN i § 4-12 (2). Det vil innebære at Folketrygdfondet skal fastsette retningslinjer for avhending som kan ta hensyn til blant annet likviditet i aksjen. Vi vil i utgangspunktet anta at slike internt fastsatte retningslinjer vil innebære at SFT skal selge seg ned innenfor en periode på seks måneder, men at hensynet til å ivareta de økonomiske interessene til SFT tilsier at det ikke settes en absolutt tidsramme.

2. Migrasjon ut av SPNs referanseindeks og inn SFTs investeringsunivers.

I disse tilfellene vil selskapets aksjer bli tilgjengelige for SFT uavhengig av om de inngår i SFTs indeks eller blir liggende mellom de to fondenes indekser. Vi fraråder at det legges begrensninger på SPNs mulighet til ytterligere kjøp av slike aksjer, og viser til omtalen over i punkt 3 knyttet til separate rammer for de to fondene.

I tilfeller hvor Folketrygdfondet i forvaltningen er interessert i å kjøpe aksjer for det ene fondet og samtidig selge aksjer for det andre fondet, bør Folketrygdfondet ha mulighet til å foreta en internhandel. Vi legger til grunn at Folketrygdfondet som forvalter av begge fondene må etablere regler for interne handler. I mandat for forvaltning av Statens obligasjonsfond er dette regulert ved at slike transaksjoner bare kan finne sted hvis Folketrygdfondet kan dokumentere at transaksjonen skjer til markedsmessig pris og vilkår (mandat for forvaltning av Statens obligasjonsfond § 3-3 (10)). Vi ser for oss en tilsvarende bestemmelse i mandatet for SFT.

I tilfeller hvor aksjer i et selskap er i investeringsuniverset både for SPN og SFT, og Folketrygdfondet i forvaltningen av begge fondene ønsker å samtidig kjøpe eller samtidig selge aksjer ser vi for oss at fordelingen av handlede aksjer i markedet må følge tilsvarende regler som gjelder for fond forvaltet av samme forvalter, jf. verdipapirfondloven og verdipapirfondforskriften. Det vil si at ingen av fondene har forrang i forhold til handelsgjennomføring etc.

## 5. Risikorammer

Finansdepartementet ber videre om at Folketrygdfondet drøfter hva som vil være hensiktsmessige risikorammer i mandatet for SFT, herunder ramme for forventet relativ volatilitet. Vurderingen av hva som anses å være en hensiktsmessig grad av aktiv forvaltning bør begrunnes, og det skal tas hensyn til mulighetene for å oppnå fortrinn i lys av Folketrygdfondets eksisterende kompetanse.

I utgangspunktet kan man se for seg fem ulike strategier for forvaltningen som krever ulike nivå på risikorammene:

### 1) *Indeksforvaltning*

Denne forvaltningen omhandler å minimere relativ volatilitet til en referanseindeks, og vil ikke ha noe aktivt element ved seg eller prøve å slå referanseindeksen.

### 2) *Indeks pluss («Enhanced Indexing»)*

Denne type forvaltning er lik NBIMs «Enhanced Indexing», hvor forvalter vekter relativ volatilitet, transaksjonskostnader og mulighet for meravkastning mot hverandre. Meravkastning skapes typisk rundt aktiv deltagelse i indeksendringer, selskapshendelser (corporate actions), kapitalmarkeder (ECM) og gjennom utnyttelse av ulike typer feilprising i eksempelvis selskaper med flere aksjeklasser eller holding-selskaper som eier andre børsnoterte selskaper.

### 3) *Faktorforvaltning*

Faktorforvaltning går ut på å identifisere egenskaper ved aksjer (risikofaktorer) som gjør det bedre eller dårligere enn det brede markedet på sikt. En langsiktig investor som tåler fluktasjoner bedre enn gjennomsnittsinvestoren, kan være bedre egnet til å ha eksponering mot de gode faktorene. Enkeltaksjer er mindre viktig, og forvalter vil opportunistisk bytte fra en aksje til en annen avhengig av likviditet, handelskostnad og eksponering mot slike faktorer. En faktor som passer godt inn i dagens filosofi for SPN er *kvalitetsfaktoren*, men faktorer som for eksempel *momentum*, *lav volatilitet* og *verdi* kan også passe inn i forvaltningen. En slik forvaltning kan bygge på flere av faktorene som vi i dag utnytter i forvaltningen av SPN. Men en slik forvaltning er mer datadrevet og krever robuste systemer mtp. handel, portefølje- og risiko-oversikt og optimeringsverktøy. Det vil og kreve flere ressurser på tradingsiden ettersom slik forvaltning innebærer mer handel enn det som gjøres i dag.

