

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 OSLO

Deres ref:  
18/1955

Vår ref:  
18-00173

Dato:  
14.12.2018

## Gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond Norge (SPN)

Vi viser til brev fra Finansdepartementet 25. juni 2018 om gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond Norge (SPN). Departementet skriver at det legger opp til en gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av SPN, med sikte på fremleggelse i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2019. Som ledd i dette arbeidet ber departementet Folketrygdfondet om å bidra med analyser og vurderinger. Spørsmålene fra departementet er gjengitt som egne punkter med kursivert tekst nedenfor.

Folketrygdfondets svar i dette brevet bygger på informasjon som vi offentliggjør på våre nettsider. Vi viser særskilt til *Strategisk plan for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge* fastsatt av Folketrygdfondets styre 14. desember 2017 (vedlagt). Vi vil offentliggjøre *Årsrapport 2018* og dokumentet *Risikojustert avkastning 2018* i første kvartal 2019, og har til dette brevet utarbeidet et eget vedlegg som henter informasjon fra disse to dokumentene hvor tallgrunnlaget er oppdatert per 30. september 2018. Departementets spørsmål er besvart i dette brevet, mens de to vedleggene supplerer brevet.

### 1. Oppsummering

Departementet peker på at regelmessige og brede gjennomganger av Folketrygdfondets forvaltning av SPN er en forutsetning for et visst innslag av aktiv forvaltning, og at gjennomgangene kan føre til at omfanget av aktiv forvaltning justeres så vel opp som ned. I meldingen om Statens pensjonsfond våren 2015 (Meld. St. 21 (2014-2015)) viste departementet til at Folketrygdfondet historisk har oppnådd gode resultater i forvaltningen og at forvaltningskostnadene er lave. På bakgrunn av dette konkluderte departementet etter en samlet vurdering med at Folketrygdfondets forvaltningsstrategier synes å være godt begrunnet og tilpasset særtrekk ved SPN.

Som det fremgår av redegjørelsen nedenfor har Folketrygdfondet fortsatt å levere gode forvaltningsresultater med lave kostnader. Folketrygdfondets styre vedtok en oppdatert strategisk plan i desember 2017. Forvaltningsstrategiene videreutvikles gradvis for å tilpasses nye utfordringer og muligheter, men det er stor grad av kontinuitet i investeringsfilosofi og forvaltningsaktiviteter. Vi mener det fortsatt er solid grunnlag for å si at Folketrygdfondets forvaltningsstrategier er godt begrunnet og tilpasset særtrekk ved SPN.

Dagens mandat for forvaltningen av SPN ble etablert i 2007 og har fungert godt. Siden den tid har SPN vokst betydelig, og Folketrygdfondet er blitt en enda større investor på Oslo Børs. Finansmarkedet har også utviklet seg de siste ti årene. For å sikre gode rammebetingelser for forvaltningen av SPN også fremover, er det formålstjenlig å vurdere endringer i mandatet. Folketrygdfondet vil arbeide med slike vurderinger og komme tilbake til departementet med utfallet av dette i 2019.

## 2. Investeringsstrategier og ansvarlig forvaltningspraksis

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Beskrivelser og vurderinger av investeringsstrategiene Folketrygdfondet benytter i forvaltningen av SPN. Det bør blant annet fremgå hvordan strategiene er ment å utnytte særtrekk ved SPN, som fondets størrelse og langsiktighet, hvordan strategiene ev. utfyller og påvirker hverandre, samt ev. synergier mellom strategiene. Grunnlaget for de valgte strategiene bør utdypes, herunder empiriske studier. Det bes videre om en vurdering av hva som er relevante tidsperioder for å evaluere de ulike strategiene.*

### Hovedprinsippene som ligger til grunn for investeringsstrategiene

Strategisk plan for forvaltningen av SPN beskriver hvordan Folketrygdfondet skal løse oppdraget med å forvalte SPN. De valgte investeringsstrategiene er avledet av en styringspyramide, hvor SPN-mandatet fastsetter målsettingen med forvaltningen. Folketrygdfondet har tatt dette videre og formulert hovedmål for virksomheten, som følgende prinsipper for investeringsvirksomheten bygger opp under:

- Folketrygdfondet skal nå sine mål ved å være en engasjert eier og investor som skaper merverdier i tråd med våre særtrekk og fortrinn.
- Vi skal være en ansvarlig, aktiv og motsyklisk forvalter med en portefølje preget av god risikospredning og et langsiktig perspektiv.
- Vår aktive risikotaking skal være disiplinert og vil variere over tid avhengig av investeringsmulighetene.
- Når det oppstår situasjoner der Folketrygdfondet ved å være en engasjert eier kan styrke selskapene eller markedet som helhet, men ikke selv oppnå meravkastning på kort sikt, vil vi tenke langsiktig og prioritere å styrke selskapene og markedet.

### Særtrekk av betydning for investeringsvirksomheten

Som forvalter av SPN skiller Folketrygdfondet seg fra andre aktører på en del områder. Vi legger vekt på at følgende særpreg har betydning for hvordan vi bør innrette investeringsvirksomheten:

- **Styringsstruktur:** Kapitalen SPN og kapitalforvaltningsorganisasjonen Folketrygdfondet har en statlig eier med et langsiktig perspektiv. Andre aktører oppfatter oss som en attraktiv motpart og samarbeidspartner. Å investere fellesskapets midler betyr samtidig høye forventninger til effektiv og ansvarlig forvaltning.
- **Størrelse:** Folketrygdfondet er den største institusjonelle enkeltinvestoren i det norske finansmarkedet, som innebærer både forpliktelser, begrensninger og muligheter. Vi investerer i finansmarkeder som tidvis er lite likvide, og må derfor legge et langsiktig perspektiv til grunn. Folketrygdfondet har et ansvar for å påvirke selskapenes virksomhetsstyring og markedsplassens rammevilkår. Størrelse gir dessuten anledning til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen, herunder mulighet til å utvikle bred kompetanse. Vi erfarer at vår innflytelse i dialogen med selskapene og andre aksjonærer styrkes av at Folketrygdfondet er en stor eier i en rekke norske selskaper.
- **Langsiktighet og risikobærende evne:** I forvaltningen av SPN har Folketrygdfondet mindre behov for likviditet og større toleranse for store verdiendringer enn mange andre investorer har. Det gir grunnlag for å opptre langsiktig og motsyklisk, og dermed høste likviditetspremier og tidsvarierende risikopremier. Vi opplever at vår langsiktighet styrker eierskapsutøvelsen.
- **Ansvarlig forvaltningsvirksomhet:** Folketrygdfondet er opptatt av ansvarlig forvaltningsvirksomhet og har integrert dette i vårt investeringsarbeid. Vi mener at arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet over tid resulterer i høyere avkastning.

### Hovedkilder til meravkastning

På et overordnet nivå er det enkelte felles kilder til meravkastning som er viktige for både aksje- og renteforvaltningen:

- Vi velger kvalitetsselskaper, hvor vi er komfortable med å ha et langsiktig perspektiv
- Vi høster likviditetspremier
- Vi drar nytte av at risikopremier, og dermed forventet avkastning, varierer over tid

I tillegg søker vi å utnytte særskilte avkastningsmuligheter som følger av porteføljens særtrekk. Eksempler på dette kan være utlån av verdipapirer, effektiv likviditetsforvaltning og ulike former for arbitrasje. Dette er områder hvor vi i tillegg til å styrke SPNs avkastning også kan bidra til mer velfungerende markeder.

Folketrygdfondet har over tid skapt vesentlige merverdier i kapitalforvaltningen sammenliknet med referanseindeksen. Det gir oss tillit til den strategien som har vært fulgt for forvaltningen av SPN gjennom mange år.

Risikotakingen i aksjeporteføljen vil normalt være dominert av selskappspesifikke forhold, mens renteporteføljen domineres av generell kreditt- og likviditetsrisiko.

Når det gjelder relevante tidsperioder for å evaluere den aktive forvaltningen generelt og de ulike strategiene spesielt, vil vi først peke på at perioden etter nytt mandat fra 1. januar 2007 er mer relevant enn perioden før.

Det er også naturlig å se på de ulike strategiene og hvordan markedets likviditet påvirker strategiernes manøvrerbarhet. Eksempelvis ser vi i aksjeforvaltningen at temaer i delstrategier kan utspille seg relativt raskt (i løpet av noen måneder), mens porteføljens manøvrerbarhet gjør at man må posisjonere seg tidlig og bruke tid på å avvikle strategiene. Dette tilsier at en evalueringsperiode bør strekke seg over minst tre år. I rente- og kredittforvaltningen er høsting av kreditt- og likviditetspremier et viktig element, men hvor avkastningsprofilen til disse faktorene (positiv avkastning over tid men sjeldne perioder med stor markedsuro) tilsier en lengre tidshorisont.

Risikoprofilen forbundet med strategier avledet av porteføljens særtrekk, eksempelvis verdipapirutlån, minner også om kredittforvaltning. Slike strategier fremstår normalt med lav risiko og god inntjening, men potensielt avbrutt av sjeldne perioder med store tap (dersom f.eks. en større motpart går konkurs uten at etablerte sikkerhetsordninger er tilstrekkelige).

Samlet tilsier dette at evaluering av aktiv forvaltning bør bygge på en vurdering av flere tidsperioder, f.eks. gjennomsnittlig årlig avkastning basert på rullerende flerårsperioder. I vår løpende rapportering bruker vi siste tre-, fem- og tiårsperioder, i tillegg til avkastningen siden 2007 da dagens rammeverk for forvaltningen ble fastsatt.

Etter ønske fra departementet presenterer vi i dette dokumentet resultater over en fireårsperiode og for perioden siden 2007.

- *Finansdepartementet ber om:  
En vurdering av ev. vekselvirkninger mellom forvaltningen av investeringene i henholdsvis Norge og Norden forøvrig.*

For en investor med et norsk hovedfokus gir det positive vekselvirkninger å være tilstede også i de øvrige nordiske landene.

Deltagelse i større og mer likvide finansmarkeder gir bedre tilgang til informasjon om endringer i forhold som også gjelder norske selskaper, slik som rammebetingelser, beste praksis, sektorrelaterte utviklingstrekk og markedsprising. Dette er informasjon som gir oss et bedre grunnlag for våre investeringsbeslutninger.

Et større investeringsunivers og et mer likvid finansmarked gir oss anledning til å diversifisere våre strategier. Det norske aksjemarkedet skiller seg fra resten av Norden ved at energisektoren er særskilt stor i Norge og av at fiskeoppdrett er en næring vi ikke finner i de andre nordiske aksjemarkedene. Tilgang til et mer likvid finansmarked gir økte muligheter for å justere risikoeksponeringen i SPN. Dette kan for eksempel være å vekte porteføljen opp eller ned i energi eller fiskeoppdrett i forhold til referanseindeksen, samtidig som nordiske verdipapirer vektet motsatt. I tillegg er informasjonstilgangen vi får av å være tilstede i andre nordiske land viktig også for forvaltningen av norske verdipapirer.

En ytterligere vekselvirkning mellom forvaltningen av investeringene i Norge og Norden er at ulikheten i sektorsammensetning mellom det norske markedet og de tre nordiske markedene innebærer at kapitalen til SPN oppnår en betydelig diversifiseringseffekt.

Gjennom en integrert forvaltning på tvers av de nordiske markedene oppnår vi en mer dynamisk investeringsvirksomhet, høyere (risikojustert) meravkastning og bedre risikostyring. Vi mener også at integrert forvaltning på tvers av de nordiske markedene styrker vår rolle som ansvarlig eier i norske selskaper fordi økt informasjonstilgang gir oss et bedre grunnlag for å være en krevende eier.

- *Finansdepartementet ber om:  
Vurderinger av hvordan potensielle vekselvirkninger mellom eierskapsutøvelsen og den aktive forvaltningen utnyttes.*

Vi skal levere høyest mulig avkastning over tid gjennom å drive aktiv forvaltning og ved å være en engasjert og ansvarlig eier og kreditor som styrker selskapenes lønnsomhet og markedets funksjonsevne.

Det er avgjørende for vår langsiktige avkastning at selskapene vi har investert i leverer gode resultater på lang sikt og at markedene er effektive og velfungerende. Derfor har vi en integrert tilnærming til ansvarlig forvaltning. Dette innebærer å ha en systematisk oppfølging av vesentlige muligheter og utfordringer knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG) og være en krevende eier som bidrar til å maksimere selskapenes potensial. Dette kommer også andre aksjonærer og kreditorer til gode. Vi engasjerer oss som eier, uavhengig av om vi i det enkelte selskap har en over- eller undervekt sammenlignet med referanseindeksen. Det vil legge til rette for høyere avkastning for SPN i det lange løp, i tråd med vårt mandat.

Vi skal ha et solid informasjonsgrunnlag for våre investeringsbeslutninger bl.a. gjennom regelmessig kontakt med selskapene. Både aktiv forvaltning og eierskapsutøvelse krever inngående kjennskap til selskapene, og vi erfarer god vekselvirkning mellom aktiv forvaltning og eierskapsutøvelse. Samtaler med selskapenes ledelse og styre gir oss et grunnlag for å forstå resultatutvikling, strategi, konkurransesituasjon og vekstmuligheter, noe som er viktig for å kunne ta gode investeringsbeslutninger. Samtidig gir samtalene oss mulighet til å være en krevende eier og gi uttrykk for våre forventninger til selskapene. På den måten kan vi bidra til positiv utvikling og avkastning over tid. Vår aktive forvaltning gjør oss derfor til en bedre eier og vår eierskapsutøvelse gjør oss til en bedre aktiv forvalter. Rollen som stor eier betyr imidlertid også at vi er bevisst på vårt ansvar for en skjønnsom utøvelse av innflytelse og likebehandling av aksjonærer.

Vår adferd som investor skal reflektere våre institusjonelle særtrekk og vårt langsiktige perspektiv. Videre er forvaltningsmandatet utgangspunkt for vår tilnærming til ansvarlig forvaltning. Folketrygdfondets styre har vedtatt et sett prinsipper for ansvarlig forvaltning som bygger på FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse, OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper og Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse.

Vi tilpasser arbeidet og virkemiddelbruken til våre særtrekk, ulike finansielle instrumenter og vår portefølje, slik at ansvarlig forvaltning bidrar til det overordnede målet om høyest mulig avkastning over tid. Vi vurderer blant annet i hvilken grad vi kan påvirke forhold knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG) både før investering og som eier av verdipapirene.

Som aksjonær kan Folketrygdfondet påvirke selskapet i ESG-spørsmål. Eierskapsutøvelse er derfor et prioritert virkemiddel for aksjeinvesteringer. Når det gjelder obligasjoner har vi størst påvirkningsmulighet før vi investerer fordi kreditorer ikke har eierrettigheter. Derfor legger vi vekt på å gjennomføre gode ESG-analyser før obligasjonskjøp og i den løpende oppfølgingen av selskapene. På denne måten fanger vi opp temaer som kan påvirke kredittverdigheten.

Det er i vår interesse som stor og langsiktig eier å arbeide for velfungerende og effektive markedsplasser med hensiktsmessige rammevilkår, gode standarder og sunn adferd fra utstedere, tilretteleggere og investorer. Arbeidet inkluderer deltagelse i relevante fora og samarbeid med børs og regulatoriske myndigheter.

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Redegjørelse for Folketrygdfondets arbeid med ansvarlig forvaltningspraksis i SPN i lys av konsultantselskapet IPCMs funn om organisering, virkemiddelbruk og ressursbruk internasjonalt, se IPCMs rapport om beste praksis for ansvarlig forvaltning, utarbeidet ifm. siste gjennomgang av Norges Banks forvaltning av Statens pensjonsfond utland.*

Rapporten fra IPCM understreker at det ikke finnes kun én modell for ansvarlig forvaltning som er tilpasset enhver kapitalforvalter. Variasjonene i blant annet mandat, størrelse og det underliggende juridiske rammeverket påvirker hvilken strategi som er mest hensiktsmessig. Likevel identifiserer IPCM flere fellestrekk hos ledende investorer på dette feltet.

Når det gjelder **organiseringen** er en tydelig forankring hos ledelsen en forutsetning for en robust tilnærming til ansvarlig forvaltning. Mandatet for forvaltningen av SPN angir grunnlaget for Folketrygdfondets ansvarlige forvaltningsvirksomhet. Folketrygdfondets styre har fastsatt *Prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet*,<sup>i</sup> som utdyper administrasjonens ansvar for integrering av hensyn til miljø og samfunnsmessige forhold i forvaltningen.

IPCM nevner også som beste praksis at tilnærmingen til porteføljen reflekterer organisasjonens særtrekk og langsiktig tidshorison. I dokumentet *Folketrygdfondets eierskapsutøvelse*<sup>ii</sup> beskriver administrasjonen hvordan vi tilpasser arbeidet og **virkemiddelbruken** til våre ulike finansielle instrumenter og porteføljer. Folketrygdfondet legger et langsiktig perspektiv til grunn for vår investeringsvirksomhet. Vi er den største institusjonelle enkeltinvestoren i det norske finansmarkedet, og det er derfor viktig for oss med velfungerende norske markeder. Som en ansvarlig forvalter arbeider vi for å påvirke selskapenes virksomhetsstyring og markedsplassene på en positiv måte. Tilpasningen i arbeidet med ansvarlig forvaltning til Folketrygdfondets særtrekk er videre utdypet i *Strategisk plan for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge*, hvor Folketrygdfondets langsiktige tidshorison trekkes frem som et hovedargument for vår integrerte tilnærming til ansvarlig forvaltning.<sup>iii</sup>

I omtalen av virkemiddelbruk og organisering fremhever IPCM integrering av ansvarlig forvaltning i investeringsfilosofien som beste praksis. Folketrygdfondet integrerer bærekraft i forvaltningen gjennom blant annet følgende tiltak:

- Forvaltningen er teambasert med én dedikert ressurs på ansvarlig forvaltning.
- Ansvarlig forvaltning er et fast agendapunkt på morgenmøtet i forvaltningsavdelingene.
- Vesentlige temaer relatert til bærekraft inngår i dialogen med selskapene.

- Ansvarlig forvaltning er integrert i investeringsbeslutninger gjennom innspill til porteføljemøter, selskapsanalyser og kredittmodeller.
- Ansvarlig forvaltning er et fast punkt i godkjenningsprosessen for nye aksjeinvesteringer i Norge.
- Forvaltningsavdelingene har et årshjul for opplæring innenfor ansvarlig forvaltning som inkluderer ett tiltak per kvartal.
- Ansvarlig forvaltning inngår i regelmessig rapportering til investeringskomiteen og styret.

Av hensyn til både **ressursbruk** og effektivitet nevner IPCM samarbeid med andre investorer som beste praksis. Dette gjør Folketrygdfondet primært ved å bidra til initiativer for å utvikle markedsstandarder, hvilket er særlig hensiktsmessig gitt SPNs størrelse i det norske markedet. Eksempelvis er Folketrygdfondet aktiv i Norsif, Eierforum, Styreinstituttet og Norske Finansanalytikerers Forening. I 2018 samarbeidet Folketrygdfondet med andre markedsaktører i utformingen av en Norsif-rapport om ansvarlig renteforvaltning i det norske markedet,<sup>iv</sup> samt Norsk Restruktureringsforums *Norsk anbefaling for restruktureringsprosesser*<sup>v</sup>. I den konkrete dialogen med selskaper har Folketrygdfondet samarbeidet med andre norske investorer om temaer som blant annet implementeringen av anbefalingene til Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). Formålet med et slikt samarbeid er både å effektivisere kommunikasjonsarbeidet overfor selskapene og å jobbe mer effektivt som investorer.

IPCM understreker at selv om aktiv forvaltning ikke er en absolutt forutsetning for ansvarlig forvaltning gir det større muligheter for å benytte seg av hele spekteret av ESG-verktøy enn det som er tilfellet ved kun passive investeringer.<sup>vi</sup> Med bakgrunn i våre erfaringer med ansvarlig forvaltning støtter vi dette synet. ESG inngår i vår vurdering når vi søker kvalitetsselskaper, samt for å belyse potensiell nedsiderisiko fra manglende ESG-håndtering. Kjennskapet til selskaper gjennom flere tiår med aktiv forvaltning gir også Folketrygdfondet muligheten til å sette selskapets ESG-tilnærming i en bredere kontekst og å være en krevende eier.

### 3. Avkastning og aktiv risikotaking

- *Finansdepartementet ber om: Analyser og vurderinger av resultatene i forvaltningen av SPN over tid, siden etableringen av nytt rammeverk for forvaltningen i 2007 og for de siste fire årene særskilt. Det skal fremgå resultater for SPN samlet, for aksje- og obligasjonsporteføljen separat og for enkeltstrategier Folketrygdfondet vektlegger i utnyttelsen av enkeltrammer, blant annet rammen for forventet relativ volatilitet, ekstremavviksrisiko og forvaltningskostnader.*

I vedlegget er det gitt en dypere analyse av resultatet i forvaltningen av SPN samlet og for aksje- og obligasjonsporteføljen separat. Tallgrunnlaget i denne analysen er oppdatert per 30. september 2018. Tallanalysene for siste fire år er for perioden fra 1. januar 2015 til 30. september 2018. Alle tall vi oppgir her er beregnet som tidsvektet avkastning før fratrekk av Folketrygdfondets kostnader ved forvaltningen av SPN. I vedlegget oppgis også de fleste tall etter

fratrekk av forvaltningskostnader. Avkastningstall er oppgitt som geometrisk årlig gjennomsnitt. Meravkastning er oppgitt som forskjell mellom årlig avkastning for porteføljen og årlig avkastning for referanseindeksen. Vi vil trekke frem følgende:

- Avkastningen har vært 7,7 prosent årlig fra 1998 til utgangen av tredje kvartal 2018, mens avkastningen var 7,9 prosent for perioden fra 2007 og 9,5 prosent for siste fire år.
- Den årlige meravkastningen var på 1,1 prosentpoeng for perioden fra 2007 og på 0,8 prosentpoeng for siste fire år. Det er høyere enn vårt mål om en meravkastning på 0,4 prosentpoeng per år over tid.
- Resultatet av den aktive forvaltningen viser at meravkastningen har vært positiv for hele perioden siden 1998, for perioden siden etableringen av nytt rammeverk i 2007 og for de siste fire årene, både for hele SPN og for aksje- og obligasjonsporteføljen separat.
- Risikojustert meravkastning viser at Folketrygdfondets aktive forvaltning av SPN har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko sammenlignet med referanseindeksen.