### 4) *Fundamental forvaltning*

Ved fundamental forvaltning vil forvalteren forsøke å identifisere gode eller dårligere selskaper og tematiske trender uavhengig av indeksen. Slik forvaltning vil typisk innebære

eieroppfølging og tettere dialog med selskapene. Dette vil være en videreføring av eksisterende praksis i Folketrygdfondet. Fundamental forvaltning vil med det skisserte mandatet for SFT måtte innrettes annerledes blant annet som følge av et langt høyere antall selskaper i referanseindeksen, og med en mer kvantitativ datadrevet innretning.

#### *5) Utvelgelse av eksterne forvaltere*

Denne type forvaltning er den samme som NBIM bruker for deler av forvaltningen, hvor et team velger ut eksterne forvaltere som aktivt skal prøve å slå indeksen. Eksterne forvaltere vil kunne ha et større sett av strategier å spille på, og kan ofte kjenne til underliggende marked bedre enn oppdragsgiver.

Folketrygdfondets største fortrinn – som vil og gjøre seg gjeldende i forvaltningen av SFT – er størrelsen på kapitalen til forvaltning og vår langsiktighet. Størrelse er en særlig fordel ved ECM deltagelse og selskapshendelser, men også i forhandling om transaksjonskostnader og forvaltningskostnader. Dette er gunstig for de aktive strategiene ovenfor (nr. 2-5). Langsiktighet gir også fordeler for strategier som velger ut kvalitetsselskaper (nr. 3-5).

Strategi 1 er etter vårt syn ikke å foretrekke. Denne strategien bygger ikke på Folketrygdfondets eksisterende kompetanse og samsvarer ikke med målsetningen om å oppnå høyest mulig avkastning.

Det skisserte investeringsuniverset for SFT innebærer investeringer i flere og mindre selskaper enn for SPN. Tilgangen på informasjon om slike selskaper er mer begrenset. Et av særtrekkene ved forvaltningen av SPN er at vi kjenner selskapene, og selskapene kjenner oss. For et nytt mandat, med langt flere selskaper i porteføljen enn SPN, vil ikke porteføljeforvaltere ha kapasitet til den samme tette dialogen med selskapene. Strategi 4 vil likevel være et aktuelt alternativt for SFT, men innretningen vil være mer datadrevet og vil også innebære behov ulike typer kompetanse.

Ved antatt flere selskaper enn SPN, må eieroppfølgingen til SFT innrettes på en annen måte. Vi vil legge de samme prinsipper for eierskapsarbeid til grunn, men selve gjennomføringen må i større grad automatiseres.

Som nevnt i brev 15. september 2023, peker vi på at Tromsø har teknologimiljøer som kan være interessante samarbeidspartnere for et nytt kapitalforvaltningsmiljø. Vi kan for eksempel trekke veksler på teknologimiljøer innen algoritmebaserte strategier som et supplement og som støtte til aktiv forvaltning. Alle strategier ovenfor kan trekke på teknologimiljøet i Tromsø, men de største mulighetene finner vi nok for strategi 2, 3 og 4, mens ekstern forvaltning (strategi 5) vil i mindre grad bidra til formålet i § 1 i utkast til Lov om Statens fond i Tromsø: «...å bygge kapitalforvaltningsmiljøer i Nord-Norge.»

Basert på argumentene ovenfor, vil vi i den videre analysen legge til grunn at strategi 2 til 5 er aktuelle alternativer som kan komplementere eksisterende kompetanse i Folketrygdfondet og være aktuelle for SFT. En miks av disse strategiene kan også være aktuelt for SFT. Blant disse strategiene bruker vi strategi 3 som et startpunkt for å beregne behov for risikoramme. Vi ser for oss at strategi 3, 4 og 5 kan ha lik risikoramme, mens strategi 2 har behov for noe lavere ramme.