Risikojustert meravkastning måles ofte med informasjonsraten (IR) som måler meravkastning per enhet relativ risiko (relativ volatilitet). For perioden siden 2007 er IR for SPN 0,85 og for de siste fire årene 1,60. Også for aksjeporteføljen og renteporteføljen isolert sett er IR tallene positive.

Et alternativt mål for risikojustert meravkastning er å fokusere på forskjeller mellom sharperaten til SPN og sharperaten til referanseindeksen. For perioden siden 2007 er sharperate-differansen 0,12 og for siste fire år 0,16. Også sharperate-differansen er positiv for begge delperioder både for aksjeporteføljen og renteporteføljen isolert sett.

- Analyse av eksponeringen mot systematiske risikofaktorer som vi har foretatt med bruk av regresjonsanalyser indikerer at meravkastningen i stor grad er skapt av verdipapirutvelgelse og i mindre grad av eksponering mot systematiske faktorer.

Ved regresjonsanalyser er det viktig å ta stilling til om de valgte risikofaktorene er relevante og investerbare for forvalter. For SPN som investerer i et begrenset geografisk område og som har en betydelig størrelse i forhold til markedet, vil risikofaktorer som er internasjonalt til stede i noen tilfeller ikke være tilgjengelig for en investor av SPNs størrelse i det norske og nordiske verdipapirmarkedet. Et annet forhold ved bruk av regresjonsanalyser er om de faktorene som inngår i en regresjonsanalyse er kjente, i den forstand at forvalter kan antas å være kjent med faktorene i forkant av den periode som regresjonsanalysen gjennomføres på. I sum innebærer dette at en skal utvise en viss varsomhet i tolkningen av resultatene fra slike regresjonsanalyser.

Tradisjonell regresjonsanalyse estimerer effekten av en konstant eksponering, mens eksponeringen mot systematiske faktorer i porteføljen har variert over tid. I strategisk plan peker vi på tidsvarierende eksponering som et redskap i den aktive forvaltningen.

Resultatene av den aktive forvaltningen av SPN har vært gode, både for SPN og for aksje- og renteporteføljen. I rapporteringen har vi valgt å dele opp bidraget til meravkastningen for SPN samlet i hhv. aksjeforvaltning, obligasjonsforvaltning og avledede strategier. Analysen viser at meravkastningen i stor grad forklares av momenter vi har pekt på som sentrale i vår strategiske



plan for forvaltningen av SPN. Det understrekes at metoden for å tilordne differanseavkastningen til de ulike elementene har svakheter, både metodisk og ved at klassifiseringen er foretatt i etterkant. Vi har likevel valgt å vise resultatene av en slik analyse for å indikere hvordan momenter fra den strategiske planen har påvirket differanseavkastningen.

Tabell 1 Bidrag til SPNs samlede meravkastning

Tall i prosentpoeng	Siden 01.01.07	Siden 01.01.15
<b>Aksjeforvaltning</b>	<b>0,76</b>	<b>0,54</b>
Kvalitet	0,51	0,24
Unngå overoptimisme	0,21	0,11
Strukturendringer	0,05	0,17
Andre kriterier	0,00	0,02
<b>Obligasjonsforvaltning</b>	<b>0,29</b>	<b>0,19</b>
Krediteffekter	0,29	0,18
Renteeffekter	0,00	0,01
<b>Avledede strategier</b>	<b>0,03</b>	<b>0,05</b>
<b>Aktivaallokering</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,00</b>
<b>Sum differanseavkastning</b>	<b>1,06</b>	<b>0,78</b>

I strategisk plan for forvaltningen av SPN sier vi at vår strategi for å skape meravkastning for aksjeforvaltningen bygger på verdipapirvalg som reflekterer en avveining av kvalitative og kvantitative vurderinger på både selskapsnivå og overordnet porteføljenivå. I vårt arbeid for å skape høyere avkastning og lavere risiko over tid er flere elementer sentrale: kvalitetsselskaper, strukturelle trender, motsyklisk risikotaking og å unngå overoptimisme/overdreven pessimisme.

I tabell 1 er meravkastningen fra aksjeforvaltningen til SPN samlet vist ved at hver aksjeinvestering er knyttet opp til ett av de tre momentene kvalitetsselskaper, strukturelle trender og å unngå overoptimisme. I tilfeller hvor den enkelte aksjeinvestering i mindre grad kan knyttes opp til ett av disse momentene er selskapet plassert som andre kriterier. Det understrekes at det er flere tilfeller hvor ett og samme selskap kunne vært kategorisert både som "overoptimisme" og selskap som ikke har tilfredsstilt kvalitetskriteriet. I slike tilfeller har vi kategorisert selskapet etter beste skjønn.

For obligasjonsforvaltningen peker strategisk plan på at vi skal søke å skape meravkastning i tråd med våre særtrekk langs følgende linjer: porteføljeeoptimalisering, strukturell kredittpremie, strukturell likviditetspremie, tidsvarierende likviditetspremie og kredittpremie samt renteavvik. I tabell 1 er meravkastningen fra obligasjonsforvaltningen til SPN samlet vist ved at bidraget er delt inn i kredittbidrag og rentebidrag.

I tillegg til forvaltning av aksjeporteføljen og renteporteføljen inngår også andre strategier avledet av våre særtrekk og fortrinn som en del av kjernevirksomheten. I arbeidet med å videreutvikle investeringsstrategiene for å skape meravkastning har det derfor de siste årene vært oppmerksomhet om slike avledede strategier. Inntjeningen fra avledede strategier er i hovedsak knyttet til utlån av verdipapirer, dvs. at vi utnytter langsiktigheten til SPN ved å låne ut aksjer og

obligasjoner hvor vi er en langsiktig eier, og likviditetsforvaltning, dvs. at vi søker å oppnå meravkastning på hovedporteføljens likviditet og fra replasering av mottatt kontantsikkerhet.

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Analyser av den aktive risikotakingen, med hovedvekt på de siste fire årene. Det skal også gjøres rede for håndteringen av risiko som erfaringsmessig ikke fanges opp av det statistiske målet forventet relativ volatilitet på en god måte, herunder risiko knyttet til verdipapirlån og halerisiko.*

Den aktive risikotakingen i SPN er begrenset av en øvre ramme for forventet relativ volatilitet på 3 prosentpoeng, fastsatt av Finansdepartementet. Forventet relativ volatilitet har de siste fire årene ligget mellom 0,5 og 0,8 prosentpoeng, og dermed langt under rammen.

Vår aktive risikotaking har avtatt etter finanskrisen. Dette skyldes delvis at vi har holdt fast ved, og fått uttelling for, de strategiene vi har valgt. Dessuten er forventet avkastning av nye mulige strategier for tiden lav. Videre virker vår størrelse i markedet og svakere markedslivlighet begrensende på vår handlefrihet. Målt risiko har i tillegg blitt redusert som følge av markedsf forholdene (uavhengig av den aktive posisjonstagningen).

Styret har i strategisk plan indikert at forventet relativ volatilitet normalt vil være mellom 0,5 og 1,5 prosentpoeng for SPN samlet. Aksjeporteføljen har en høyere forventet relativ volatilitet enn renteporteføljen, og bidrar mest til den totale forventede relative volatiliteten. Avledede strategier har gitt bidrag til relativ volatilitet på under 0,01 prosentpoeng.

*Tabell 2: Forventet relativ volatilitet for SPN per 30. september 2018*

	Forventet relativ volatilitet	Betinget forventet relativt tap
<b>Statens pensjonsfond Norge</b>	<b>0,58</b>	<b>1,60</b>
Aksjeporteføljen	0,90	2,19
Renteporteføljen	0,36	2,17

Metoden for beregning av forventet relativ volatilitet er basert på en statistisk modell, og er sårbar for feil i antakelsene som ligger til grunn for modellen. I tillegg er det flere risikotyper som ikke fanges opp av en slik modell for markedsrisiko, for eksempel motpartsrisiko og likviditetsrisiko. Derfor har styret utarbeidet en rekke supplerende risikorammer, blant annet rammer for maksimal eksponering per motpart basert på motpartens kredittvurdering. Det har også blitt innført en ramme for maksimalt betinget forventet relativt tap på 9 prosentpoeng. Utnyttelsen av denne rammen har vært under 2 prosentpoeng siden den ble innført i 2017.

Risikoen knyttet til verdipapirlån fanges opp av motpartsrammer som tar hensyn til volatilitet i utlånte verdipapirer samt mottatt sikkerhet. Bruttoreammer på eksponering mot en enkelt motpart bidrar også til å begrense risikoen ved en eventuell konkurs hos en stor motpart.

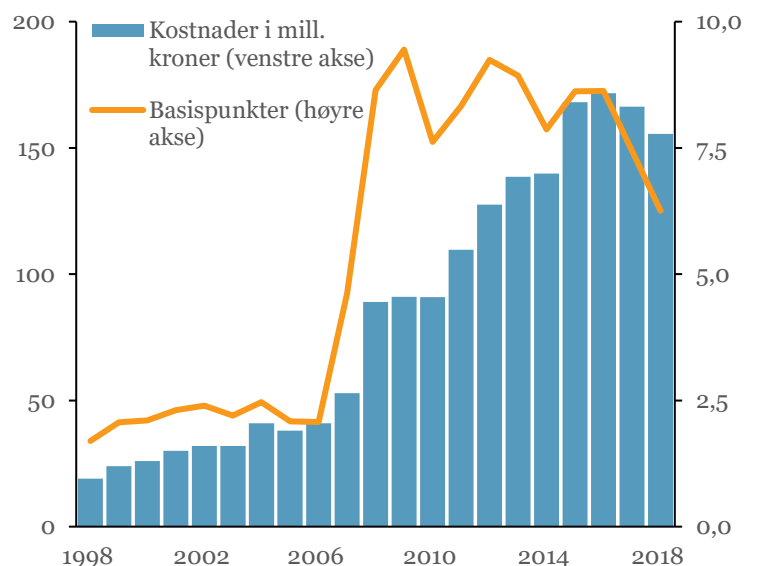
#### 4. Kostnader ved forvaltningen

- *Finansdepartementet ber om:  
Analyser av utviklingen i kostnadene de siste fire årene og forventet utvikling fremover. Viktige tiltak for ev. å realisere stordriftsfordeler bør kommenteres, samt eventuelle tiltak som gjøres for å redusere transaksjonskostnadene.*

Forvaltningskostnader for SPN økte betydelig i 2007 og 2008 som følge av økte krav til systemer og rapportering. Målt i basispunkter ble denne kostnadsutviklingen forsterket av at drøye 100 mrd. kroner ble tilbakebetalt til statskassen da kontolånsordningen ble avviklet. Etter dette økte kostnadene gradvis i kroner frem til 2014, men var forholdsvis stabile målt i basispunkter av SPNs kapital.

Kostnadene som har blitt belastet SPN økte særskilt i 2015 som følge av at den daværende ytelsesbaserte pensjonsordningen for ansatte i Folketrygdfondet ble erstattet med en innskuddsbasert pensjonsordning. I 2016 ble de oppsatte rettighetene til ansatte ved den avviklede ytelsesbaserte ordningen overført fra Folketrygdfondet til Statens pensjonskasse. Dette innebar at SPN ble belastet engangskostnader på 27 millioner kroner i 2015 og 12 millioner kroner i 2016. Ved avviklingen av den ytelsesbaserte pensjonsordningen ble det besluttet at ansatte som kommer dårligere ut med en ny ordning får en kompensasjon som utbetales over lønn frem til pensjonsalder, eventuelt til ansettelsesforholdet i Folketrygdfondet opphører. For 2018 forventes det at kostnadene blir redusert i forhold til 2017 bl.a. som følge av engangseffekter knyttet til tidligere administrerende direktørs oppsigelse og hennes etterlønsordning. Etterlønn til tidligere administrerende direktør ble kostnadsført i 2017, men deler av dette er tilbakeført i 2018 som følge av at hun har inntekt fra andre i etterlønsperioden.

Figur 1 Forvaltningskostnader SPN



Analyse av kostnadsutviklingen de siste fire årene bør justeres for pensjonsendringer og engangseffekter. Folketrygdfondets kostnader utenom pensjonsendringer samt engangseffekter var i 2015 på 153,1 millioner kroner, og er for 2018 anslått til å være 152,8 millioner kroner. Det innebærer at de underliggende kostnadene nominelt er om lag uendret de siste fire årene. Årsaken er i hovedsak at Folketrygdfondet i denne perioden har effektivisert driften gjennom å redusere antallet IT-systemer, automatisere tidligere manuelle prosesser og ved å ta hjem tidligere utkontrakterte tjenester. Vi arbeider løpende med ytterligere tiltak for å effektivisere driften.

Kapitalen til SPN har økt i takt med god avkastning de siste årene, og det har ført til at kostnadene ved forvaltningen av SPN målt som basispunkter har falt fra 8,6 basispunkter i 2015 til 6,5 basispunkter i 2018. Dette er svært lave kostnader sammenlignet med andre forvaltere, jf. de beregninger det kanadiske firmaet CEM Benchmarking gjennomfører på oppdrag fra Finansdepartementet. Det tyder på at Folketrygdfondet har evnet å høste vesentlige stordriftsfordeler ved forvaltningen. Vi har lagt vekt på å ha en enkel tilnærming til forvaltningen hvor all forvaltning utøves internt. Oppbyggingen av avledede strategier de siste årene har ført til en mer effektiv utnyttelse av støttefunksjonene i Folketrygdfondet, og har dermed indirekte medført høsting av stordriftsfordeler.

Transaksjonskostnadene ved kjøp og salg av verdipapirer trekkes fra avkastningen til SPN løpende og er ikke inkludert i oversikten over om Folketrygdfondets kostnader. Vår portefølje er preget av en relativt lav omløpshastighet og lave transaksjonskostnader. Vår handelsstrategi legger vekt på at transaksjoner skal gjennomføres til lave kostnader og med liten markedspåvirkning. Ved gjennomføringer av porteføljeomlegginger er vi derfor opptatt av å spre handler over tid og på flere motparter. Vi gjennomfører også en årlig vurdering av våre meglere og motparter.

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Analyser og vurderinger av om brutto meravkastning synes å være et godt mål på verdiskapingen i forvaltningen, herunder analyser som justerer brutto meravkastning for relevante kostnads- og inntektskomponenter.*

Et mål for effekten av aktiv forvaltning er verdiskaping. Begrepet verdiskaping kan benyttes til å illustrere forskjellen mellom brutto meravkastning og den teoretiske differanseavkastningen som kunne vært oppnådd med en tenkt indeksforvaltning av SPN.

Kostnadene ved en tenkt indeksforvaltning av SPN er i vedlegget definert som grunnkostnader ved passiv forvaltning. Over tid viser analysene at grunnkostnadene ved passiv forvaltning har vært omlag halvparten av de totale kostnadene ved å forvalte SPN. Med den størrelse SPN har i det norske verdipapirmarkedet og de krav Finansdepartementet har stilt i mandatets kapittel 2 om ansvarlig forvaltningsvirksomhet, anser vi at de estimerte merkostnadene til eierskap vil påløpe uavhengig av om forvaltningen er aktiv eller ikke. Det er derfor relevant å inkludere også merkostnadene ved eierskap i et estimat av hvor store de direkte kostnadene ved en tenkt indeksforvaltning av SPN vil være. De estimerte grunnkostnadene ved passiv forvaltning og eierskap er til sammen 5 basispunkter (bp) per år både siden 2007 og siste fire år.

I tillegg til de direkte kostnadene har vi i vedlegget estimert den relative avkastningen for en tenkt indeksforvaltning av SPN. Vi har estimert en relativ avkastning for en tenkt indeksforvaltning som følge av transaksjonskostnader knyttet til indekssendringer og tilbakevektninger til -7 bp per år for perioden siden 2007 og -4 bp for siste fire år.

Vi har i beregningene lagt til grunn at en tenkt indeksforvaltning av SPN vil kunne kombineres med utlån av verdipapirer. Beslutning av volum og form for utlån av verdipapirer må basere seg på aktive beslutninger og kompetanse hos forvalter. Det kan derfor stilles spørsmål ved hvor mye

av utlånsinntektene som vil være oppnåelige ved en tenkt indeksforvaltning av SPN. I tillegg til utlånsinntekter har vi også estimert inntekter fra garantiprovisjon ved fortrinnsrettede emisjoner. Fratrullet estimerte merkostnader ved utlånsaktiviteter estimerer vi nettoinntekter fra utlån og provisjoner til å være 2 bp per år for perioden siden 2007 og 4 bp for siste fire år.

Forskjellen mellom SPNs faktiske meravkastning og estimerte differansekostnader ved en tenkt indeksforvaltning (med verdipapirutlån) gir et anslag på netto verdiskaping.

Tabell 3: Estimert verdiskaping ved Folketrygdfondets forvaltning av SPN

Tall i basispunkter per år	Siden 01.01.07	Siden 01.01.15
<b>Brutto differanseavkastning</b>	<b>106</b>	<b>78</b>
- Faktiske forvaltningskostnader	8	8
<b>Netto differanseavkastning</b>	<b>98</b>	<b>70</b>
Forvaltningskostnader ved passiv forvaltning (inkl. eierskap)	-5	-5
Estimerte transaksjonskostnader ved passiv forvaltning	-7	-4
Netto inntekter fra provisjon og utlån	2	4
Estimert differanseavkastning ved passiv forvaltning	-10	-5
<b>Anslag på netto verdiskaping</b>	<b>108</b>	<b>75</b>

Innslaget av inntekter fra verdipapirutlån har vært større de siste årene. Sammen med et lavere anslag for negativ relativ avkastning ved passiv forvaltning i samme periode fører dette til at anslaget for verdiskaping for perioden siden 1. januar 2015 er lavere enn rapportert brutto meravkastning. De økte inntektene fra verdipapirutlån reflekterer imidlertid en aktiv beslutning om å øke vår innsats innen avledede strategier, og bør således neppe brukes som argument om at anslaget for verdiskaping er redusert. Våre oppdaterte analyser av relevante kostnads- og inntektskomponenter ved en tenkt indeksforvaltning støtter etter vårt syn fortsatt opp under tidligere analyser fra Folketrygdfondet om at brutto meravkastning er et hensiktsmessig uttrykk også for verdiskaping ved aktiv forvaltning.

## 5. Folketrygdfondets risikostyring

- *Finansdepartementet ber om:  
En beskrivelse av Folketrygdfondets risikostyring, herunder rapporteringslinjene og hvilke typer risiko som hhv. forankres og rapporteres på og til de ulike nivåene i organisasjonen.*

I vedlegget gis det en nærmere beskrivelse av Folketrygdfondets risikostyring. Her fremgår det blant annet at:

- Folketrygdfondet følger forskrift om risikostyring og internkontroll («risikostyringsforskriften») fastsatt av Finanstilsynet så langt denne passer.
- Folketrygdfondets styre fastsetter prinsipper for risikostyring, investeringsmandat til administrerende direktør, strategisk plan for investeringsvirksomheten, prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet, adm. direktørs stillingsbeskrivelse, etiske retningslinjer for ansatte og prinsipper for godtgjøring av ansatte. Alle disse dokumentene er offentlige og tilgjengelige på [www.ftf.no](http://www.ftf.no).
- Rolle- og ansvarsdelingen innenfor risikostyringssystemet er organisert med flere forsvarslinjer. Operative risikojusteringsaktiviteter i forvaltningen utgjør første forsvarslinje. Interne risikostyringsfunksjoner i Folketrygdfondets administrasjon utgjør andre forsvarslinje. Styret har engasjert Deloitte som Folketrygdfondets internrevisor, som gjennom sitt arbeid er tredje forsvarslinje.
- Adm. direktør fastsetter retningslinjer med mer detaljerte krav til risikostyring og kontrollaktiviteter samt gir skriftlige fullmakter knyttet til investeringsvirksomheten.
- Alle ledere har ansvar for risikostyring innen sitt ansvars- og myndighetsområde. Risikovurderinger er en integrert del av forretningsprosessene og omfatter også utkontrakterte tjenester. All risiko har en eier, også investeringsrisiko knyttet til ethvert avvik fra referanseindeks.
- Rammer for finansiell risiko overvåkes løpende i Folketrygdfondets overvåkingssystemer, og eventuelle hendelser registreres i et hendelsesregister. Brudd på rammer satt av Finansdepartementet eller styret offentliggjøres i årsrapport for Folketrygdfondet og kvartalsrapporter for Statens pensjonsfond Norge. Brudd på rammer satt av administrerende direktør rapporteres til styret.
- Det gjennomføres årlige drøftelser med styret for å evaluere Folketrygdfondets risikostyring, avkastningsmåling og internkontrollsystem.

## 6. Vurdering av økt markedsverdi for SPN

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*En vurdering av om den økte markedsverdien av SPN i perioden siden 2007 har påvirket mulighetene for verdiskaping i forvaltningen.*

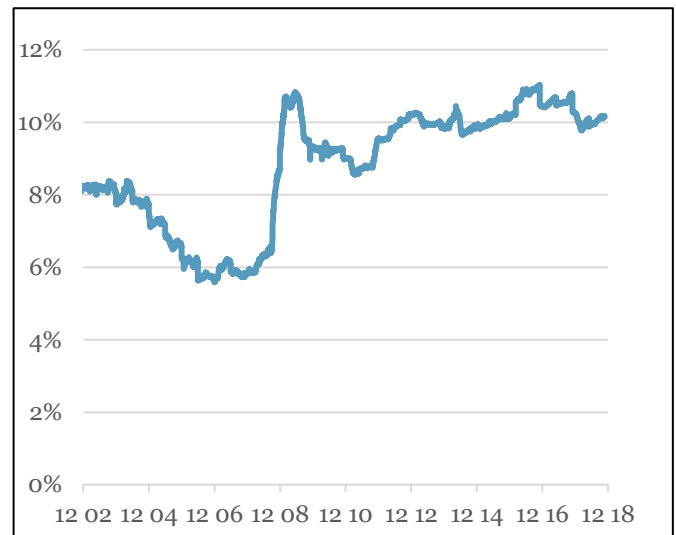
Markedsverdien til SPN har siden 2007 økt i takt med markedenes utvikling. I 2008 og 2009 gjennomførte vi en betydelig tilbakevektning av aksjeandelen til SPN under uroen og nedgangen i aksjemarkedet i forbindelse med finanskrisen. Denne tilbakevektningen økte SPNs beholdning av norske aksjer regnet som andel av markedsverdien til referanseindeksen for norske aksjer (hovedindeksen) fra 6,5 prosent til 10,7 prosent.

I tiden fra denne betydelige tilbakevektningen var fullført i februar 2009 og frem til nå har det blitt gjennomført i alt fem tilbakevektninger med salg av aksjer og én tilbakevektning med kjøp av aksjer. Isolert sett ville disse tilbakevektningene ha redusert SPNs andel norske aksjer av referanseindeksen om lag tilbake til utgangspunktet fra før finanskrisen. Imidlertid er denne andelen over 10 prosent i dag (se figur 2). Hovedårsaken til dette er at selskapene på Oslo Børs i denne perioden har betalt langt mer i utbytte enn det har vært emisjoner i indeks-selskapene og annen endring av kapital (se figur 3). De utbytter som SPN mottar reinvesteres løpende i aksjeporteføljen.

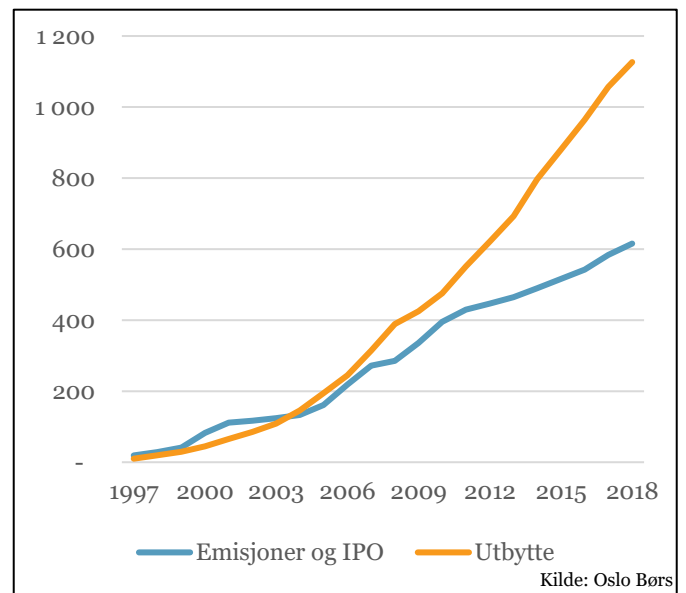
Et særpreg ved SPN er aksjeporteføljens størrelse i det norske markedet. Med en eierandel på 10 prosent av fri flyt på Oslo Børs er Folketrygdfondet den største institusjonelle investoren i det norske markedet. Gjennom reinvestering av utbytte hvert år er eierandelen også økende over tid. Mandatets grense for maksimal eierandel på 15 prosent vil ved et stort fall i aksjemarkedet utfordres ved en rebalansering.

Størrelsen på aksjeporteføljen er utfordrende når det gjelder å ta risiko gjennom avvik fra referanseindeksen. Svak likviditet i aksjemarkedet er utfordrende med hensyn til avvikenens størrelse og reduserer manøvrerbarheten i porteføljen, og dermed vår evne til å justere risiko. Det er krevende å øke undervektene i porteføljen, fordi flere av de største undervektene er i selskaper som porteføljen ikke er investert i (økt undervekt i disse

*Figur 2 SPNs andel av hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX)*



*Figur 3 Emisjoner og børsintroduksjoner (IPO) og utbytte på Oslo Børs, akkumulerte tall i mrd. kroner*



selskapene kan derfor bare skje ved short-salg). Samtidig er det relativt få store, likvide selskaper å investere i som potensielle overvektkandidater. Aksjeporteføljens størrelse og forvaltningens handlefrihet er faktorer som gjør det aktuelt å vurdere tilpasninger i mandatet for forvaltningen.

SPNs norske aksjer utgjør om lag 10 prosent av fri flyt ved Oslo Børs. Vi må i økende grad forholde oss til temaer som aksjeporteføljens størrelse og de begrensninger dette medfører. Om vi skulle få ytterligere en stor tilbakevektning med aksjekjøp, vil handlingsrommet opp mot eierandelsgrensen på 15 prosent i mange selskaper bli svært lite og dermed gi små muligheter til å foreta tilpasninger og ha en balansert portefølje. En tilsvarende reduksjon i handlingsrommet vil inntreffe gradvis over tid også uten en slik stor tilbakevektning med aksjekjøp, dersom selskapene på Oslo Børs fortsetter trenden med at utbyttet er langt større enn verdien av nye selskaper på børsen og emisjonsvolumet (figur 3).

En slik situasjon synliggjør en konflikt i mandatet mellom størrelsen på SPN, målsettingen om å oppnå høyest mulig avkastning og eierandelsgrensen.

## 7. En tenkt indeksforvaltning av SPN

- *Finansdepartementet ber om:  
En vurdering av hvor stor ramme for forventet relativ volatilitet som ville vært nødvendig ved en tenkt, effektiv indeksforvaltning av SPN, og en vurdering av mulige konsekvenser av en slik innretting av forvaltningen.*

Referanseindeksen er et viktig verktøy for å klargjøre eiers risikovilje. Vi legger til grunn at finansmarkedene er relativt effektive, og at det derfor er krevende å levere høyere avkastning enn referanseindeksen. Vi mener imidlertid at våre særtrekk og fortrinn, vårt verdigrunnlaget, investeringsfilosofien og vår lange erfaring samlet sett gir et solid grunnlag for å skape meravkastning til lave kostnader. Når vi understreker at aktiv forvaltning egner seg bedre enn passiv forvaltning av SPN, legger vi vekt på følgende hensyn:

- **Likviditet:** Likviditeten i det norske finansmarkedet er varierende og tidvis dårlig. Det er derfor vanskelig å tilpasse en stor portefølje som SPN til endringer i referanseindeksen uten at dette påvirker markedsprisingen. Videre er det slik at referanseindeksen kan inneholde verdipapirer som er vanskelig tilgjengelige og lite likvide. SPN-mandatets regler om tilbakevektning av referanseindeksen ved store markedsbevegelser innebærer tidvis store transaksjonsvolum. Kombinert med manglende likviditet i markedet gjør dette at streng indeksforvaltning av SPN fremstår som lite hensiktsmessig.
- **Risikoeksponering:** Referanseindeksen preges av andre aktørers beslutninger og er ikke nødvendigvis satt sammen slik at risikoeksponeringene egner seg godt for en langsiktig investor. Indeksen tar heller ikke hensyn til markedsimperfeksjoner, som for eksempel mulig feilprising når mange investorer følger samme indeks og skal foreta samme tilpasning etter indeksendringer. Vi kan dermed oppnå en bedre porteføljesammensetning ved å avvike fra indekseen.



- **Ansvarlig forvaltningsvirksomhet:** Vår ansvarlige forvaltningsvirksomhet er en integrert del av vår aktive kapitalforvaltning og arbeidet for høyest mulig avkastning over tid. Ved å fatte selvstendige investeringsbeslutninger som kan avvike fra indeksen, bidrar vi i tillegg til effektiv prisdannelse og velfungerende markeder.
- **Kostnader:** Vi estimerer at en stor del av kostnadene ved forvaltningen er uavhengig av forvaltningsformen, jf. tabell 3 Estimert verdiskaping ved Folketrygdfondets forvaltning av SPN. Sammen med transaksjonskostnader forbundet med indeksendringer og SPNs rebalanseringsregler, anslår vi en negativ differanseavkastning ved indeksforvaltning.

En streng indeksforvaltning av SPN vil etter vårt syn gi lavere risikojustert avkastning og mindre velfungerende markeder. Vi vil derfor fraråde dette.

Et alternativ til streng indeksering er å gjennomføre en forvaltning hvor en legger seg tettere opp mot referanseindeksens sammensetning enn i dag, men utøver en mer forsiktig tilnærming i sammensetningen av porteføljen til indeksvektor. Vi har estimert effekten av en slik tilnærming, hvor porteføljen i etterkant av endringer i indekssammensetning gradvis beveger seg mot ny indekssammensetning ved å la porteføljens handler utgjøre en viss andel av den daglige omsetningen i de ulike verdipapirene. En slik tilnærming vil ved de periodevise indeksendringene normalt ha behov for en ramme for forventet relativ volatilitet på 0,5 til 1,0 prosentpoeng for SPN. Forventet relativ volatilitet vil normalt være lavere enn dette. Rent unntaksvis vil en slik tilnærming kunne ha behov for en større ramme om indeksendringene som følger av de periodemessige endringene fra våre indeksleverandører er særskilt store og i tillegg sammenfaller i tid med en betydelig tilbakevektning. Vi anser at en slik tenkt effektiv indeksforvaltning forventningsvis ikke vil gi en avkastning fullt ut på nivå med referanseindeksen. Folketrygdfondets størrelse i de norske markedene (både for aksjer og obligasjoner) antas å være en ulempe ved en slik tenkt effektiv indeksforvaltning. I tillegg vil en tenkt effektiv indeksering kunne svekke Folketrygdfondets eierskapsarbeid, fordi Folketrygdfondets mulighet til å over-/undervekte selskapet bortfaller ved indeksering.

## 8. Dagens rammer

- *Finansdepartementet ber om:*  
Folketrygdfondet bes også vurdere om dagens rammer for forvaltningen er hensiktsmessig utformet og tilpasset forvaltningen av SPN.

Dagens mandat for forvaltningen av SPN ble etablert i 2007 og har fungert godt. Siden den tid har SPN vokst betydelig, og Folketrygdfondet er blitt en enda større investor på Oslo Børs. Finansmarkedet har også utviklet seg de siste ti årene. For å sikre gode rammebetingelser for forvaltningen av SPN også fremover, er det formålstjenlig å vurdere endringer i mandatet. Folketrygdfondet vil arbeide med slike vurderinger og komme tilbake til departementet med utfallet av dette i 2019.

Med vennlig hilsen  
Folketrygdfondet



Siri Teigum  
Styrets leder

Vedlegg.

---

<sup>i</sup> Prinsipper for ansvarlige forvaltningsvirksomhet (vedtatt av Folketrygdfondets styre den 8. desember 2016): <http://www.folketrygdfondet.no/prinsipper-for-ansvarlig-forvaltningsvirksomhet/category285.html>

<sup>ii</sup> Folketrygdfondets eierskapsutøvelse (fastsatt av adm. dir. den 22. mars 2017): [http://www.folketrygdfondet.no/getfile.php/131413-1491394329/Dokumenter/Virksomhetstyring/ftf\\_eierskapsut%C3%B8velse\\_per\\_22032017.pdf](http://www.folketrygdfondet.no/getfile.php/131413-1491394329/Dokumenter/Virksomhetstyring/ftf_eierskapsut%C3%B8velse_per_22032017.pdf)

<sup>iii</sup> Strategisk plan for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (vedtatt av Folketrygdfondets styre den 14. desember 2017): <http://www.folketrygdfondet.no/getfile.php/131561-1513938969/Dokumenter/Virksomhetstyring/Strategisk%20plan%20-%20des17.pdf>

<sup>iv</sup> Norsif, ESG Integration in Norwegian Fixed Income – Theory and Practice (september 2018): [http://norsif.org/content/uploads/2014/06/Norsif\\_rapport\\_ESG-integration-in-Fixed-income.pdf](http://norsif.org/content/uploads/2014/06/Norsif_rapport_ESG-integration-in-Fixed-income.pdf)

<sup>v</sup> Norsk Restruktureringsforum, Norsk anbefaling for restruktureringsprosesser (31. mars 2018): <https://www.reforum.no/wp-content/uploads/2018/04/180331-Anbefaling-for-restruktureringsprosesser.pdf?>

<sup>vi</sup> Inflection Point Capital Management, *Mapping of Global Responsible Investment Best Practices* (desember 2017), s. 8.

# STATENS PENSJONSFOND NORGE

## Vedlegg til brev fra Folketrygdfondet 14.12.2018

Dette vedlegget tar utgangspunkt i rapporten «Risikojustert avkastning 2018» og i Folketrygdfondets årsrapport for 2018 som begge publiseres i mars 2019. Alle analyser i dette dokumentet inkluderer tall frem til utgangen av 30.9.2018. I dette vedlegget benytter vi de delperioder som er spesifisert i Finansdepartementets oppdragsbrev, dvs. siden etablering av nytt rammeverk for forvaltning av SPN i 2007 (Siden 1.1.2007) og siste fire år. For delperioden siste fire år har vi valgt å vise perioden fra 1.1.2015, i realiteten en delperiode på tre år og ni måneder.

---

## Innhold

---

1. Avkastning .....	2
2. Finansiell risiko .....	14
3. Kostnader .....	21
4. Risikojustert differanseavkastning .....	27
5. Faktorjustert avkastning .....	29
6. Folketrygdfondets risikostyring .....	32

---

# 1. Avkastning

## 1.1. Avkastning for SPN og aktivaklasser

For hele perioden 1998-2018 er årlig avkastning på 7,7 prosent, mens årlig differanseavkastning er på 0,6 prosentpoeng (se tabell 1.1). Når avkastningsmålingene har 1998 som oppstart, skyldes det at beregningen av avkastningstallene fra 1998 har fulgt avkastningsberegningsstandarden GIPS<sup>®</sup>, og at beregningene både for porteføljen og for den sammensatte indeksen har blitt verifisert av revisor. Nåværende mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN) har vært gjeldende siden inngangen til 2007<sup>1</sup>.

Aktivasammensetningen av kapitalen i SPN ble vesentlig endret etter nytt mandat i 2007, og det gir liten verdi å sammenligne risikjusterte avkastningstall før og etter denne perioden. Vi vil i dette dokumentet derfor fokusere på tall for perioden etter 2007 og siste fire år.

For perioden siden 1.1.2007 (11,75 år frem til 30.9.2018) har SPN et porteføljeresultat på 124,6 milliarder kroner, som tilsvarer en årlig avkastning på 7,9 prosent. I samme periode har referanseindeksen en årlig avkastning på 6,8 prosent, og differanseavkastningen er dermed 1,1 prosentpoeng som utgjør om lag 28,8 milliarder kroner. For perioden siden 1.1.2015 (3,75 år frem til 30.9.2018) har SPN et porteføljeresultat på 66,8 milliarder kroner og en årlig avkastning på 9,5 prosent. Det er 0,8 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning for samme periode som utgjør om lag 5,1 milliarder kroner.

**Tabell 1.1 SPN og delporteføljer, årlig avkastning og differanseavkastning 1998-2018**

	<u>Siden 1.1.1998</u>		<u>Siden 1.1.2007</u>		<u>Siden 1.1.2015</u>	
	Avkastning	Differanse-avkastning	Avkastning	Differanse-avkastning	Avkastning	Differanse-avkastning
<b>SPN</b>	7,72	0,57	7,93	1,06	9,49	0,78
<b>Aksjer</b>	9,21	1,36	8,33	1,49	14,31	1,02
<b>Renter</b>	5,55	0,27	5,53	0,75	2,27	0,48

Avkastning i prosent og differanseavkastning i prosentpoeng.

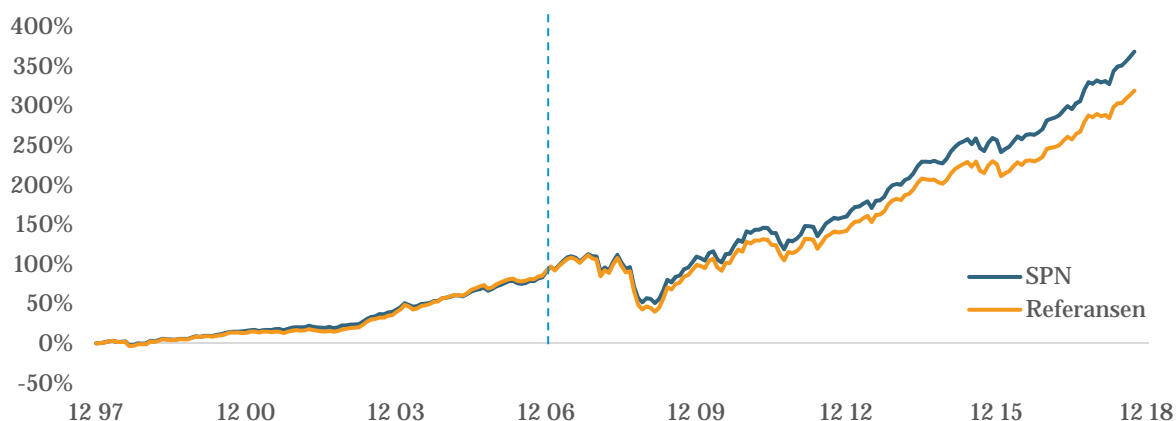
Årlig avkastning siden 1.1.2007 innenfor de to aktivaklassene er 8,3 prosent for aksjeporteføljen og 5,5 prosent for renteporteføljen.

Resultatet av den aktive forvaltningen viser at differanseavkastningen har vært positiv for alle de tre tidsperiodene, både for hele SPN og for de to delporteføljene.

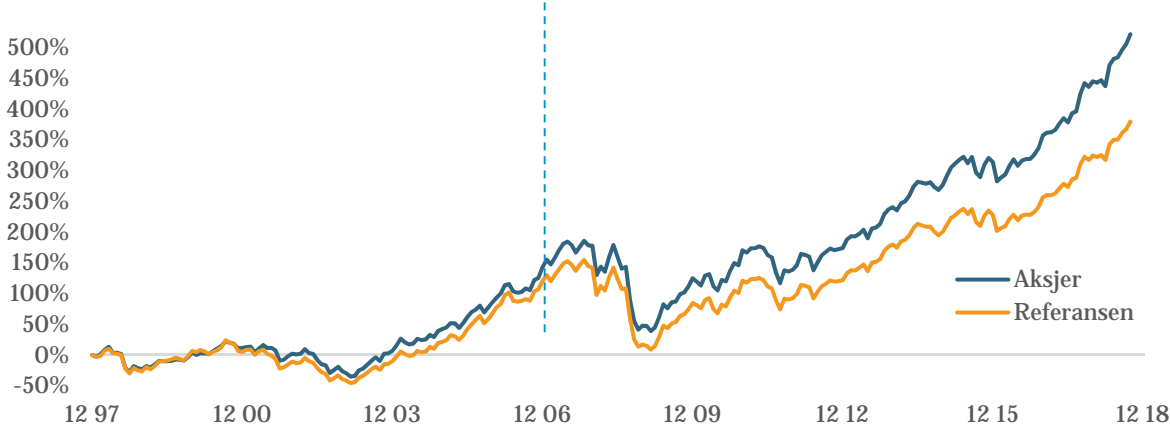
I figurene under er den historiske avkastningen for hele perioden fra 1998 vist. Skiftet i mandat fra 1.1.2007 er markert.

<sup>1</sup> SPN ble etablert ved lov om Statens pensjonsfond som ble gjort gjeldende fra 2006, med SPN som et innskudd fra staten i Folketrygdfondet. Det var Folketrygdfondets opprinnelige kapital som ble brukt til dette innskuddet. Mot slutten av 2006 vedtok Stortinget at staten skulle innfri statsgjeld for 101,8 milliarder kroner som deler av SPNs midler var plassert i, samtidig som et tilsvarende beløp skulle tilbakebetales til statskassen. Tilbakebetalingen utgjorde nær halvparten av den forvaltede kapitalen til SPN. Gjennom denne tilbakebetalingen ble aktivasammensetningen av kapitalen vesentlig endret ved at aksjeandelen økte og renteandelen ble redusert. Innenfor renteporteføljen innebar endringen en vesentlig nedgang i statsandel. Dette skiftet i regelverk innebærer at Folketrygdfondet ved rapportering av avkastning i henhold til den internasjonale avkastningsstandard GIPS<sup>®</sup>, betrakter perioden før og etter starten av 2007 som to forskjellige mandater.

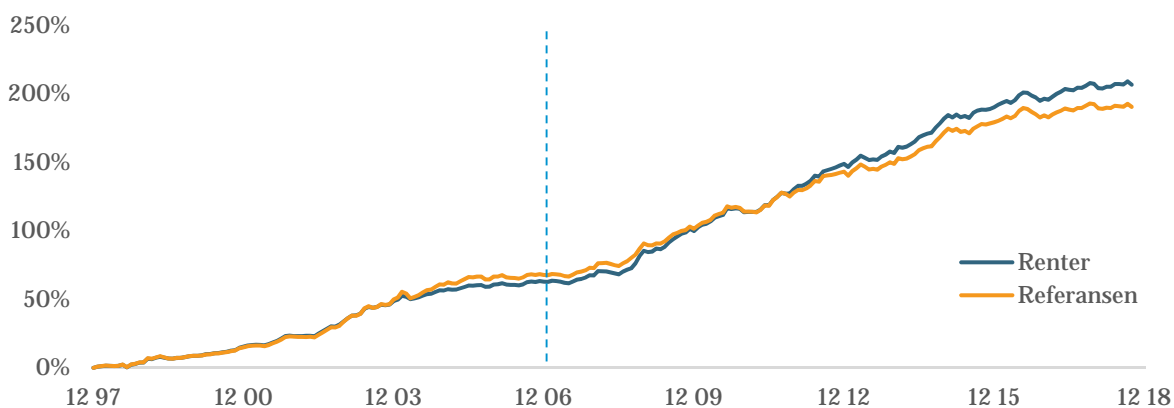
**Figur 1.1 Akkumulert avkastning for SPN og referanseindeksen 1998-2018**



**Figur 1.2 Akkumulert avkastning for aksjer og aksjereferanseindeksen 1998-2018**



**Figur 1.3 Akkumulert avkastning for renter og rentereferanseindeksen 1998-2018**



Folketrygdfondets strategi for forvaltningen av SPN har en lang tidshorison. Det innebærer at både de absolutte resultatene for SPN og resultatene av den aktive forvaltningen bør evalueres over en lengre tidshorison. Utviklingen før, gjennom og etter finanskrisen belyser nettopp dette.

#### **Rullerende femårsavkastning SPN**

For å illustrere resultatene til SPN over tid, viser vi i figur 1.4 årlig avkastning for rullerende femårsperioder. Femårsavkastningen har vært positiv i hele perioden. I perioden frem mot finanskrisen steg avkastningen målt som rullerende femårsavkastning opp mot 12,1 prosent,

men falt raskt og var nær null gjennom finanskrisen. Den rullerende femårsavkastningen steg i tiden etter finanskrisen og nådde en topp på nær 15,2 prosent for femårsperioden frem til utgangen av februar 2014. Rullerende femårsavkastning per 30.9.2018 var 10,4 prosent.