I beregning av mulig risikoramme har vi i samarbeid med MSCI kjørt følgende optimeringsmodell som hensyntar transaksjonskostnader og risiko fra MSCI Barras risikofaktorer:

- Vi spesifiserer en maksimal tilt mot faktorene kvalitet, verdi, og momentum på 0,5 standardavvik fra referanseindeksen. Resterende faktorer ønsker vi nær nøytralitet, og begrenser de til +/- 0,2 standardavvik fra referanseindeksen.
- Vi antar transaksjonskostnader på enkeltaksjer til 15 bps.
- Vi setter eierskapsbegrensningen lik 5 prosent.
- Alle avvik skal kunne handles inn på mindre enn 60 handelsdager, hvis vi antar maksimalt 10 prosent av handelsvolum.
- Vi antar en porteføljestørrelse på 15 milliarder kroner.
- Analysen er basert på data fra 15. desember 2023.

Den resulterende porteføljen har en forventet relativ volatilitet mot den foreslåtte referanseindeksen på 3,6 prosent i normale markedsforhold. Omtrent halvparten av den relative risikoen kan forklares tilbake til de aktive faktorene som modellen har forsøkt å optimere, mens den resterende halvparten er spesifikk risiko fra enkeltelskaper. Det er også mindre og nær ubetydelige bidrag fra land- og sektorrisiko.

Porteføljen inneholder 135 av de 356 aksjene som inngår i den foreslåtte referanseindeksen (analysen har 2 aksjer mer enn oppgitt i tabell 1 som følge av at tabell 1 benytter data for årsslutt 2023, mens vi her har benyttet data fra 15. desember 2023.)

Sensitivitetsberegninger for de ulike faktorene som optimeres i en slik modell viser at relativt små endringer for faktoreksponering fører til at forventet relativ volatilitet kan øke opp mot 5 prosent under normale markedsforhold. Her peker ordlyden i mandatet for SPN på at fondet «skal legge opp forvaltningen med sikte på at.....ikke overstiger 3 prosent». Det er vår forståelse at formuleringen «skal legge opp forvaltningen med sikte på» gjelder under normale markedsforhold.

Analysen utarbeidet i samarbeid med MSCI inkluderer også en historisk simulering av den tenkte optimeringsporteføljen de siste 10 år med kvartalsvis rebalansering mot MSCI sin egen Nordic small cap indeks (den foreslåtte referanseindeksen for SFT er ikke tilgjengelig med like lang historikk). Simuleringen viste at realisert relativ volatilitet for denne type portefølje var på om lag 4 prosent. Med kvartalsvis rebalansering var omsetningen i porteføljen relativt høy på over 30 prosent per kvartal. En lavere omsetning per kvartal vil medføre at de relative posisjonene normalt vil bli mindre og medføre en noen lavere realisert relativ volatilitet.



**Figur 4:**  
**Forventet relativ volatilitet (indikasjon på ramme)**



Basert på den gjennomførte analysen mener vi at en grense på 5 prosent forventet relativ volatilitet er tilstrekkelig for å gjennomføre meningsfull og handlebar aktiv forvaltning under strategi 3 til 5. Strategi 2 er forventet å ha noe lavere forventet relativ volatilitet.

Vi foreslår konkret følgende bestemmelse som ramme for forvaltningen:

Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at det annualiserte standardavviket til differanseavkastningen mellom investert kapital og faktisk referanseindeks på ex ante basis (forventet relativ volatilitet) ikke overstiger [5] prosentpoeng. Folketrygdfondet fastsetter en metode for beregning av forventet relativ volatilitet som må godkjennes av departementet.

Akkurat som for SPN vil det være behov for supplerende rammer. Her ser vi for oss at styret i Folketrygdfondet i tiden mellom et mandat blir etablert og frem til første investerings skjer, vil etablere et investeringsmandat på lik linje som SPN har i dag.

## 6. Innretning av øvrige deler av et forvaltningsmandat

Når det gjelder bestemmelser i mandatet som ikke er omfattet av de forhold som er omtalt ovenfor, kan de fleste gjenbrukes i mandatet for SFT evt. med mindre tilpasninger. Vi ønsker å knytte enkelte kommentarer til noen av bestemmelsene som ikke er nevnt over som bør omskrives eller gis et nytt materielt innhold. Vi ser også behov for mindre justeringer for enkelte av bestemmelsene i mandatet til SPN som ikke er omtalt her, og vil komme tilbake til departementet med dette senere.