**Figur 1.4 Rullerende femårsavkastning (årlig), SPN**



#### **Rullerende femårsavkastning (årlig), aksjeporteføljen og renteporteføljen**

Årlig rullerende femårsavkastning for aksjeporteføljen og renteporteføljen viser tydelig at avkastningsutviklingen for de to aktivklassene er forskjellig (se figur 1.5). Aksjeporteføljens rullerende femårsavkastning har variert langt mer enn tilsvarende avkastning for renteporteføljen. Femårsavkastningen for aksjeporteføljen nådde en topp på over 31 prosent for femårsperioden frem til oktober 2007. I perioden under og etter finanskrisen ble den rullerende femårsavkastningen for aksjeporteføljen rundt null eller negativ. Mot slutten av 2013 forsvant gradvis effekten av finanskrisen i de rullerende femårstallene, og rullerende femårsavkastning er nå 14,7 prosent.

Som følge av at det langsiktige rentenivået steg, falt renteporteføljens rullerende femårsavkastning fra et nivå på i overkant av 7,5 prosent ned mot om lag 3,1 prosent ved inngangen til finanskrisen sommeren 2008, se figur 1.5. Finanskrisen førte til at de langsiktige rentene falt betraktelig. Dette resulterte i at rullerende femårsavkastning økte for renteporteføljen opp mot nær 8,5 prosent i 2013. Rullerende femårsavkastning er nå på 3,8 prosent.

**Figur 1.5 Rullerende femårsavkastning (årlig), aksje- og renteporteføljen**



## 1.2. Differanseavkastning for SPN og aktivklasser

For hele perioden fra 1998 har den aktive forvaltningen gitt et positivt resultat på 0,57 prosentpoeng målt som årlig differanseavkastning. For perioden fra 1.1.2007 har den årlige differanseavkastningen vært 1,06 prosentpoeng, mens den var 0,78 prosentpoeng for perioden fra 1.1.2015.

### Rullerende femårsdifferanseavkastning (årlig), SPN

For å illustrere resultatene av Folketrygdfondets aktive forvaltning av SPN over tid, viser vi i figur 1.6 årlig differanseavkastning for rullerende femårsperioder. Differanseavkastningen var positiv frem til femårsperioden som sluttet høsten 2004 (se figur 1.6). Svake resultater i den aktive forvaltningen førte til at differanseavkastningen for rullerende femårsperioder falt ned mot -1,0 prosentpoeng for femårsperioden frem til sommeren 2006. Gjennom finanskrisen var resultatene av den aktive forvaltningen langt bedre, og for femårsperioden frem til slutten av 2008 var den årlige differanseavkastningen rundt 1,0 prosentpoeng. På det høyeste var differanseavkastningen for femårsperioden 1,75 prosentpoeng for femårsperioden frem til midten av 2011. Rullerende femårsdifferanseavkastning er nå 1,0 prosentpoeng (målt årlig).

De gode resultatene av den aktive forvaltningen i opptakten til og under finanskrisen oppsto i perioden mai 2008 til januar 2009, altså i praksis frem til aksjemarkedet nådde bunnen i februar 2009. Den akkumulerte differanseavkastningen i disse ni månedene var isolert sett på 5,8 prosentpoeng. Etter denne svært positive perioden, var resultatene av den aktive forvaltningen i tilbakehenting i siste del av finanskrisen svake, med en differanseavkastning for de etterfølgende syv månedene isolert sett på -2,8 prosentpoeng. Mot slutten av 2013 fases resultatet av den aktive forvaltningen under finanskrisen ut av femårstallene, først de ni gode månedene, mens de påfølgende syv svake månedene fases ut av femårstallene høsten 2014.

**Figur 1.6 Rullerende femårsdifferanseavkastning (årlig), SPN**



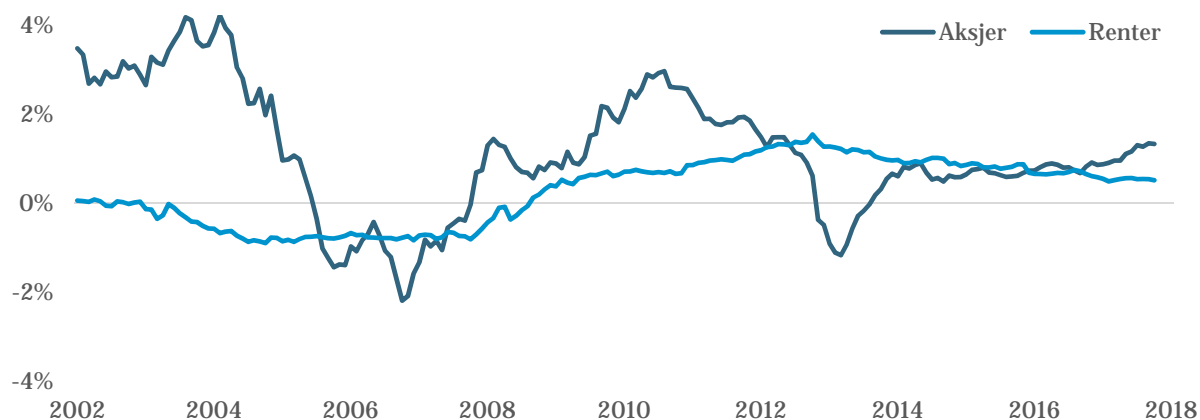
### Rullerende femårsdifferanseavkastning (årlig), aksjeporteføljen og renteporteføljen

Figur 1.7 viser at aksjeporteføljens rullerende femårsdifferanseavkastning har variert langt mer enn for renteporteføljen, med en topp på i overkant av 4,2 prosentpoeng i januar 2005 og en bunn på under -1,4 prosentpoeng i september 2006. Mandatendringen fra starten av 2007 innebar at aksjeandelen økte, og aksjeporteføljens betydning for SPNs aktive resultater

økte følgelig også. Gode resultater av den aktive forvaltningen i siste del av 2008 og i januar 2009 er årsaken til at de rullerende femårstallene øker og når en topp på 2,9 prosentpoeng i juli 2010. Når de gode resultatene gradvis går ut av de rullerende femårstallene, mens svake resultater i februar 2009 til august 2009 fortsatt er med i femårssnittet, synker snittet frem mot en bunn på i underkant av -1 prosentpoeng i januar 2014, før snittet på nytt stiger og blir positiv. Femårsdifferanseavkastning for aksjeporteføljen er nå på 1,3 prosentpoeng.

Renteporteføljens rullerende femårsdifferanseavkastning var i perioden frem mot slutten av 2008 preget av svake resultater i den aktive forvaltningen i perioden før mandatendringen ved inngangen til 2007. I tiden etter finanskrisen har de rullerende femårsdifferanseavkastningene vært positive, og var i overkant av 1,5 prosentpoeng på det høyeste. Femårsdifferanseavkastningen er nå 0,5 prosentpoeng.

**Figur 1.7 Rullerende femårsdifferanseavkastning (årlig), aksje- og renteporteføljen**



### 1.3. Dekomponering av differanseavkastning

#### Dekomponering SPN

I Folketrygdfondets strategiske plan for forvaltningen av SPN er den aktive forvaltningen beskrevet som tre ulike hovedstrategier: aksjeforvaltning, renteforvaltning og avledede strategier. De avledede strategiene har vært virksomme de senere årene og har derfor i liten grad gitt bidrag til differanseavkastningen de første årene.

For hele perioden fra 1998 forklarer aksjeforvaltningen 0,45 prosentpoeng og renteforvaltningen 0,04 prosentpoeng av differanseavkastningen på 0,57 prosentpoeng. Aktivaallokering (annen aksjeandel i porteføljen enn for referanseindeksen) har gitt et bidrag på 0,08 prosentpoeng (se tabell 1.2). Forvaltningskostnadene var for hele perioden fra 1998 på 0,05 prosentpoeng per år.

For perioden siden 1.1.2007 har aksjeforvaltningen bidratt med 0,76 prosentpoeng og renteforvaltningen med 0,29 prosentpoeng av den årlige brutto differanseavkastningen på 1,06 prosentpoeng. Avledede strategier (i hovedsak verdipapirutlån) bidro med 0,03 prosentpoeng. Aktivaklasseallokering bidro med -0,02 prosentpoeng. Forvaltningskostnadene siden 1.1.2007 var på 0,08 prosentpoeng per år.



For perioden siden 1.1.2015 har aksjeforvaltningen bidratt med 0,54 prosentpoeng og renteporteføljen med 0,19 prosentpoeng av den årlige brutto differanseavkastningen på 0,78 prosentpoeng. Annen aktivaallokering forklarer 0,00 prosentpoeng. Avledede strategier forklarer 0,05 prosentpoeng av brutto differanseavkastningen i perioden. Forvaltningskostnadene siden 1.1.2015 var på 0,08 prosentpoeng per år.

Bidragene fra aksjeporteføljen og renteporteføljen til differanseavkastningen er i all hovedsak skapt innenfor de to delporteføljene (verdipapirvalg), og ikke som følge av avvikende aktivasammensetning i forhold til referanseindeksen (allokering).

**Tabell 1.2 Bidrag til årlig differanseavkastning SPN**

**BIDRAG TIL BRUTTO DIFFERANSEAVKASTNING FOR SPN SAMLET SIDEN 1998, PROSENTPOENG**

	Aksje- investeringer	Rente- investeringer	Aktivaklasse- allokering	Brutto differanse- avkastning	Forvaltnings- kostnader
Aksjeforvaltning	0,45		0,04	0,49	0,03
Renteforvaltning		0,04	0,04	0,08	0,02
Avledede strategier	0,00	0,00		0,00	0,00
<b>Totalt</b>	<b>0,45</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>0,57</b>	<b>0,05</b>

**BIDRAG TIL BRUTTO DIFFERANSEAVKASTNING FOR SPN SAMLET SIDEN 1.1.2007, PROSENTPOENG**

	Aksje- investeringer	Rente- investeringer	Aktivaklasse- allokering	Brutto differanse- avkastning	Forvaltnings- kostnader
Aksjeforvaltning	0,76		-0,01	0,75	0,04
Renteforvaltning		0,29	-0,01	0,28	0,03
Avledede strategier	0,02	0,01		0,03	0,01
<b>Totalt</b>	<b>0,78</b>	<b>0,30</b>	<b>-0,02</b>	<b>1,06</b>	<b>0,08</b>

**BIDRAG TIL BRUTTO DIFFERANSEAVKASTNING FOR SPN SAMLET SIDEN 1.1.2015, PROSENTPOENG**

	Aksje- investeringer	Rente- investeringer	Aktivaklasse- allokering	Brutto differanse- avkastning	Forvaltnings- kostnader
Aksjeforvaltning	0,54		0,00	0,54	0,04
Renteforvaltning		0,19	0,00	0,19	0,03
Avledede strategier	0,04	0,01		0,05	0,01
<b>Totalt</b>	<b>0,58</b>	<b>0,20</b>	<b>0,00</b>	<b>0,78</b>	<b>0,08</b>

I strategisk plan for forvaltningen av SPN er det pekt på ulike elementer som er sentrale i forvaltningen. På de neste sidene er disse elementene kommentert for både aksje- og renteforvaltningen. I tabell 1.3 er bidragene fra aksjeforvaltning og renteforvaltning til differanseavkastningen for SPN samlet brutt ned på disse elementene. Det understrekes at metoden for å tilordne differanseavkastningen til de ulike elementene har svakheter, både metodisk og ved at klassifiseringen er foretatt i etterkant. Vi har likevel valgt å vise resultatene av en slik analyse for å indikere hvordan momenter fra den strategiske planen har påvirket differanseavkastningen.

**Tabell 1.3 Bidrag til årlig differanseavkastning, SPN**

Tall i prosentpoeng	Siden 1.1.2007	Siden 1.1.2015
<b>Aksjeforvaltning</b>	<b>0,76</b>	<b>0,54</b>
Kvalitet	0,51	0,24
Unngå overoptimisme	0,21	0,11
Strukturendringer	0,05	0,17
Andre kriterier	0,00	0,02
<b>Obligasjonsforvaltningen</b>	<b>0,29</b>	<b>0,19</b>
Krediteffekter	0,29	0,18
Renteeffekter	0,00	0,01
<b>Avlede strategier</b>	<b>0,03</b>	<b>0,05</b>
<b>Aktiva allokering</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,00</b>
<b>Sum differanseavkastning</b>	<b>1,06</b>	<b>0,78</b>

### Dekomponering aksjeporteføljen

Aksjeporteføljen har en årlig differanseavkastning på 1,49 prosentpoeng for perioden etter omleggingen av mandatet i 2007, og 1,02 prosentpoeng for perioden siden 1.1.2015.

Vi viser her to alternative innfallsvinkler som kan forklare differanseavkastningen for aksjeporteføljen. Først en bidragsanalyse hvor bidragene til differanseavkastning er fordelt på ulike sektorer. Deretter viser vi en bidragsanalyse med et noe større kvalitativt og subjektivt innslag, som søker å belyse i hvilken grad differanseavkastningen kan knyttes til de momenter som er formulert i strategisk plan for forvaltningen av SPN.

For perioden siden 1.1.2007 har de fleste sektorer gitt positive bidrag til differanseavkastningen. Tabell 1.4 viser at de største bidragene er fra energisektoren med 0,52 prosentpoeng, industrisektoren med 0,20 prosentpoeng, forbruksvaresektoren med 0,16 prosentpoeng og finans- og informasjonsteknologisektoren med 0,12 prosentpoeng hver.

For perioden siden 1.1.2015 er bildet mer sammensatt ved at flere sektorer også bidrar negativt. Største positive bidrag er fra energisektoren med 0,62 prosentpoeng, konsumvaresektoren (fisk) med 0,29 prosentpoeng, og informasjonsteknologi- og forbruksvaresektoren med 0,17 prosentpoeng hver. Material- og industrisektoren har bidratt med henholdsvis -0,25 prosentpoeng og -0,16 prosentpoeng.

**Tabell 1.4 Bidrag til årlig differanseavkastning, aksjeporteføljen**

Tall i prosentpoeng	Siden	Siden
	1.1.2007	1.1.2015
Energi	0,52	0,62
Materialer	0,07	-0,25
Industri	0,19	-0,16
Forbruksvarer	0,16	0,17
Konsumvarer	0,09	0,29
Helse	0,02	0,00
Finans	0,12	0,10
Informasjonsteknologi	0,12	0,17
Kommunikasjon	-0,01	-0,01
Forsyning	0,00	-0,01
Eiendom	0,05	-0,04
Kontanter og derivater	0,12	0,01
Aksjeutlån	0,03	0,07
<b>Sum differanseavkastning</b>	<b>1,49</b>	<b>1,02</b>

I strategisk plan for forvaltningen av SPN kommenteres det at aksjeforvaltningen har et utpreget selskapsfokus, og det er nettopp aksjeutvelgelse (verdipapirvalg) innenfor sektorene som i hovedsak har gitt bidrag til differanseavkastningen siden 1.1.2007. I denne perioden har annen sektoreksponering enn referanseindeksen (allokering) kun bidratt i mindre grad med 0,11 prosentpoeng. For perioden siden 1.1.2015 forklarer annen sektorsammensetning 0,21 prosentpoeng.

Sektorinndelingen som er brukt her er hentet fra Oslo Børs, som benytter en klassifisering basert på Global Industry Classification Standard (GICS). Den er utviklet og implementert av MSCI og Standard & Poor's. Denne klassifiseringen gjøres på fire nivåer, der det er elleve sektorer, 24 industrigrupper, 69 bransjer og 158 undernivåer på bransjer. Vi kommenterte over at det innenfor toppnivået, de elleve sektorene, i liten grad var allokeringsbidrag. Dersom vi går ned på bransjenivå, finner vi imidlertid allokeringsbidrag. På dette nivået er det (per 30.9.2018) imidlertid flere bransjer (69) enn det er selskaper i hovedindeksen på Oslo Børs (66). For hele aksjeporteføljen og referanseindeksen er det i alt 19 av 69 bransjer som ikke er representert per 30.9.2018. Allokering til sektor eller bransje i forvaltningen gir først mening når det innenfor den enkelte sektor eller bransje er flere selskaper. En slik bransje hvor allokering gir mening er leverandørindustrien til energisektoren (GICS 101010), hvor bransjeallokering ga et bidrag på 0,11 prosentpoeng for perioden siden 1.1.2015.

I strategisk plan er det videre pekt på fem ulike overordnede elementer for aksjeforvaltningen som kan skape høyere avkastning og lavere risiko over tid. Dette er: kvalitetsselskaper, strukturendringer, motsykliske investeringer, likviditetspremie og å unngå overoptimisme. Vi har i tabell 1.5 brukt de to første og det siste elementet som utgangspunkt for en alternativ bidragsanalyse for verdipapirvalg innenfor aksjeporteføljen. Avledede strategier, dvs. aksjeutlån, forklarte 0,03 prosentpoeng av differanseavkastningen siden 1.1.2007 og 0,07 prosentpoeng av differanseavkastningen siden 1.1.2015. Aksjeutlånsaktiviteten ble midlertidig stoppet i 2008 mens Folketrygdfondet oppgraderte systemer og avtaleverk for sikkerhetsstillelse fra motparter, og startet opp igjen i slutten av 2010 etter at nye systemer, tjenesteleverandører og rutiner var etablert. Inntekter fra aksjeutlån har derfor i større grad bidratt til differanseavkastning de siste årene enn i starten av perioden siden 1.1.2007.

**Tabell 1.5 Bidrag til årlig differanseavkastning, aksjeporteføljen**

Tall i prosentpoeng	Siden 1.1.2007	Siden 1.1.2015
<b>Aksjeforvaltning</b>	<b>1,47</b>	<b>0,95</b>
Kvalitet	0,97	0,42
Unngå overoptimisme	0,40	0,20
Strukturendringer	0,09	0,29
Andre kriterier	0,00	0,04
<b>Avledede strategier</b>	<b>0,02</b>	<b>0,07</b>
<b>Sum differanseavkastning</b>	<b>1,49</b>	<b>1,02</b>

Den selskapsspesifikke vurderingen Folketrygdfondet har gjort som grunnlag for porteføljesammensetningen er basert på *både* kvalitative og kvantitative vurderinger. Inndelingen i bidrag til differanseavkastning innenfor verdipapirvalg, vist i tabell 1.5, er derfor en partiell analyse.

I analysen har selskapene vært plassert i samme kategori i hele perioden frem til og med 2015, mens det for 2016, 2017 og 2018 har forekommet endringer i kategoriseringen av selskapene, slik at et selskap som tidligere år for eksempel har vært plassert under "andre kriterier" kan ha blitt plassert som "kvalitet" for 2018.

I tilfeller hvor selskaper entydig over lengre tid har blitt utelatt fra porteføljen eller er undervektet som følge av at verdsettelsen av selskapet har vært vurdert som for høy, eller at risikoen forbundet med selskapet har vært vurdert som høy, har vi kategorisert selskapet som "overoptimisme".

Selskaper hvor bidraget til differanseavkastning er plassert i kategorien "kvalitet" inkluderer tre ulike typer selskaper: selskaper som ikke tilfredsstillt kvalitetskriteriet, selskaper som grunnet kvalitetskriteriet gjennomgående har vært undervektet, og selskaper hvor vår vurdering av kvalitetskriteriet har medført at porteføljen gjennomgående har vært overvektet i selskapet.

I de tilfeller hvor våre selskapsvalg har vært basert på et syn på strukturendringer er bidragene henført til dette kriteriet.

Selskapene som kommer i kategorien "andre kriterier" er selskaper hvor andre strategimomenter har vært bestemmende for investeringene.

For 2018 har i alt 8 selskaper blitt plassert i kategorien "kvalitet", 11 selskaper i kategorien "unngå overoptimisme", 22 selskaper i kategorien "strukturendringer" og 181 i "andre kriterier".

Plasseringen av selskapene i de fire kategoriene "overoptimisme", "kvalitet", "strukturendringer" og "andre kriterier" er for perioden frem til 2017 foretatt i ettertid, og må oppfattes som en subjektiv kategorisering. For 2018 er klassifiseringen foretatt ved inngangen til året. Det understrekes at det er flere tilfeller hvor ett og samme selskap kunne vært kategorisert både som "overoptimisme" og selskap som ikke har tilfredsstillt kvalitetskriteriet. I slike tilfeller har vi kategorisert selskapet etter beste skjønn. Det innebærer at metoden har svakheter, både metodisk og ved at klassifiseringen er foretatt i etterkant. Vi har likevel valgt å vise resultatene av en slik analyse for å indikere hvordan momenter fra den strategiske planen har påvirket differanseavkastningen.

For perioden siden 1.1.2007 forklarer "kvalitet" 0,97 prosentpoeng av differanseavkastningen, "unngå overoptimisme" forklarer 0,40 prosentpoeng av differanseavkastningen og strukturendringer forklarer 0,09 prosentpoeng. Kategorien "andre kriterier" forklarer 0,00 prosentpoeng.

For perioden siden 1.1.2015 forklarer kvalitetskriteriet 0,42 prosentpoeng av differanseavkastningen, overoptimisme 0,20 prosentpoeng, strukturendringer 0,29 prosentpoeng mens andre kriterier forklarer 0,04 prosentpoeng.

### Dekomponering renteporteføljen

Renteporteføljen har en årlig differanseavkastning på 0,75 prosentpoeng siden 1.1.2007 og 0,48 prosentpoeng siden 1.1.2015 (se tabell 1.6).

For perioden siden endringen i mandatet 1.1.2007 forklarer kredittutstedere 0,73 prosentpoeng av differanseavkastningen og 0,42 prosentpoeng for perioden siden 1.1.2015. I mandatet for forvaltningen av SPN har departementet presisert at det ikke skal tas aktive valutaavvik i forvaltningen. Dette er fulgt opp gjennom løpende valutastyring for å sikre at eksponeringen ikke avviker fra referanseindeksens valutaeksponering, og valutaeffekter forklarer derfor svært lite av differanseavkastningen (og er utelatt i tabell 1.6). Annen rentesammensetning enn referanseindeksen har gitt et bidrag på 0,01 prosentpoeng for perioden siden 1.1.2007 og 0,02 prosentpoeng for perioden siden 1.1.2015. Avledede strategier har gitt et positivt bidrag til differanseavkastningen på 0,01 prosentpoeng for perioden siden 1.1.2007 og 0,03 prosentpoeng siden 1.1.2015. Den største kilden til avkastning for avledede strategier er videreplassering av mottatt kontantsikkerhet fra Folketrygdfondets motparter (frem til 2014 ble resultatet fra likviditetsforvaltning tilordnet renteporteføljen og fra 2015 fordelt på aksjeporteføljen og renteporteføljen).

**Tabell 1.6: Bidrag til årlig differanseavkastning, renteporteføljen**

Tall i prosentpoeng	Siden 1.1.2007	Siden 1.1.2015
<b>Renteforvaltning</b>	<b>0,74</b>	<b>0,45</b>
Kredittutstedere	0,73	0,42
Kredittutstedere, hendelser	0,02	-0,13
Kredittutstedere, utenom hendelser	0,71	0,55
Renteeffekter	0,01	0,02
Andre effekter	0,00	0,01
<b>Avledede strategier</b>	<b>0,01</b>	<b>0,03</b>
<b>Sum differanseavkastning</b>	<b>0,75</b>	<b>0,48</b>

For kredittutstedere er differanseavkastningen ytterligere oppdelt i tabellen. I strategisk plan for forvaltningen av SPN er det for renteporteføljen pekt på at vi vil søke å skape positiv differanseavkastning blant annet gjennom å bygge en mer diversifisert portefølje enn referanseindeksen og høste en strukturell kredittpremie. Vi vil legge vekt på solid kredittanalyse for å bygge en balansert kredittportefølje med lav risiko for kredittap. En mer diversifisert portefølje enn referanseindeksen innebærer at porteføljen vil oppleve små men hyppigere kreditthendelser enn tilfellet er for referanseindeksen. Over tid vil vi forvente at kreditthendelser gir et negativt bidrag til differanseavkastningen, men at det positive bidraget fra kredittutstedere uten hendelser mer enn oppveier for dette.

Ingen av selskapene i renteporteføljen har i perioden vært gjenstand for konkursbehandling. Det har imidlertid vært flere tilfeller av kreditthendelser som har medført omfattende endringer i lånebetingelsene, og i flere tilfeller har obligasjonslån også blitt konvertert til aksjer eller konvertible lån.

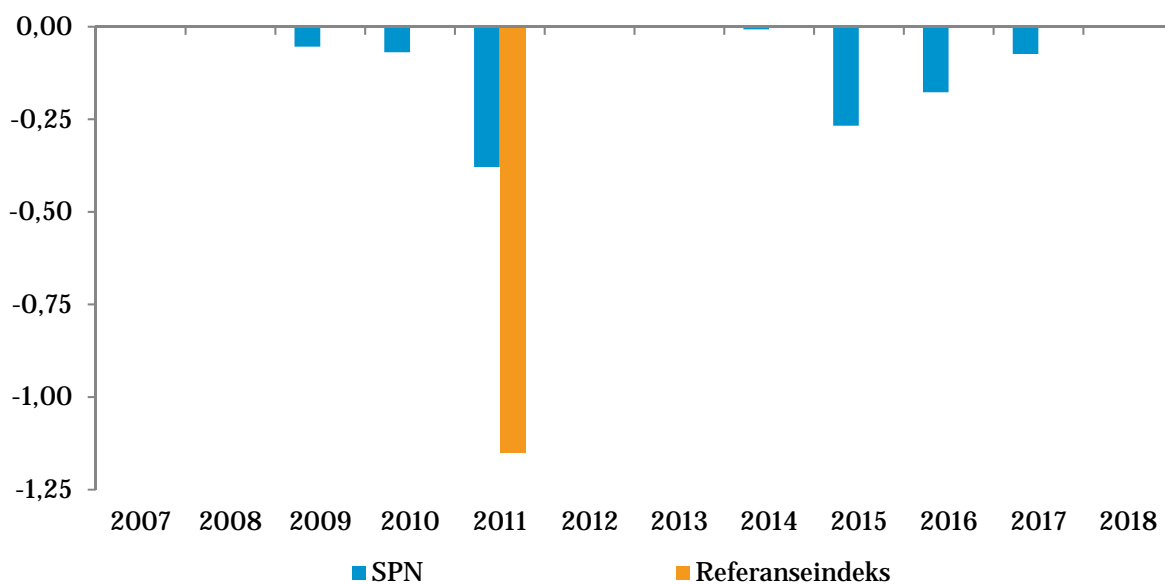
**Tabell 1.7: Kredittutstedere med registrert hendelse 2007-2018**

	SPN	Referanseindeks	Bidrag differanseavkastning
Antall selskaper med hendelse	56	1	
Antall registrerte hendelser	84	1	
Antall selskaper med negativ hendelse	19	1	
Verditap som årlig pst., Siden 1.1.2015	0,13 %	0,00 %	- 0,13 %
Verditap som årlig pst., Siden 1.1.2007	0,09 %	0,10 %	0,02 %

Tabell 1.7 viser kredittutstedere med registrerte hendelser. Vi har registrert i alt 56 selskaper i porteføljen hvor det har vært en form for hendelse. Blant disse 56 selskapene har vi registrert totalt 84 ulike hendelser. Noen av de registrerte hendelsene er innkalling til obligasjonseiermøte for å oppnå aksept for restrukturering av gjeld med positivt utfall, for eksempel førtidig innfrielse av gjeld mot ekstra kompensasjon fra låntager. I andre tilfeller har vi registrert at hendelsen har blitt oppfattet som nøytral, i den forstand at hendelsen ikke har ført til vesentlig endring i verdsettelsen av obligasjonsgjelden. Vi har registrert i alt 19 selskaper med negativ hendelse i hele perioden siden 1.1.2007. I totalt 15 selskaper har vi registrert én eller flere konkrete hendelser som medførte en negativ endring i verdsettelsen av obligasjonsgjelden, enten ved offentliggjøring av hendelsen eller gradvis over tid. I ytterligere fire selskaper har vi kategorisert en negativ hendelse som følge av at vi gjennom salg til kurs under 80 har realisert et tap, uten at årsaken til verdifallet er relatert til en konkret hendelse (for eksempel innkalling til obligasjonseiermøte). For selskapene med en registrert negativ hendelse har vi registrert et verditap på i overkant av 40 prosent som snitt. Noen av selskapene som ikke er solgt har senere innhentet deler av eller hele tapet for porteføljen.

Verditapet som er oppgitt i tabell 1.7 er registrert som nye hendelser det året hvor et obligasjonseiermøte (eller lignende) forekommer for første gang. I 2018 var det ikke registrert nye hendelser med tap for porteføljen. I to selskaper har vi registrert et mindre tap (under 0,01 prosentpoeng) i 2018 hvor hendelsene ble registrert tidligere år.

**Figur 1.8: Registrert tap som følge av kreditthendelse (periodisert), andel i prosent av renteporteføljen**



For perioden siden 2015 har vi registrert et samlet verditap for renteporteføljen som følge av de negative kreditthendelsene på 0,13 prosentpoeng årlig (se tabell 1.7). For perioden siden 1.1.2007 er dette verditapet 0,09 prosentpoeng. En av de registrerte hendelsene inntraff både i porteføljen og i referanseindeksen. Dette skjedde i november 2011, da Eksportfinans ble nedgradert av Moody's, og enkelte kreditorer varslet om sak mot selskapet. Eksportfinans ble tatt ut av indeksen ved utgangen av november 2011 som følge av nedgraderingen, og verdien av selskapets gjeld i referanseindeksen falt med 20 prosent denne måneden. Denne hendelsen påvirket referanseindeksen negativt, og mer negativt enn den samme hendelsen påvirket porteføljen (figur 1.8). Effekten av det var et positivt bidrag fra selskaper med kreditthendelser til differanseavkastningen for renteporteføljen for perioden siden 1.1.2007.

Bidragene fra kredittutstedere utenom negative hendelser inkluderer også andre forhold som er pekt på i strategisk plan, som høsting av likviditetspremie.

I strategisk plan trekker vi frem tidsvarierende likviditetspremie og kredittpremie som et moment i renteforvaltningen. I figur 2.6 viser vi eksponeringen mot stat for renteporteføljen og for referanseindeksen for perioden 2007-2018. Videre ser vi at statsandelen gikk ned fra 2007 frem til midten av 2011. Lavere statsandel innebærer at kredittandelen i porteføljen økte i denne perioden. Det var sammenfallende i tid med høye kredittpremier for kredittobligasjonsmarkedet under finanskrisen. I takt med at kredittpremiene sank, ble kredittandelen i porteføljen redusert. Dette er i tråd med punktet fra strategisk plan om å øke/reducere innslaget av kreditt risiko i porteføljen i perioder hvor slik risiko er høyt/lavt priset.

## 2. Finansiell risiko

Det er Finansdepartementets valg av referanseindeks som i stor grad er avgjørende for hvor mye avkastningen til SPN er forventet å variere. Forventet volatilitet var ved utgangen av september 2018 på 6,8 prosentpoeng.

Markedsrisiko er definert som risiko for endring i markedsverdi som et resultat av bevegelser i observerte priser i finansmarkedene. Dette inkluderer også endringer i de kredittpåslag som benyttes ved prising av lån.

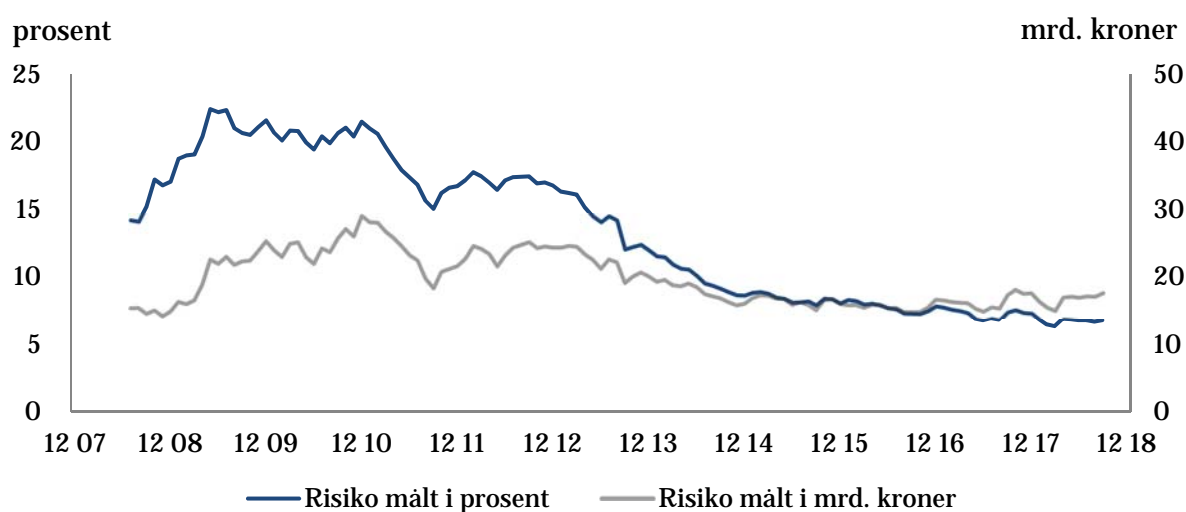
Forventet absolutt volatilitet og forventet relativ volatilitet er beregnet ved å bruke fem års månedlig avkastningshistorikk, hvor nye observasjoner vekter mer enn de lengre bakover i tid (nedvektingsfaktor 0,97). Måling og styring av markedsrisiko gjøres gjennom verktøyet Riskmanager fra MSCI. Modellen vi bruker beregner forventet standardavvik for porteføljens avkastning (absolutt volatilitet) og forventet standardavvik for porteføljens differanseavkastning (relativ volatilitet). Beregningene er basert på porteføljesammensetningen på måletidspunktet, forutsetninger om risikoegenskaper ved de ulike verdipapirene som inngår i porteføljene og samvariasjon mellom verdipapirene.

### Absolutt risiko

Forventet absolutt volatilitet beregnet ved standardavviket til avkastningen er et estimat på hvor mye den årlige avkastningen er forventet å variere. Figur 2.1 viser forventet volatilitet både i prosent og i milliarder kroner. Observasjonen i figur 2.1 starter 31.07.2008 som er det tidspunkt vi tok i bruk verktøyet Riskmanager fra MSCI.

Volatiliteten regnet i prosent falt mye fra toppen i 2009. Risikoen målt i kroner har ikke falt like mye siden det har vært betydelig økning i forvaltningskapital i perioden. Forventet volatilitet var ved utgangen av 2018 på 6,8 prosentpoeng. Gjennomsnittlig forventet volatilitet i hele perioden var 13,3 prosentpoeng, mens den var 7,6 prosentpoeng for perioden siden 1.1.2015.

**Figur 2.1: Utvikling i forventet absolutt volatilitet SPN**

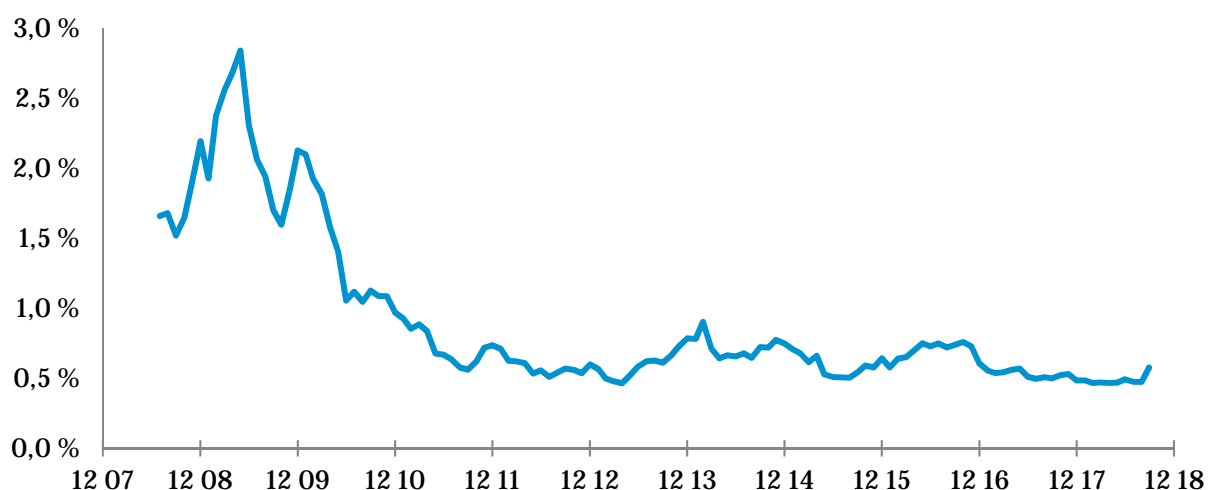


### Relativ risiko

Det overbyggende målet for risiko i den aktive forvaltningen av SPN er definert som forventet relativ volatilitet. I mandatet har Finansdepartementet fastsatt at forventet relativ volatilitet i normale markeder ikke skal overstige 3 prosentpoeng.



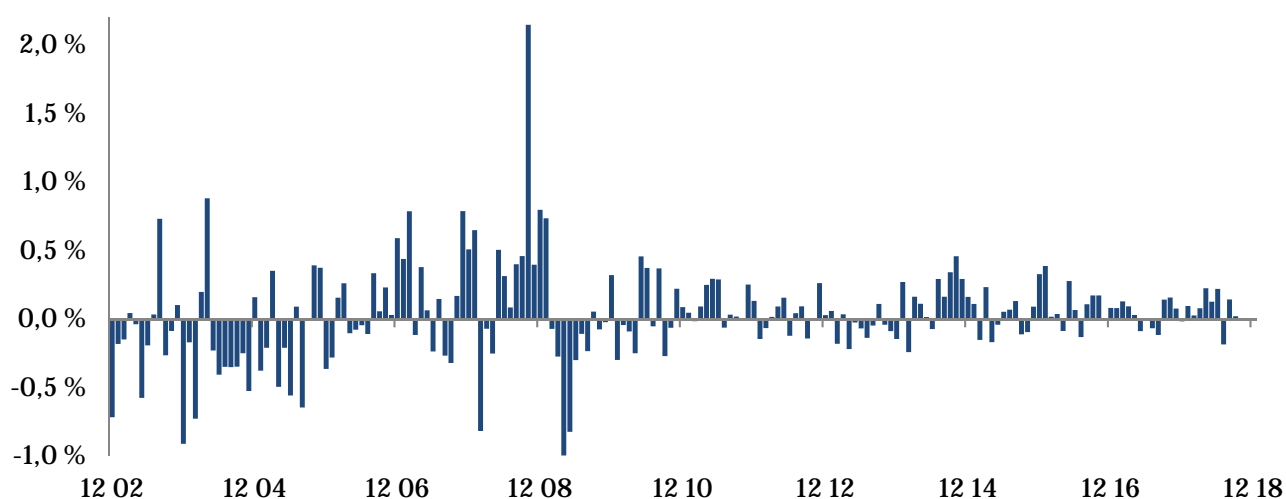
**Figur 2.2: Utvikling i forventet relativ volatilitet SPN**



Porteføljens forventede relative volatilitet var størst i perioden 2008-2009. Høyeste måling var 2,88 prosentpoeng i juni 2009. Etter 2009 har endringer i portefølje og indeks, samt endringer i markedsvolatiliteten og samvariasjoner, bidratt til at den relative risikoen har falt. Forventet relativ volatilitet for SPN var 0,45 prosentpoeng på sitt laveste tidlig i 2013. Aktiv risiko har etter dette vært noe høyere i perioder, og forventet relativ volatilitet var 0,58 ved utgangen av september 2018. Gjennomsnittlig forventet relativ volatilitet har vært 0,90 prosentpoeng i hele perioden og 0,58 prosentpoeng i perioden 2015-2018.

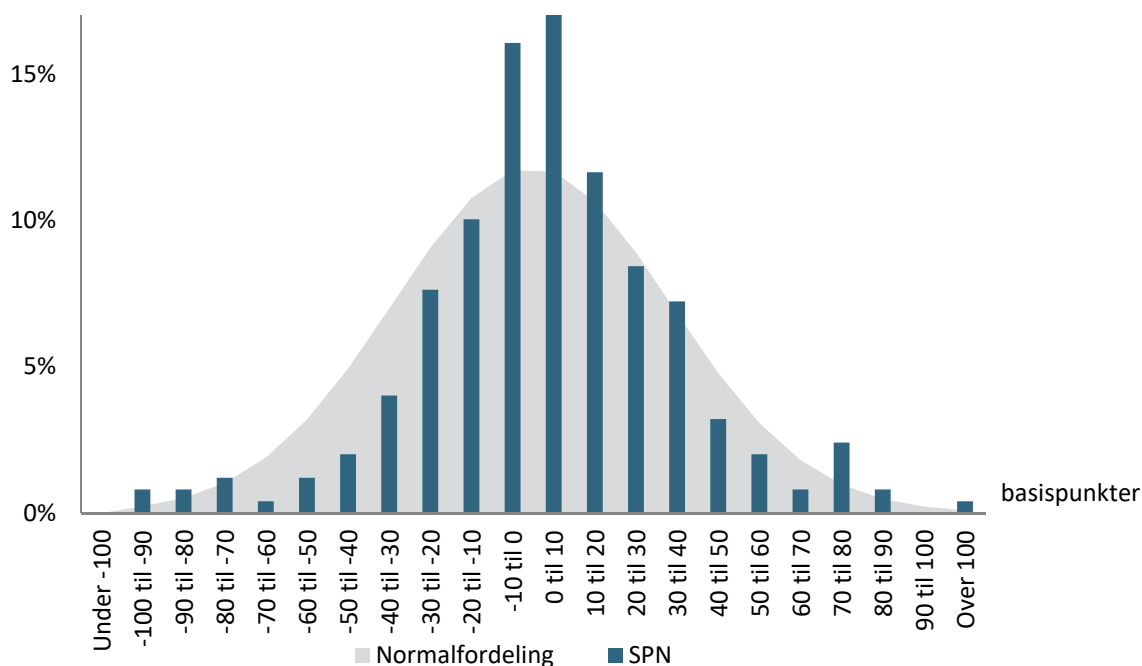
For å fange opp risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av beregningen av forventet relativ volatilitet, har Folketrygdfondet fastsatt rammer for minste sammenfall mellom porteføljen og referanseindeks for aksjporteføljene, fastlagt egne rammer for belåning samt rammer for likviditetsrisiko. Folketrygdfondet benytter blant annet stresstester for å analysere porteføljens absolutte og relative eksponering mot ekstremhendelser.

**Figur 2.3: Månedlige differanseavkastninger SPN**



Figur 2.3 viser de månedlige differanseavkastningene siden 2003. Bildet viser tydelig at resultatene av den aktive forvaltningen i perioden etter finanskrisen har variert mindre enn i perioden før og under finanskrisen. Gjennom finanskrisen opplevde fondet både de største positive og største negative differanseavkastningene.

**Figur 2.4: Fordeling over månedlige differanseavkastninger (1998-2018), SPN**



Figur 2.4 viser fordelingen av de månedlige differanseavkastningene siden 1998, hvor x-aksen viser intervaller for differanseavkastning målt i basispunkter. Fordelingen viser noe positiv skjevhet i forhold til normalfordelingen. Den største forskjellen i forhold til normalfordelingen er imidlertid en sterkere konsentrasjon av observasjoner rundt null og såkalte fete haler hvor det er flere ekstremverdier i SPNs avkastningsfordeling enn det er for normalfordelingen, og med sterkest konsentrasjon til høyre, dvs meravkastning. Den største differanseavkastningen var på 2,15 prosentpoeng i oktober 2008, og er i figur 2.4 vist som en av flere observasjoner samlet i «Over 100». Den svakeste differanseavkastning var på -1,00 prosentpoeng i april 2009.

### Betinget forventet tap og value at risk

For ytterligere å illustrere hvordan relativ avkastning fordeler seg i ekstreme tilfeller, beregnes også relativ value at risk (relativ VaR) og relativt betinget forventet tap (relativ CVaR). Disse måler henholdsvis laveste tap og gjennomsnittlig forventet tap i de verste tilfellene (i tabell 2.1 de verste 2,5 prosent).

Relativ value at risk og relativt betinget forventet tap for SPN ved utgangen av september 2018 var på henholdsvis 1,14 prosentpoeng og 1,60 prosentpoeng årlig. Vi har i beregningen av relativ VaR og relativ CVaR benyttet månedlige observasjoner fra perioden før finanskrisen uten nedvekting, hvor vi har fokusert på de verste 2,5 prosent av tilfellene.