Våre kommentarer er knyttet til kapittelinnholdet i mandatet til SPN som vi forutsetter kan benyttes for mandatet for SPN. I kap. 1 bør det inntas bestemmelser om at kapitalen i SFT er plassert på en rentebærende konto i Norges Bank og at den delen som er overført fra konti i Norges Bank anses som investert kapital. Begrepet investert kapital bør benyttes for regulering

knyttet til måling, rammer, risiko mv. Videre foreslås det at Folketrygdfondet styrer innfasingen av investert kapital. Departementet har i oppdragsbrevet lagt opp til en forvaltningskapital ved oppstart på 15 mrd. kroner, og at rammen vil bli vurdert økt opp mot 30 mrd. kroner når det er høstet noe erfaring med forvaltningen. Det utgjør hhv 1 prosentpoeng og 2 prosentpoeng av markedsverdien til SFTX (tabell 1). For å redusere markedspåvirkningen av å innfase forvaltningskapitalen, ser vi det som hensiktsmessig at innfasingen ikke er regelstyrt slik at andre aktører ikke kan utnytte tidspunktet for innfasing. En fleksibel innfasing vil også gi Folketrygdfondet mulighet til å unytte markedsmuligheter.

Folketrygdfondet legger til grunn at den nye kapitalforvaltningsenheten skal integrere arbeidet med ansvarlig forvaltning i forvaltningen av SFT basert på tilsvarende retningslinjer som for SPN. Det er naturlig at måten ansvarlig forvaltningsvirksomhet utøves på vil avhenge av porteføljens særegenheter. Mange av de generelle og overordnede prinsippene vil kunne være felles, mens konkret selskapsoppfølging, dialoger mv. vil avhenge av porteføljeselskapene og størrelsen på vår investering. Videre vil SFT sannsynligvis være investert i et større antall selskaper sammenliknet med SPN som kan medføre større grad av automatisering i eierskapsoppfølgingen. I SFTs mandat kan det enten inntas tilsvarende bestemmelser om ansvarlig forvaltning som i mandatet for SPN, alternativt kan det henvises til at arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet skal, så langt det passer, utøves i tråd med prinsippene for ansvarlig forvaltning i mandatet til SPN § 2-1.

I kapittel 3 er det en rekke forhold som er omtalt over. Utover å inkludere Island i landopplistingen i bestemmelser tilsvarende SPNs mandat § 3-5 (1), har vi én konkret merknad knyttet til obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter, tilsvarende SPNs mandat § 3-5 (1) d og e, som ikke er omtalt over:

Vi ser det som hensiktsmessig at SFT i likhet med SPN kan foreta utlån av aksjer (regulert i SPNs mandat § 4-7). Utlån av aksjer vil skape behov for sikkerhetsstillelse. Flere av de motparter Folketrygdfondet benytter til utlån stiller i dag kontanter som sikkerhet. Også for SFT vil dette være aktuelt, og det vil være behov for tilsvarende bestemmelser som i SPNs mandat §4-8 som regulerer at Folketrygdfondets skal fastsette retningslinjer for reinvestering av kontantsikkerhet. Dette innebærer at bestemmelser tilsvarende SPNs mandat § 3-5, også bør inntas i mandatet for SFT og åpne for å investere i obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter, men begrenset til reinvestering av kontantssikkerhet.

I bestemmelsene om rammer, tilsvarende som for SPNs mandat § 3-6, er det flere bestemmelser som ikke er like aktuelle for et mandat som utelukkende investerer i aksjer. Bestemmelsen i SPNs mandat § 3-6 (2) omhandler at det ikke skal tas valutaposisjoner i den aktive forvaltningen. Vi ser ikke behov for en tilsvarende bestemmelse i mandat for SFT som får en referanseindeks som utelukkende inneholder aksjer.

Bestemmelsen i § 3-6 (3) kan være aktuell for videreplassering av kontantsikkerhet, men vi anser at dette dekkes inn ved krav i kapittel 4 tilsvarende § 4-8 i SPNs mandat og at tilsvarende bestemmelse som i SPNs mandat § 3-6 (3) derfor ikke er nødvendig. Bestemmelsen i § 3-6 (4) er ikke relevant for et rent aksjemandat.

I SPNs mandat § 3-5 (5) gis styret i Folketrygdfondet i oppdrag å fastsette supplerende risikorammer. Dette er bestemmelser som bør videreføres.

Vi anser at samtlige bestemmelser i SPNs mandat kap. 4 er relevante å videreføre med unntak av § 4-4 om styring og måling av kredittrisiko. Også dette anser vi dekkes av tilsvarende bestemmelse tilsvarende SPNs mandat § 4-8.

Vi anser vider at bestemmelsene i SPNs mandat kapittel 5, 6 og 7 kan videreføres med nødvendige språklige tilpasninger.