**Tabell 2.1: Forventet relativ volatilitet, relativ VaR og relativ CVaR per 30.9.2018**

	Forventet relativ volatilitet	Relativ VaR	Relativ CVaR
SPN	0,58	1,14	1,60

## Dekomponering av relativ volatilitet

Den relative volatiliteten for SPN kan dekomponeres på forskjellige måter. I Folketrygdfondet skiller vi mellom aktivaallokering og verdipapirvalg. Aktivaallokering er risiko som oppstår når man vekter de to aktivaklassene aksjer og renter forskjellig fra indeks. Ved utgangen av september 2018 var denne vektingen så lik indeks at aktivaallokering ikke bidro til relativ volatilitet. Historisk har det også vært svært små bidrag til relativ volatilitet fra allokering, noe som også gjenspeiles i dekomponeringen av avkastning, se tabell 1.2 og 1.3. Verdipapirvalg er risiko som følger av aktive valg innad i aktivaklassen. Avledede strategier ga svært små bidrag til forventet relativ volatilitet (-0,005 prosentpoeng) knyttet til replasering av mottatt kontantsikkerhet.

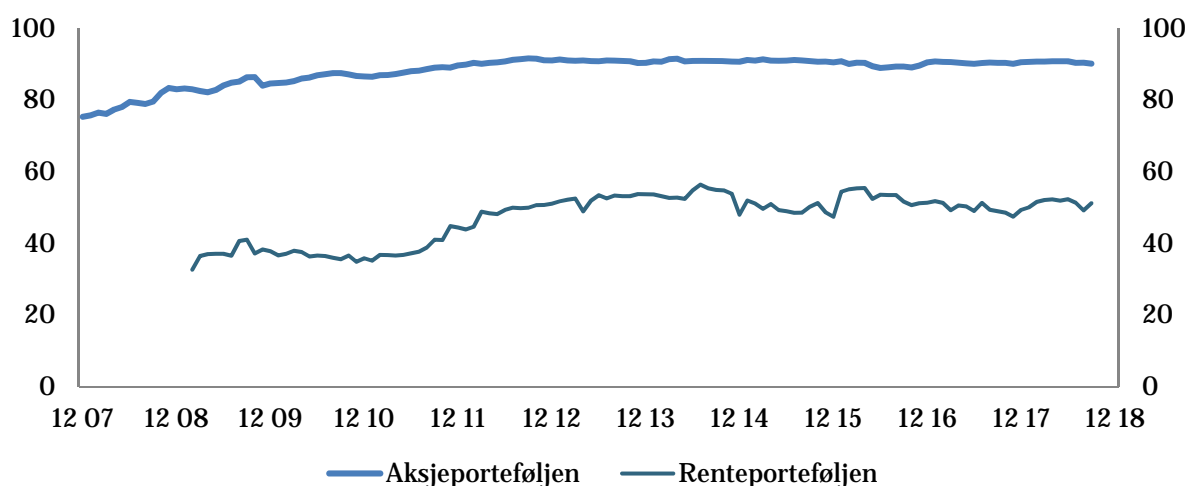
Tabell 2.2 viser at aksjer er den desidert største bidragsyteren til den totale relative volatiliteten på 0,58 prosent, med et bidrag på 0,55 prosentpoeng.

**Tabell 2.2: Bidrag til forventet relativ volatilitet for SPN per 30.9.2018**

	Aksjer	Renter	Aktivaklasse- allokering	SPN
Aksje- /renteforvaltning	0,55	0,03	0,00	0,58
Avledede strategier	0,00	0,00	0,00	0,00
Sum	0,55	0,03	0,00	0,58

Figur 2.5 viser utviklingen i sammenfall målt i prosent for aksjeporteføljen og renteporteføljen. Overlapp måler andel av porteføljen som er investert likt som referanseporteføljen. Sammenfall er et mål som ikke avhenger av forutsetninger om samvariasjon og svingninger. Styret i Folketrygdfondet har satt en supplerende risikoramme for sammenfall for aksjeporteføljen på 60 prosent, mens det ikke er satt en ramme for renteporteføljen. For renteporteføljen starter målingen i februar 2009, som var starten for bruk av indekser med bare BloombergBarclays (daværende Lehman) som leverandør.

**Figur 2.5: Utvikling i sammenfall for aksjer og renter (tall i prosent 2008-2018)**



## Aksjeporteføljen

Som vi så i dekomponeringen av SPN ovenfor, er aksjeporteføljen den største bidragsyteren til SPNs relative volatilitet. Vi kan dekomponere den relative volatiliteten i aksjeporteføljen videre ned på sektorvalg og selskapsvalg. Relativ volatilitet fra sektorvalg innebærer

forskjellig vekt i sektoren sammenlignet med referanseindeksen, mens relativ volatilitet fra selskapsvalg kommer som følge av forskjellig vektning av selskapene innad i sektoren. Den relative volatiliteten i aksjeporteføljen var ved utgangen av september 2018 på 0,90 prosent.

Tabell 2.3 viser at selskapsvalg er den største bidragsyteren til relativ volatilitet med et bidrag på 0,78 prosentpoeng til totalen. Energi er den sektoren som bidrar mest, med 0,48 prosentpoeng. Av disse kommer 0,43 prosentpoeng fra selskapsvalg.

**Tabell 2.3: Bidrag til forventet relativ volatilitet for aksjeporteføljen per 30.9.2018**

Tall i prosentpoeng	Sektor	Selskap	Total
Energi	0,05	0,43	0,48
Materialer	0,00	0,05	0,05
Industri	0,01	0,02	0,03
Forbruksvarer	0,03	0,02	0,05
Konsumvarer	0,00	0,00	0,00
Helse	0,01	0,02	0,03
Finans	0,00	0,12	0,12
Informasjonsteknologi	0,02	0,13	0,15
Kommunikasjon	0,00	0,00	0,00
Forsyning	0,00	0,00	0,00
Eiendom	-0,01	0,02	0,01
<b>Sum aksjeportefølje</b>	<b>0,12</b>	<b>0,78</b>	<b>0,90</b>

### Renteporteføljen

Den relative volatiliteten i renteporteføljen kommer i hovedsak fra to komponenter: renteposisjoner og selskapsvalg (kreditt). Det vil si at risiko kan oppstå som følge av avvik fra referanseindeksens rentefølsomhet (durasjon) eller avvik fra referanseindeksens følsomhet for selskapenes kredittpåslag (forskjell i selskaps sammensetning).

Ved utgangen av september 2018 var den relative volatiliteten i renteporteføljen på 0,36 prosent. Av disse kommer -0,04 prosentpoeng fra renteposisjoner og 0,40 prosentpoeng fra selskapsvalg.

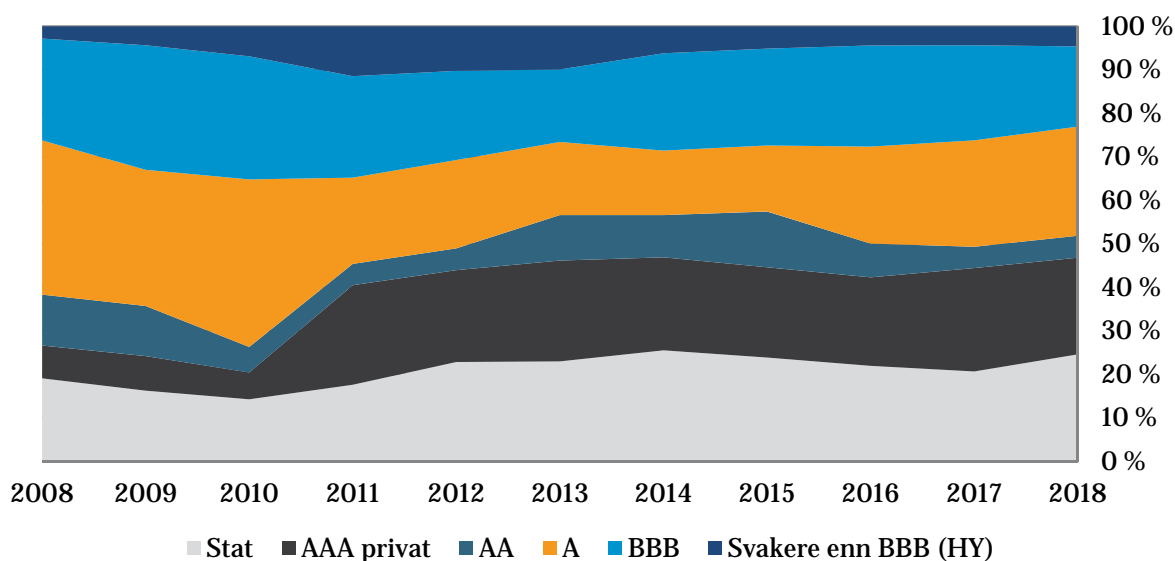
**Tabell 2.4: Bidrag til forventet relativ volatilitet for renteporteføljen per 30.9.2018**

Tall i prosentpoeng	Renteoposisjoner	Selskapsvalg	Total
Renteporteføljen	-0,04	0,40	0,36

### Kredittrisiko

Kredittrisiko er risiko for tap som følge av en kreditthendelse (konkurs, uteblitt kupongbetaling, restrukturering eller liknende). Folketrygdfondet begrenser konsentrasjonsrisiko for kredittrisiko ved å sette en grense for forventet tap som skyldes en enkelt utsteder. Rammeverket for kredittrisiko er basert på konkurssannsynligheter og antakelser om tap gitt konkurshendelse som er avhengig av blant annet sektortilhørighet. Konkurssannsynlighetene blir tilordnet via rating, hvor vi benytter internasjonale ratingbyråer, ratingindikasjoner fra meglerhus, samt interne kredittvurderingssystemer som kilder.

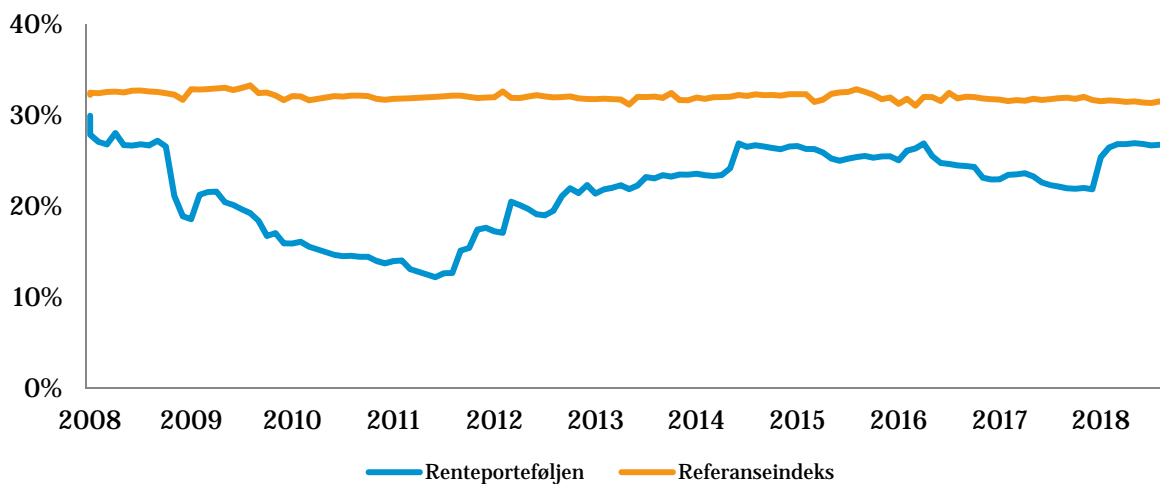
**Figur 2.6: Utvikling i fordeling av rating i renteporteføljen 2007-2018**



Figur 2.6 viser utviklingen i fordeling av obligasjoner på de ulike ratingkategoriene. For kategorien svakere enn BBB- (høyrenteobligasjoner) er det satt en egen ramme på maksimalt 25 prosent av den ikke-statlige andelen av obligasjonene.

For å belyse den relative kredittrisikoen viser figur 2.7 utviklingen i statsandelen for SPNs renteportefølje og for referanseindeksen. Vi ser at statsandelen i referanseindeksen har vært nokså stabil, mens statsandelen i SPN har variert ganske mye avhengig av blant annet Folketrygdfondets syn på størrelsen av, og fremtidig utvikling i, kredittpåslag.

**Figur 2.7: Statsandel for renteporteføljen i perioden 2008-2018**



### Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risiko for at motparten i forretninger som er inngått direkte mellom Folketrygdfondet som forvalter og motpart, ikke er i stand til å stå ved sine forpliktelser. Porteføljen påføres motpartsrisiko som følge av flere typer forretninger. De mest sentrale i dag er valutabytteavtaler (valutaswap), rentebytteavtaler (renteswap), verdipapirlån og bankinnskudd. I tillegg er risiko mot oppgjørssystemer, sentrale motparter (CCP) og mot depotbank forhold som påvirker motpartsrisikoen.

For flere av motpartsforretningene er det avtalt at motpartene skal stille sikkerhet overfor Folketrygdfondet. Slik sikkerhetsstillelse skjer i dag for OTC-derivater (rentebytteavtaler, valutabytteavtaler og avtale om fremtidig valutahandel) og for verdipapirlån.

Folketrygdfondet benytter internasjonalt anerkjent avtaleverk (ISDA/CSA, GMSLA og GMRA) som sikrer motregningsadgang.

For å ta høyde for en eventuell fremtidig endring i verdien på allerede inngåtte kontrakter, beregner vi potensiell fremtidig eksponering i markedspriser. Dette gjør vi ved å simulere utviklingen i underliggende drivere for hver kontraktstype for å ta hensyn til at verdien av OTC-derivater og verdipapirlån er avhengig av utviklingen i markedet. På denne måten får vi et anslag på den maksimale mulige eksponeringen frem i tid. Denne eksponeringen legges til grunn ved belastningen av motpartsrammer. Vi gjør dette for å ta hensyn til mulig verdiendring i tiden fra en motpart går konkurs og frem til vi har fått gjenskapt aktuelle forretninger vi hadde med denne motparten. Beregningene tar hensyn til nettingforhold, men tar ikke hensyn til fremtidige bevegelser i verdien på stilt sikkerhet. Beregningene gjøres i RiskManager fra MSCI.

---

## 3. Kostnader

### 3.1. Historiske kostnader

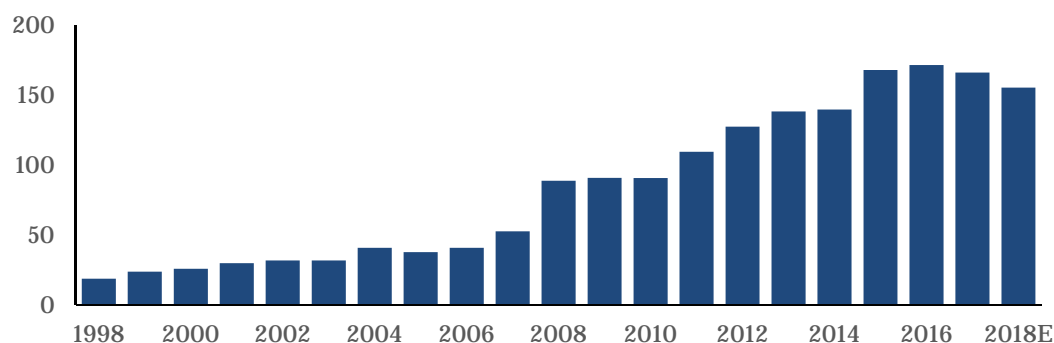
Folketrygdfondet publiserer avkastning og resultat for SPN kvartalsvis. Resultatregnskapet følger fra og med regnskapsåret 2012 de internasjonale regnskapsstandardene IFRS, mens avkastningsberegningene er gjort etter avkastningsstandard GIPS® fra 1998. Rapportert avkastning er justert for Folketrygdfondets skatteposisjon<sup>2</sup>. Transaksjonskostnader trekkes fra ved beregningen av porteføljerultatet og reduserer den rapporterte avkastningen. Folketrygdfondets kostnader utenom de rene transaksjonskostnadene er derimot ikke trukket fra ved beregning av den rapporterte avkastningen.

Finansdepartementet har i mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge fastsatt at "Folketrygdfondet skal innen 1. desember hvert år sende departementet et begrunnet forslag til ramme for forvaltningskostnader knyttet til forvaltningen av SPN basert på et overslag over neste års forvaltningskostnader." Forslaget danner bakgrunn for at departementet fastsetter en ramme for forvaltningskostnadene som et kronebeløp. Totale faktiske forvaltningskostnader Folketrygdfondet har knyttet til forvaltningen av SPN, samt midler til å dekke utbytte fra den innskutte ansvarlige kapitalen i Folketrygdfondet, trekkes fra SPNs bruttoavkastning.

Kostnadene ved å forvalte SPN økte betydelig fra 2006 til 2008 av to årsaker. Det ble stilt strengere krav til styring og kontroll av risiko og rapportering, noe som medførte behov for investeringer i systemer og flere ansatte. Samtidig introduserte Finansdepartementet en ny referanseindeks for renteporteføljen som innebar at renteforvaltningen måtte forholde seg til rente- og valutarisiko i fem nye valutasorter (EUR, SEK, DKK, GBP og USD), mens renteforvaltningen frem til 2006 utelukkende var i norske kroner. Referanseindeksen for perioden fra 2007 inneholder også norske utstederes obligasjoner i fremmed valuta.

Fra 2008 til 2014 økte kostnadene gradvis i takt med økningen i antallet ansatte i Folketrygdfondet fra 30 til 51.

**Figur 3.1: Forvaltningskostnader belastet SPN, millioner kroner**



<sup>2</sup> Rapportert avkastning benytter den løpende skatteposisjonen knyttet til kildeskatt for utbytte. I tilfeller hvor Folketrygdfondet har fått tilbakebetalt ilagt kildeskatt, er slik tilbakebetaling i henhold til Folketrygdfondets GIPS®-prinsipper betraktet som en kontantstrøm som ikke påvirker avkastning eller differanseavkastning. I tilfeller hvor Folketrygdfondet oppfatter skatteposisjonen som avklart, er behandlingen av kildeskatt endret for portefølje og referanseindeks samtidig, slik at endringen ikke har medført aktive avkastningsresultater (differanseavkastning).

### **Kostnader siste fire år**

Kostnadene som har blitt belastet SPN økte særskilt i 2015 som følge av at den daværende ytelsesbaserte pensjonsordningen for ansatte i Folketrygdfondet ble erstattet med en innskuddsbasert pensjonsordning. I 2016 ble de oppsatte rettighetene til ansatte ved den avviklede ytelsesbaserte ordningen overført fra Folketrygdfondet til Statens pensjonskasse. Dette innebar at SPN ble belastet engangskostnader på 27 millioner kroner i 2015 og 12 millioner kroner i 2016. I 2017 var det ikke slike engangskostnader og det er hovedårsaken til at kostnadene var lavere i 2017 enn de to årene før. For 2018 forventes det at kostnadene blir ytterligere redusert i forhold til 2017 som følge av engangseffekter knyttet til tidligere administrerende direktørs oppsigelse og hennes etterlønsordning. Etterlønn til tidligere administrerende direktør ble kostnadsført i 2017, men deler av dette er tilbakeført i 2018 som følge av at hun har hatt inntekt fra andre enn Folketrygdfondet i etterlønsperioden. I tillegg startet ny administrerende direktør først 1. september i 2018.

Disse to forholdene, pensjon og engangseffekter, gjør at en analyse av kostnadsutviklingen de siste fire årene bør justeres for disse forholdene. Folketrygdfondets kostnader utenom pensjon og pensjonsrelaterte forhold samt engangseffekter i 2018 knyttet til bl.a. skifte av administrerende direktør var i 2015 på 153,1 millioner kroner og er for 2018 anslått til å være 152,8 millioner kroner. Det innebærer at de underliggende kostnadene er om lag uendret og har ikke økt i takt med prisstigning og lønnsutvikling. Årsaken til dette er at Folketrygdfondet i denne perioden har effektivisert driften, hovedsakelig gjennom å ta ned antallet IT-systemer, automatisere tidligere manuelle prosesser og ved å ta hjem tidligere utkontrakterte tjenester.

### **Kostnader i basispunkter**

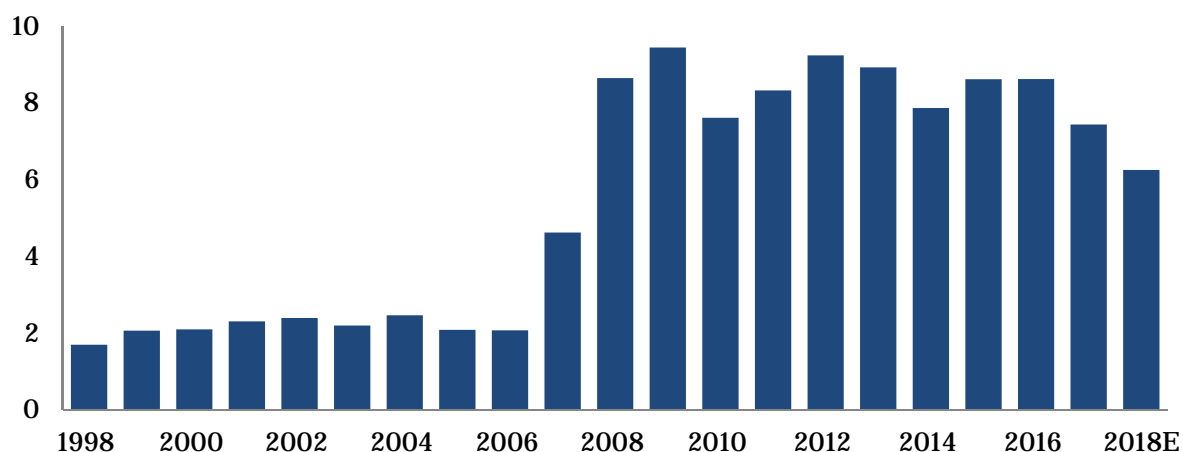
Målt som andel av gjennomsnittlig forvaltningskapital økte kostnadene særskilt fra 2006 til 2007. Dette var resultatet av at forvaltningskapitalen til SPN ble redusert med 101,8 milliarder kroner i desember 2006 på grunn av avvikling av kontolånsordningen. I perioden fra 2008 til 2018 har forvaltningskostnadene variert mellom 6,3 basispunkter og 9,5 basispunkter. De siste tre årene har kostnadsreduksjonen i kroner blitt forsterket ved at kapitalen har økt, med det resultat at forvaltningskostnadene målt i basispunkter for 2018 er det laveste siden 2007.

Kostnader knyttet til kurtasje til meglere ved kjøp og salg av aksjer er ikke tatt med i denne oversikten, men er fratrukket SPNs avkastning direkte. Fra og med årsregnskapet for 2012 (etter innføring av IFRS) inngår kurtasje på egen linje i SPNs resultat. Folketrygdfondets kostnader forbundet med å forvalte Statens obligasjonsfond (2009-2014) er belastet Statens obligasjonsfond. Alle andre kostnader er inkludert.

---

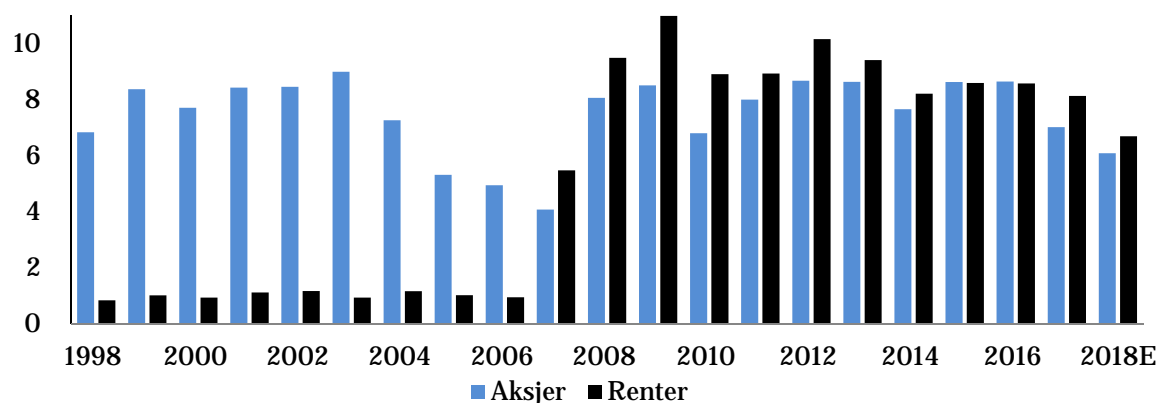


**Figur 3.2: Forvaltningskostnader belastet SPN, basispunkter**



Forvaltningskostnadene er fordelt på de to aktivklassene aksjer og renter over tid. I denne fordelingen er kostnader som ikke lar seg fordele direkte etter avdelingsstruktur, fordelt etter en fordelingsnøkkel som vi har latt variere over tid i takt med endringer i antall ansatte og aktiviteter.

**Figur 3.3: Forvaltningskostnader per aktivaklasse, basispunkter**



Økningen i forvaltningskostnader målt i basispunkter fra 2006 til 2008 er særsilt stor for renteporteføljen som følge av avviklingen av kontolansordningen og som følge av nytt mandat og økte krav. Fallet i forvaltningskostnader for aksjeforvaltningen målt i basispunkter i perioden 2003 til 2007 skyldes at forvaltningskapitalen for aktivaklassen aksjer økte som følge av høy avkastning for aksjer i disse årene.

Kostnadene for perioden fra 2007 til nå er i tabell 3.1 videre delt inn i aksjeforvaltning, renteforvaltning og avledede strategier i samsvar med tabell 1.2.

**Tabell 3.1: Forvaltningskostnader i basispunkter (gjennomsnitt per år)**

Siste 4 år	Aksjer	Renter	SPN
Aksje-/renteforvaltning	4,0	3,0	6,9
Avledede strategier	0,6	0,2	0,8
<b>SPNs samlede forvaltningskostnader</b>	<b>4,6</b>	<b>3,2</b>	<b>7,7</b>
<b>Forvaltningskostnader som andel av forvaltet kapital</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>	

Siden 1.1.2007	Aksjer	Renter	SPN
Aksje-/renteforvaltning	4,2	3,3	7,5
Avledede strategier	0,4	0,1	0,5
<b>SPNs samlede forvaltningskostnader</b>	<b>4,6</b>	<b>3,4</b>	<b>8,0</b>
<b>Forvaltningskostnader som andel av forvaltet kapital</b>	<b>7,6</b>	<b>8,6</b>	

Kostnadene til verdipapirvalg er i tabell 3.2 videre fordelt på de grunnkostnader som ville fulgt av passiv forvaltning, de merkostnader som følger av Folketrygdfondets arbeid med eierskap og merkostnad som følger av de to aktive strategiene aksjeforvaltning og rente/kredittforvaltning. En slik fordeling er delvis foretatt på basis av kostnadsarter som lar seg direkte henføre til de ulike aktivitetene og delvis basert på en skjønnsmessig fordelingsnøkkel.

**Tabell 3.2: Årlige forvaltningskostnader i basispunkter fordelt på ulike aktiviteter**

	Siden 1.1.2007	Siste 4 år
Grunnkostnader passiv forvaltning	4,3	3,8
Merkostnader eierskap	0,7	0,8
Merkostnader renteforvaltning	1,3	1,2
Merkostnader aksjeforvaltning	1,2	1,1
Avledede strategier	0,5	0,8
<b>SPNs samlede forvaltningskostnader</b>	<b>8,0</b>	<b>7,7</b>

Det er tre trekk med kostnadsfordelingen over tid som fremgår av underlaget til tabell 3.1 og tabell 3.2. Anslaget for grunnkostnader passiv forvaltning er lavere mot slutten av perioden. Årsaken til dette er at kostnadsøkningen i de første årene fra 2007 og fremover i stor grad var knyttet til implementering av nye systemer og andre oppstartskostnader som følge av strengere krav til styring og kontroll. Et annet trekk er at kostnadene knyttet til avledede strategier har økt i takt med at aktiviteten over tid er økt. Her ser vi en tilsvarende økning i bidraget til meravkastning for SPN og for aksjeporteføljen (se tabell 1.2 og 1.3). Et siste trekk er kostnadsnedgangen målt i basispunkter for de siste to årene, se også figur 3.2.

Når det gjelder sammenlikning av Folketrygdfondets kostnader og andre forvalteres kostnader, vises det til den årlige gjennomgangen av CEM Benchmarking på vegne av Finansdepartementet (tilgjengelig på Finansdepartementets nettsider).

### 3.2. Differanseavkastning og verdiskapning

Et mål for effekten av aktiv forvaltning er netto verdiskapning. Med netto verdiskapning menes forskjellen mellom faktisk differanseavkastning og den teoretiske differanseavkastningen som kunne vært oppnådd med passiv forvaltning.

Referanseindeksen tar utgangspunkt i aksje- og obligasjonsindekser som følger egne regler, hvor endringer i indekssammensetningen forutsettes å skje til sluttkurs for aksjer og til den kvoterte kjøpskurs for obligasjoner. Skal en i forvaltningen søke å gjennomføre de samme endringene i porteføljen som skjer i de underliggende indeksene, vil det påløpe kostnader. For å estimere avkastningen som kunne vært oppnådd med passiv forvaltning, har vi sett på relevante kostnads- og inntektskomponenter ved passiv forvaltning. En ren passiv forvaltning er ikke mulig å gjennomføre som følge av SPNs størrelse, men vi har sett bort fra dette i estimeringen av kostnader i tabell 3.3.

### **Forvaltningskostnader ved en passiv strategi**

I tabell 3.2 er kostnadene til passiv forvaltning vist slik de fremkommer for en tenkt passiv strategi. En slik fordeling er basert på de faktiske kostnadene for hvert år fratrukket kostnader til eierskap og aktive forvaltningsstrategier. Finansdepartementet har i mandatets kapittel 2 satt krav om ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Kostnader ved å oppfylle denne delen av mandatet vil også måtte påløpe ved en passiv strategi.

Til sammenligning er forvaltningshonoraret for norske og svenske aksjeindeksfond på 10-40 basispunkter, hvor fond i den nedre delen av intervallet ofte også har kjøps- og salgsgebyr. Årsaken til at de anslåtte kostnadene ved passiv forvaltning for SPN er lavere enn tilsvarende kostnader for indeksfond, er delvis stordriftsfordeler for SPN ved passiv forvaltning og delvis at indeksfond har kostnader som ikke er relevante for SPN. Eksempler på dette er markedsføringskostnader og kostnader forbundet med å rapportere til et stort antall kunder.

### **Tilbakevektingskostnader**

Tilbakevektingskostnader er knyttet til transaksjonskostnader som oppstår når porteføljens aktivasammensetning tilbakevektes til utgangspunktet for de strategiske vektene til referanseindeksen. Disse kostnadene vil svinge over tid, avhengig av størrelsen og hyppigheten på tilbakevektningene.

Ved beregning av disse kostnadene historisk har vi tatt utgangspunkt i de direkte transaksjonskostnadene ved tilbakevektningene som er gjennomført for SPN. Det å få gjennomført tilbakevektningene så raskt som mulig har blitt ansett som viktigere enn å opprettholde ønsket selskaps-, bransje- og kredittsammensetning. Verdipapirer med god likviditet er derfor overrepresentert både blant de verdipapirer som har vært solgt og som har vært kjøpt i de tilbakevektninger som har vært gjennomført. Det har ført til lavere direkte transaksjonskostnader enn om vi hadde vektlagt å opprettholde porteføljesammensetningen innenfor henholdsvis aksje- og renteporteføljen. Vi har ikke estimert indirekte transaksjonskostnader.

### **Kostnader ved løpende indekstilpasninger**

Sammensetningen av referanseindeksen endres gjennom året i tråd med det regelverket Oslo Børs og OMX Nasdaq har etablert for aksjeindeksene og Bloomberg Barclays har etablert for obligasjonsindeksene.

For et passivt forvaltet fond vil slike indeksendringer medføre endringer også i porteføljesammensetningen med tilhørende direkte og indirekte transaksjonskostnader. Denne kostnaden er større desto mindre likvide de ulike markedene er. Kostnadene er basert på forutsetninger om handelskostnader og ikke faktiske handelskostnader og er derfor en usikker størrelse. Kostnadene for løpende indekstilpasninger er lavere for siste 4 år enn for

---

perioden siden 1.1.2007, som følge av at endringene i sammensetningen av indeksene var noe mindre de siste årene.

### Garantiprovisjon ved fortrinnsrettede emisjoner

Folketrygdfondet blir i noen tilfeller bedt om å garantere prorata for gjennomføringen av fortrinnsrettede emisjoner. Slike emisjoner justeres også i hovedindeksen på Oslo Børs, og garantiprovisjon vil derfor være en oppnåelig inntekt også ved passiv forvaltning.

Garantiprovisjon var 0,3 basispunkter i gjennomsnitt per år for hele perioden siden 2007, og er derfor avrundet til +0 i Tabell 3.4. Omfanget av fortrinnsrettede emisjoner har vært langt lavere de senere årene, og garantiprovisjon følgelig også lavere.

### Inntekter fra utlån av verdipapirer

Inntekter fra verdipapirutlån er inkludert i rapportert avkastning for SPN. Akkurat som annen forvaltning må basere seg på aktive beslutninger og kompetanse hos forvalter, må også utlånsvirksomheten gjøre det. Det er derfor en løpende aktiv beslutning om og hvor mye som skal lånes ut. Beslutninger knyttet til videreplassering av mottatt kontantsikkerhet er også en aktiv beslutning. Det kan derfor stilles spørsmål ved hvor mye av utlånsinntektene som vil være oppnåelig ved passiv forvaltning. I tabell 3.3 er merinntekter ved verdipapirutlån tatt med, dvs. inntekter slik de fremkommer i tabell 1.2 fratrukket kostnader ved forvaltningen av verdipapirutlån (avledede strategier) fra samme tabell.

Forskjellen mellom SPNs faktiske differanseavkastning etter kostnader og estimert differanseavkastning ved passiv strategi (med verdipapirutlån) gir et anslag på den verdiskapning som forvaltningen av SPN gir. For hele perioden siden 1.1.2007 anslås verdiskapningen til 108 basispunkter. For de siste fire årene er anslaget for verdiskapning på 75 basispunkter.

**Tabell 3.3: Estimert differanseavkastning ved en passiv strategi, årlige tall i basispunkter**

	Siden 1.1.2007	Siste 4 år
Forvaltningskostnader ved en passiv strategi	- 4	- 4
Forvaltningskostnader ved eierskap	- 1	- 1
Tilbakevektingskostnader	- 1	- 0
Kostnader ved løpende indekstilpasninger	- 6	- 4
Garantiprovisjon	+ 0	+ 0
Netto inntekter fra utlån av verdipapirer	+ 2	+ 4
<b>Estimert differanseavkastning ved en passiv strategi</b>	<b>- 10</b>	<b>- 5</b>

**Tabell 3.4: Kostnadsjustert anslag på verdiskapning, årlige tall i basispunkter**

	Siden 1.1.2007	Siste 4 år
SPNs faktiske differanseavkastning etter kostnader	98	70
Estimert differanseavkastning ved en passiv strategi	- 10	- 5
<b>Verdiskapning</b>	<b>108</b>	<b>75</b>

## 4. Risikojustert differanseavkastning

Høyere avkastning og lavere risiko for porteføljen enn for referanseindeksen indikerer at porteføljen har oppnådd et bedre bytteforhold mellom avkastning og risiko enn referanseindeksen har gjort. Vi kommenterer her tre risikojusterte avkastningsmål.

### Sharperaten

Sharperaten er et forholdstall som brukes for å sammenligne avkastning mellom porteføljer eller for en portefølje i forhold til en referanseindeks. Sharperaten er avkastning utover risikofri rente i forhold til standardavviket til avkastningen. For en relativ investor er det nødvendig å se på differansen mellom porteføljens sharperate og referanseindeksens sharperate for å bedømme bytteforholdet mellom avkastning og risiko. Sharperaten har vært høyere for SPN enn for referanseindeksen både i perioden siden 2007 og i perioden fra 2015.

### Informasjonsraten (IR)

Informasjonsraten (IR) er et risikojustert avkastningsmål som fokuserer på differanseavkastning i forhold til historisk relativ volatilitet. For at IR skal være positiv må porteføljen ha positiv differanseavkastning. En høy IR kan tolkes som dyktighet i forvaltningen. IR er her beregnet ved å ta gjennomsnittet av differanseavkastningen i perioden dividert på standardavviket til differanseavkastningen (relativ volatilitet). SPN har hatt en IR (før kostnader) på 0,85 siden 1.1.2007 og 1,60 siden 1.1.2015.

### Jensens alfa

Jensens alfa er differanseavkastningen justert for systematisk risiko (differanseavkastning som ikke er forklart ved eksponering mot markedet).

### Alfa/residualrisiko (AR)

Et supplerende mål til IR er AR (alfa/residualrisiko) som fokuserer på den delen av differanseavkastningen som ikke er forklart ved eksponering mot markedet. AR er definert som Jensens alfa dividert på den usystematiske risikoen – den delen av totalvariansen til porteføljen som ikke kan forklares gjennom eksponering mot markedet.

Måltallet AR er høyere enn IR for begge delperioder for SPN. Det samme gjelder også for aksjeporteføljen og renteporteføljen. Dette skyldes at beta har vært lavere enn 1.

**Tabell 4.1 Differanseavkastning før og etter kostnader – SPN, aksjeporteføljen, renteporteføljen**

	Siden 1.1.2007		Siden 1.1.2015	
	Før kostnader	Etter kostnader	Før kostnader	Etter kostnader
<b>SPN</b>				
Avkastning (prosent)	7,93	7,85	9,49	9,41
Differanseavkastning (prosentpoeng)	1,06	0,98	0,78	0,70
<b>Aksjeporteføljen</b>				
Avkastning (prosent)	8,33	8,25	14,31	14,23
Differanseavkastning (prosentpoeng)	1,49	1,41	1,02	0,93
<b>Renteporteføljen</b>				
Avkastning (prosent)	5,53	5,44	2,27	2,18
Differanseavkastning (prosentpoeng)	0,75	0,66	0,48	0,39

**Tabell 4.2 SPN – risikjustert differanseavkastning**

SPN	Siden 1.1.2007		Siden 1.1.2015	
	Før kostnader	Etter kostnader	Før kostnader	Etter kostnader
Standardavvik portefølje (%)	9,87	9,87	5,45	5,45
Standardavvik referanse (%)	10,44	10,44	5,57	5,57
Sharperate til portefølje	0,62	0,62	1,59	1,57
Sharperate til referanse	0,50	0,50	1,43	1,43
Sharperate-differanse	0,12	0,12	0,16	0,15
Relativ volatilitet (%)	1,10	1,10	0,45	0,45
Informasjonsrate	0,85	0,78	1,60	1,42
AR (alfa/residualrisiko)	1,36	1,27	2,13	1,94
Alfa (%)	1,24	1,16	0,91	0,83

**Tabell 4.3 Aksjeporteføljen – risikjustert differanseavkastning**

Aksjeporteføljen	Siden 1.1.2007		Siden 1.1.2015	
	Før kostnader	Etter kostnader	Før kostnader	Etter kostnader
Standardavvik portefølje (%)	17,32	17,32	9,18	9,18
Standardavvik referanse (%)	18,36	18,36	9,37	9,37
Sharperate til portefølje	0,44	0,43	1,45	1,44
Sharperate til referanse	0,35	0,35	1,32	1,32
Sharperate-differanse	0,09	0,08	0,12	0,11
Relativ volatilitet (%)	1,94	1,88	0,69	0,69
Informasjonsrate	0,61	0,59	1,28	1,17
AR (alfa/residualrisiko)	1,03	0,98	1,76	1,64
Alfa (%)	1,57	1,49	1,16	1,08

**Tabell 4.4 Renteporteføljen – risikjustert differanseavkastning**

Renteporteføljen	Siden 1.1.2007		Siden 1.1.2015	
	Før kostnader	Etter kostnader	Før kostnader	Etter kostnader
Standardavvik portefølje (%)	2,55	2,55	1,94	1,94
Standardavvik referanse (%)	2,57	2,57	2,01	2,01
Sharperate til portefølje	1,34	1,31	0,86	0,81
Sharperate til referanse	0,29	0,25	0,26	0,22
Sharperate-differanse	1,06	1,06	0,59	0,59
Relativ volatilitet (%)	0,61	0,61	0,39	0,39
Informasjonsrate	1,16	1,02	1,22	1,00
AR (alfa/residualrisiko)	1,32	1,18	1,43	1,21
Alfa (%)	0,80	0,71	0,53	0,45

## 5. Faktorjustert avkastning

En faktorjustert avkastningsanalyse omfatter bruken av lineære regresjonslikninger som ser på forholdet mellom relativ avkastning og et sett med historiske faktoravkastningsserier. Formålet er å undersøke om oppnådd differanseavkastning er et resultat av eksponering mot systematiske faktorer, eller om differanseavkastningen forklares utenfor modellen. De estimerte regresjonskoeffisientene blir tolket som de aktive eksponeringene mot systematiske faktorer over den valgte tidsperioden. Skjæringspunktet til regresjonslikningene, også kalt alfa, blir tolket som den meravkastningen som har blitt generert av forvalter utover de eksponeringene porteføljen har mot de ulike faktorene.

Fama & French tre-faktormodellen er en signifikant forbedring av den enkle kapitalverdimodellen fordi den justerer for meravkastninger utover markedsfaktoren og tar høyde for størrelse og verdi på selskaper. Nyere forskning viser likevel at tre-faktormodellen ikke er tilstrekkelig for å forklare forventet avkastning fordi den overser en god del av variasjonen i forventede avkastninger relatert til lønnsomhet og investeringsaktivitet. Fama & French (2015) utvider tre-faktormodellen ved å legge til to nye faktorer: lønnsomhet og investeringsaktivitet. Formålet med fem-faktormodellen er å undersøke hvilke faktorer som bidrar til å forklare den gjennomsnittlige differanseavkastningen til en portefølje. Fama & French (2015) viser at faktoren for verdiselskaper (HML) blir overflødig når man inkluderer lønnsomhet og investeringsaktivitet i regresjonen. I analyser der man primært er opptatt av unormale differanseavkastninger er fire av de fem faktorene tilstrekkelig til å forklare utviklingen.

Styrkene til fem-faktormodellen oppveier svakhetene, og vi har derfor valgt å bruke fem faktorer som forklaringsvariabler i regresjonen for totalporteføljen, i tillegg til to faktorer som forklarer termin- og kredittpremier. De valgte faktorene er dermed en kombinasjon av faktorene som er blitt brukt i regresjonene for aksje- og renteporteføljen. Alle regresjonslikningene er estimert ved bruk av relativ avkastning etter kostnader.

- **MKT** – Markedsfaktoren er meravkastningen til referanseporteføljen utover risikofri rente. Risikofri rente er definert som renteindeksen ST1X.
  - **SMB** – representerer avkastningen til en selvfinansierende (lang/kort) portefølje med positiv eksponering mot selskaper med lav markedsverdi og negativ eksponering mot selskaper med høy markedsverdi basert på det europeiske markedet. Faktoren er hentet direkte fra Kenneth French sin hjemmeside.
  - **HML** – representerer avkastningen til en selvfinansierende (lang/kort) portefølje med positiv eksponering mot verdiselskaper og negativ eksponering mot vekstselskaper basert på det europeiske markedet. Faktoren er hentet direkte fra Kenneth French sin hjemmeside.
  - **RMW** – representerer avkastningen til en selvfinansierende (lang/kort) portefølje med positiv eksponering mot selskaper med robust inntjening (sterk lønnsomhet) og negativ eksponering mot selskaper med svak inntjening (svak lønnsomhet). Faktoren er hentet direkte fra Kenneth French sin hjemmeside.
  - **CMA** – representerer avkastningen til en selvfinansierende (lang/kort) portefølje med positiv eksponering mot selskaper med lav investeringsaktivitet og negativ eksponering mot selskaper med høy investeringsaktivitet.
-

- **DEF** – en faktor som hensyntar eksponering mot kreditt-/misligholdsrisiko. Denne faktoren er internt beregnet til og med 2013, og skjøtet på med data fra Nordic Bond Pricing etter dette.
- **TERM** – er terminpremien. Denne faktoren måles som forskjellen mellom avkastningen til statsobligasjoner med lang rente (ST5X) og avkastningen til korte statspapirer (ST1X). Terminfaktoren representerer en risikopremie ved å investere i rentepapirer med lang rentebinding. I måleperioden har vi opplevd en klar trend med fall i rentenivå som har ført til at denne faktoren har høy avkastning.