Som avsluttende bestemmelser i mandatet bør det i kapittel 7 inntas en bestemmelse knyttet til innfasing. Dette er tilsvarende som i mandat for Statens obligasjonsfond § 7-4. Konkret ser vi for oss at et visst minimumsbeløp på 500 millioner kroner skal være investert før bestemmelsene om rammer for forvaltningen (tilsvarende SPNs mandat § 3-6) og krav om at avkastningsberegningen skal utarbeides i samsvar med metodikken i Global Investment Performance Standards (tilsvarende SPNs mandat 4-2 (2)) kommer til anvendelse.

Vi ser for oss at det å etablere en aktiv strategi for SFT og anvende denne i forvaltningen vil skje gradvis over tid. Det vil innebære at evalueringen av de eventuelle aktive strategier ikke nødvendigvis bør starte fra det tidspunkt investert kapital passerer 500 millioner, men noe senere. Dette er ikke et forhold vi mener bør reguleres som en overgangsordning i mandatet, men noe vi må komme tilbake til på et senere tidspunkt når eventuelle aktive strategier er etablert.

## **7. Arbeidet med å etablere den nye enheten i Tromsø**

Folketrygdfondet legger til grunn at den nye kapitalforvaltningsenhet i Tromsø skal være en del av Folketrygdfondets organisasjon og underlagt Folketrygdfondets styre.

Folketrygdfondet har etablert et internt prosjekt for å sikre en betryggende etableringsprosess av enheten i Tromsø. Det kan imidlertid ikke igangsettes aktiviteter som medfører økonomiske forpliktelser før endelig beslutning om etablering er tatt. Folketrygdfondet vil våren 2024 primært arbeide med planlegging for etablering, mens praktisk etableringsarbeid som gjennomføring av ansettelsesprosesser og anskaffelsesprosesser først vil starte etter et vedtak som innebærer finansiering. I praksis innebærer dette at arbeidet med ansettelser og anskaffelser vil starte høsten 2024, forutsatt vedtak om finansiering mot slutten av Stortingets vårsesjon 2024.

Det vil ta tid å bygge opp en ny enhet for å forvalte Statens fond i Tromsø. Oppbygging av en portefølje vil først kunne starte når tilstrekkelig nøkkelpersonell i Tromsø er på plass. Dette for å sikre at de ansatte i den nye enheten får et nært eierskap til oppdraget fra start. Vi anslår at nøkkelpersonell vil være på plass tidligst i første halvår 2025.

Det vil påløpe en god del kostnader før investeringsvirksomheten igangsettes. I tillegg til bruk av interne ressurser, vil Folketrygdfondet ha behov for ekstern bistand i etableringsfasen. Det vil også påløpe kostnader til eksempelvis lønn, systemkostnader, husleie og reisevirksomhet før oppbyggingen av en portefølje kan starte. Den skisserte fremdriften forutsetter at

Folketrygdfondet gis et budsjett som dekker slike kostnader, for eksempel ved at Folketrygdfondet kan trekke på kapitalen til det nye fondet også før de første investeringene skjer.

## 8. Andre forhold

Etter Folketrygdfondets vurdering vil ikke opprettelse av et nytt statlig fond i Tromsø med Folketrygdfondet som forvalter nødvendiggjøre endringer i Lov om Folketrygdfondet.

Forslag til Lov om Statens fond i Tromsø har i § 1 presisert at formålet med etableringen av Statens fond i Tromsø er å bidra til å bygge kapitalforvaltningsmiljøer i Nord-Norge. Vi anser det hensiktsmessig at krav om lokalisering av forvaltningsenhet i Tromsø for forvaltning av SFT inntas i Folketrygdfondets vedtekter, og at dette ikke er et forhold som reguleres i mandat for SFT.

Det vil være en del kostnader som enkelt lar seg henføre til arbeidet med det nye fondet, slik som lokaler i Tromsø, lønn til de ansatte som bor og arbeider i Tromsø samt depotkostnader og en del kostnader knyttet til transaksjonsgjennomføring. For mange andre aktiviteter og funksjoner legger Folketrygdfondet opp til å dele systemer og ressurser med eksisterende forvaltning. Kostnader knyttet til disse fellesressursene må beregnes, hvor noen kostnader fastsettes skjønnsmessig, mens andre antas å kunne være aktivitetsbaserte og fordeles etter transaksjoner, antall selskaper, kapital og lignende.

Med vennlig hilsen  
Folketrygdfondet

*Siri Teigum*

Siri Teigum  
styreleder



Kjetil Houg  
administrerende direktør