Figur 5.1 viser den akkumulerte faktoravkastningen for MKT, SMB, HML, TERM og DEF for SPN.

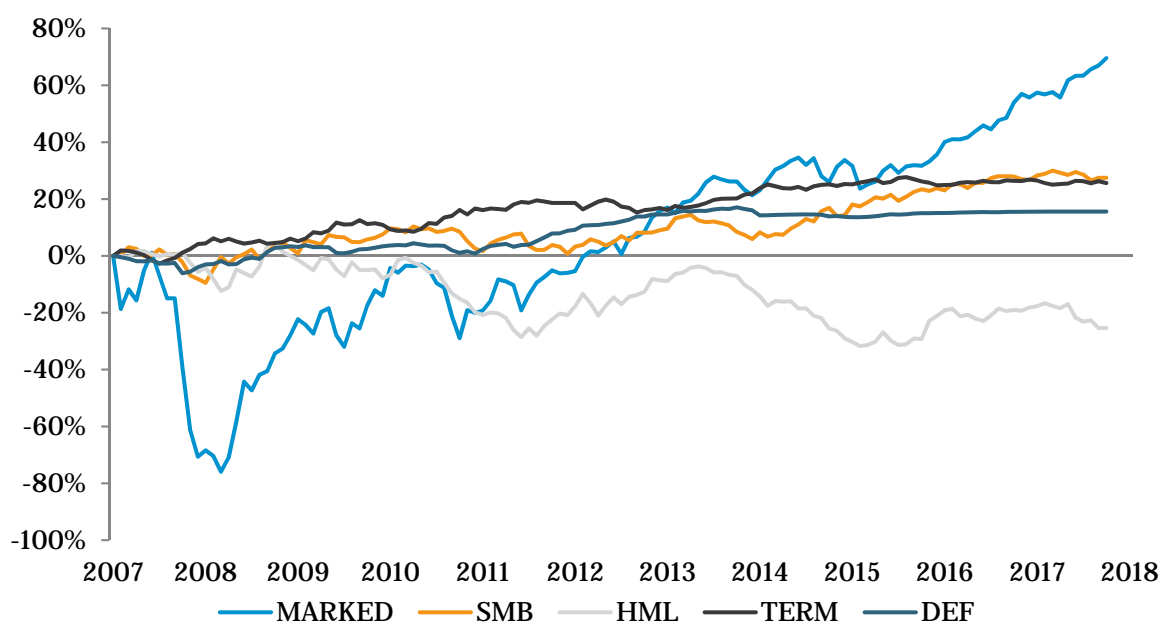
Tabell 5.1 oppsummerer estimatene for regresjonene for totalporteføljen, aksjeporteføljen og renteporteføljen (se også "Risikojustert avkastning 2017" hvor det i eget vedlegg fremgår oversikt over flere faktormodeller). For totalporteføljen forklarer faktorene i regresjonene mellom 4 og 40 prosent av den totale variasjonen i differanseavkastningen for de to periodene som er valgt: siden 1.1.2007 og siden 1.1.2015. Differanseavkastningen for totalporteføljen har hatt en negativ signifikant eksponering til markedsfaktoren (MKT) for begge periodene. Småselskapsfaktoren (SMB) har vært negativ og signifikant for den lange perioden, mens den har vært signifikant og svakt negativt (opprundet til to desimaler blir den 0,00) for den korte perioden. I tillegg har den relative avkastningen hatt en positiv eksponering til faktoren som tar hensyn til eksponeringen mot selskaper med lav kontra høy investeringsaktivitet (CMA) når vi ser på den lange perioden. Alfa er positiv og signifikant i begge periodene og indikerer at den oppnådde differanseavkastningen er god, også når vi justerer for andre systematiske faktorer. Etter kostnader er den annualiserte alfaen for SPN 102 og 78 basispunkter for henholdsvis den lange og den korte perioden. En tolkning av resultatene er at differanseavkastningen i stor grad er skapt av verdipapirvalg og i mindre grad av eksponering mot systematiske faktorer.

For aksjeporteføljen har vi valgt å bruke en modell som kombinerer faktorene for marked, SMB, HML, RMW og CMA, da denne modellen gir høyest forklaringsgrad. Forklaringsgraden varierer mellom 5 og 41 prosent for henholdsvis den korte og lange perioden. I denne modellen er den annualiserte alfaen signifikant for begge perioder med en verdi på henholdsvis 145 og 90 basispunkter. Av Fama & French-faktorene er det markedsfaktoren, SMB og CMA som er statistisk signifikante. For den korte perioden er kun markedsfaktoren og SMB signifikante.

Renteporteføljens meravkastning forklares ved å bruke en modell hvor kredittpremien og terminpremien inngår som forklaringfaktorer. Begge disse faktorene er internt beregnet i Folketrygdfondet, og sammen utgjør faktorene den modellen som gir høyest forklaringsgrad. Forklaringsgraden varierer mellom 15 og 24 prosent for henholdsvis den korte og den lange perioden. Det er kun faktoren for mislighold (DEF) som er signifikant i den lange perioden. I den korte femårsperioden er det faktoren for terminpremien som er signifikant. Alfa er signifikant for begge periodene med en annualisert verdi på 29 og 41 basispunkter for henholdsvis femårs- og tiårsperioden.



**Figur 5.1 Akkumulert faktoravkastning 2008-2018 for SPN**



**Tabell 5.1 Regresjonsanalyse av relativ avkastning i NOK etter kostnader.**

Periode Portefølje Modell*	Siden 1.1.2007			Siden 1.1.2015		
	SPN (2)	Aksjer (3)	Renter (6)	SPN (2)	Aksjer (3)	Renter (6)
Alfa, bps annualisert	<b>102</b>	<b>145</b>	<b>41</b>	<b>78</b>	<b>90</b>	29
Marked (MKT)	-0,03	-0,04		-0,01	-0,01	
Små vs store (SMB)	-0,04	-0,06		<b>0,00</b>	0,00	
Verdi (HML)	-0,04	-0,06		-0,02	-0,03	
Inntjening (RMW)	-0,03	0,04		-0,02	0,01	
Investering (CMA)	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>		0,02	0,04	
Mislighold (DEF)	0,07		<b>0,14</b>	0,18		0,31
Terminpremie (TERM)	-0,01		0,02	0,03		-0,02
Forklart varians R (%)	40	41	24	4	5	15

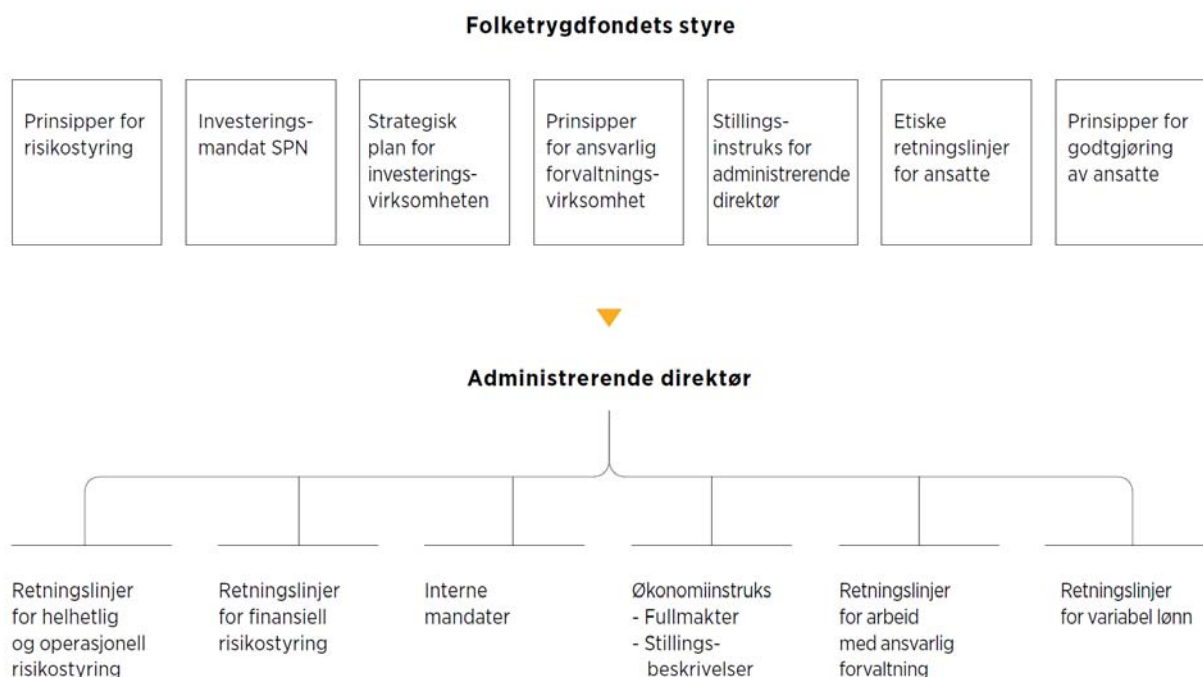
Kilde: Folketrygdfondet, Kenneth French. Fet skrift indikerer at koeffisienten er statistisk signifikant på 5 prosent konfidensnivå.  
 \*For aksjeporteføljen benyttes Fama & French femfaktormodell, og for renteporteføljen benyttes Fama & French faktormodell for renter. For SPN benyttes en kombinasjon av femfaktormodellen og faktormodellen for renter. I vedlegget til "Risikojustert avkastning 2017" vises også resultatet av alternative regresjonsmodeller.

## 6. Folketrygdfondets risikostyring

Finansdepartementet har gitt forvaltningsoppdrag til Folketrygdfondet i form av et mandat, og dette setter overordnede rammer og stiller krav til måling, styring og kontroll av risiko. Videre er det stilt krav til rapportering for å sikre betryggende forvaltning og oppfølging av resultatene. Finansdepartementet oppnevner Folketrygdfondets eksterne revisor og godkjenner årsregnskap og årsberetning. Folketrygdfondets styre skal, i henhold til lov om Folketrygdfondet, oppnevne en internrevisor som rapporterer til styret. I tillegg fører Riksrevisjonen kontroll med forvaltningen av statens interesser og kan foreta undersøkelser i Folketrygdfondet.

### Styrende dokumenter og åpenhet

Innenfor rammene som er gitt i mandatet har styret videreutviklet mer detaljerte regler for risikostyringen. Det er et krav at Folketrygdfondets prinsipper for risikostyring minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder. For en forvalter av fellesskapets midler er det en forutsetning at virksomheten har en stor grad av åpenhet, og det er et grunnleggende prinsipp at offentligheten skal ha innsyn i de retningslinjer og overordnede risikorammer verdiene forvaltes etter. Samtidig setter Folketrygdfondets relative størrelse i de norske og nordiske aksje- og obligasjonsmarkedene noen begrensninger på åpenheten. Det vil ikke være hensiktsmessig å offentliggjøre så detaljert informasjon at andre markedsaktører på forhånd kan lese seg til hvilke disposisjoner Folketrygdfondet vil komme til å gjøre.



### Prinsipper for risikostyring

Finansdepartementets mandat setter krav om at Folketrygdfondet skal følge forskrift om risikostyring og internkontroll («risiko-styringsforskriften») fastsatt av Finanstilsynet så langt denne passer, og at det skal fastsettes prinsipper for verdivurdering, avkastningsmåling og styring samt måling og kontroll med risiko. Gjennom prinsipper for risikostyring har styret fastsatt at risikostyringsforskriften skal gjelde for hele virksomheten og at helhetlig

risikostyring skal benyttes som en del av arbeidet for å nå Folketrygdfondets finansielle mål, operasjonelle mål og etterlevelseshsmål. Som et rammeverk for helhetlig risikostyring har Folketrygdfondet valgt å ta utgangspunkt i COSO ERM, et rammeverk som er utarbeidet av The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission sist oppdatert i 2017.

## Investeringsmandater

I investeringsmandatet for Statens pensjonsfond Norge (SPN) har styret delegert investeringsansvaret til administrerende direktør. Administrerende direktør har etablert retningslinjer som setter mer detaljerte krav til risikostyring og kontrollaktiviteter innenfor rammer for finansiell og operasjonell risiko. Administrerende direktør har delegert deler av innholdet i mandatet videre i interne mandater for delporteføljer.

## Styrets organisering av risikostyringen

Styret i Folketrygdfondet har det overordnede ansvaret for risikostyring og skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten. Rolle- og ansvarsdelingen innenfor risikostyringssystemet er organisert langs «tre forsvarslinjer». Dette er gjort for å sikre tilfredsstillende arbeidsdeling og uavhengighet mellom beslutningstakere og kontrollerende og rapporterende funksjoner.



## Oppfølging og anvendelse

Folketrygdfondet arbeider systematisk med internkontroll og risikostyring. Risiko som ikke fanges opp av kvantitative målemetoder skal vurderes gjennom særskilte risikoanalyser. Disse analysene inkluderer både en vurdering av hvor sannsynlig det er at en hendelse inntreffer og hvilke konsekvenser det kan få for Folketrygdfondets måloppnåelse dersom det skjer. I løpet av året er det gjennomført analyser for å identifisere risikoer Folketrygdfondet er utsatt for, og aktuelle risikoreducerende tiltak er iverksatt før restrisiko er vurdert og akseptert. Alle ledere har ansvar for risikostyring innen sitt ansvars- og myndighetsområde.

---

Risikovurderinger skal være en integrert del av forretningsprosessene og omfatter også risikostyring for eventuelle utkontrakterte tjenester.

### **Første forsvarslinje – operative risikostyringsaktiviteter**

Operative risikostyringsaktiviteter skjer ved at aksje- og renteavdelingen i forkant av investeringsbeslutninger vurderer disse opp mot fullmaktsgrenser, risikorapporter og rammer. Avstemming og kontroll gjennomføres både i avdelingen operasjoner og risikostyring og i økonomiavdelingen, mens avkastningsmåling gjennomføres av operasjoner og risikostyring.

### **Andre forsvarslinje – interne risikostyringsfunksjoner**

Avdelingen operasjoner og risikostyring overvåker rammer og fullmakter. Avdelingen varsler løpende og rapporterer ukentlig til investeringskomiteen om eventuelle avdekkede brudd på fastsatte rammer, fullmakter og retningslinjer. Avdelingen skal tilrettelegge for god internkontroll og risikostyring, herunder prosesser for godkjenning av nye instrumenter. I tillegg har investeringskomiteen løpende oppfølging av porteføljenes avkastningsutvikling og utviklingen av finansiell risiko (markeds-, kreditt-, og motpartsrisiko). Risikokomiteen bistår administrerende direktør i etablering og oppfølging av risikostyringen i organisasjonen.

### **Tredje forsvarslinje – internrevisjon**

Internrevisjonen er underlagt styret og skal, uavhengig av administrasjonen, foreta systematiske risikovurderinger og verifisere at risikostyringen fungerer som forutsatt. Årsplan for internrevisjonen fastsettes av styret, og internrevisor rapporterer halvårlig til styret og styrets risikoutvalg. Det er etablert en investeringskomité og en risikokomité som rådgir administrerende direktør i arbeidet med å gjennomføre risikostyringen. Alle vedtak som administrerende direktør fatter med hensyn til risikostyring blir behandlet enten i ledergruppemøter eller i en av komiteene, slik at det sikres god behandling og forankring i organisasjonen.

### **Rapportering**

Rammer for finansiell risiko overvåkes løpende i Folketrygdfondets overvåkingssystemer, og eventuelle hendelser registreres i et hendelsesregister. Brudd på rammer satt av Finansdepartementet, styret eller administrerende direktør rapporteres til styret i henhold til vedtatt rapportplan. Ved behov blir brudd på rammer rapportert raskere, og alvorlige brudd skal umiddelbart rapporteres til styret. Det er definert krav for slik eskalering. Tilsvarende er det egen eskaleringsrutine for risikoer, hvor nye risikoer eller økning i risikonivå på allerede identifiserte risikoer medfører rapportering til administrerende direktør og styret avhengig av risikonivå.

### **Evaluering**

Administrerende direktør utarbeider minst én gang årlig en samlet vurdering av risikosituasjonen og forelegger denne for styret til behandling. Brudd på rammer fastsatt av Finansdepartementet eller styret offentliggjøres i årsrapport for Folketrygdfondet og i kvartalsrapporter for SPN. Administrasjonen legger årlig frem for styret og styrets

---

risikoutvalg en skriftlig evaluering av Folketrygdfondets risikostyring, avkastningsmåling og internkontrollsystem.

### **Operasjonell risiko**

Operasjonell risiko defineres som risikoen for økonomisk tap eller tap av omdømme som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser/systemer, menneskelige feil eller eksterne hendelser, herunder juridisk risiko. Folketrygdfondet har historisk sett svært begrenset antall hendelser som har medført tap. Folketrygdfondet definerer operasjonell risiko som en egen risikoklasse, og styret har fastsatt prinsipper og rammer for operasjonell risikostyring. Det er en iboende operasjonell risiko i all virksomhet. Internkontrollsystemet omfatter en rekke tiltak for å forhindre operasjonelle tap, men uforutsette hendelser vil likevel skje fra tid til annen. Operasjonell risiko øker ikke avkastningen på investert kapital og må styres og kontrolleres slik at forvaltningen ikke blir utsatt for tap.

Styret har i Prinsipper for risikostyring fastsatt at operasjonell risiko skal måles og styres systematisk, og operasjonelle risikovurderinger skal inngå som en del av beslutningsprosessene i Folketrygdfondet. Den operasjonelle risikoen skal være lav til middels. Det er etablert prosesser for risikovurderinger, test av nøkkelkontroller og endringsstyring. Oppfølging av identifisert risiko og risikoreducerende tiltak, samt systematisk oppdatering av risikobildet, inngår også i den operasjonelle risikostyringen.

---

Folketrygdfondet

**STRATEGISK PLAN  
FOR FORVALTNINGEN AV  
STATENS PENSJONSFOND NORGE**

Vedtatt av Folketrygdfondets styre 14. desember 2017

---

# INNHold

<b>1. Innledning og sammendrag</b>	<b>3</b>
<b>2. Grunnlaget for vår virksomhet</b>	<b>4</b>
2.1 Styringsstruktur	4
2.2 Vårt særpreg	4
2.3 Særlige utfordringer	5
<b>3. Ansvarlig og aktiv forvaltning</b>	<b>6</b>
3.1 Ansvarlig kapitalforvalter	6
3.2 Aktiv investeringsvirksomhet	7
<b>4. Investeringsaktivitetene</b>	<b>9</b>
4.1 Aksjeforvaltningen	9
4.2 Renteforvaltningen	10
4.3 Avledede strategier	12
<b>5. Organisasjon og åpenhet</b>	<b>13</b>
5.1 Vår organisasjon	13
5.2 Åpenhet og kommunikasjon	13

# 1. INNLEDNING OG SAMMENDRAG



Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge (SPN) på vegne av Finansdepartementet. Mandatet krever at Folketrygdfondet skal ha en strategisk plan for hvordan forvaltningsoppdraget skal løses, og at planen skal oppdateres regelmessig og ved vesentlige endringer i forvaltningen. Dette dokumentet er vedtatt av Folketrygdfondets styre og presenterer den strategiske planen for forvaltningen av SPN, slik den gjelder fra 2018.

## Målsetting

Mandat for forvaltningen av SPN fastslår at «Folketrygdfondet skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader over tid», og presiserer at Folketrygdfondet skal drive ansvarlig investeringsvirksomhet. Folketrygdfondet har formulert følgende hovedmål for sin virksomhet:

- Vi skal være en ansvarlig kapitalforvalter som bidrar til verdiskaping og oppnår meravkastning gjennom aktiv forvaltning
- Vi skal ha tillit og godt omdømme
- Vi skal ha en kompetent og engasjert organisasjon som driver effektivt

Mandatets krav og hovedmålene som er satt for virksomheten innebærer at Folketrygdfondet, i tillegg til å skape god finansiell avkastning for SPN, skal bidra til verdiskaping og utvikling i norsk næringsliv gjennom kapital til selskapene, ansvarlig eierskapsutøvelse, tiltak for gode «kjøreregler» og velfungerende markeder, samt ved å være en langsiktig og stabiliserende aktør i kapitalmarkedene. Folketrygdfondet legger til grunn at rollen som den største institusjonelle

investoren i det norske finansmarkedet forplikter. Vi har et ansvar for å påvirke selskapenes virksomhetsstyring og markedsplassens rammevilkår.

## Prinsipper

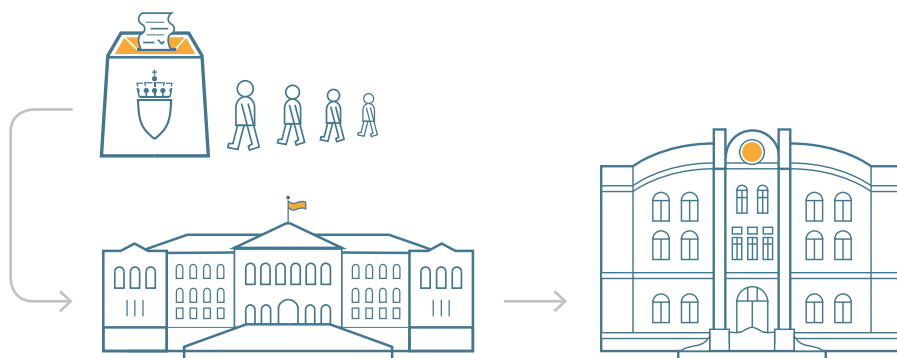
- Folketrygdfondet skal nå sine mål ved å være en engasjert eier og investor som skaper merverdier i tråd med våre særtrekk og fortrinn.
- Vi skal være en ansvarlig, aktiv og motsyklisk forvalter med en portefølje preget av god risikospredning og et langsiktig perspektiv.
- Vår aktive risikotaking vil være disiplinert og variere over tid avhengig av investeringsmulighetene.
- Når det oppstår situasjoner der Folketrygdfondet ved å være en engasjert eier kan styrke selskapene eller markedet som helhet, men ikke selv oppnå meravkastning der og da, vil vi tenke langsiktig og prioritere å styrke selskapene og markedet.

## Utviklingen videre

Vi vil i tiden fremover bygge videre på de gode resultatene som er oppnådd i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Vi legger samtidig vekt på å videreutvikle forvaltningen og tilpasse vår strategi til nye utfordringer og muligheter. Det legges opp til å fortsette å utvikle forvaltningen gradvis. En mulig økning av risikotakingen på lang sikt skal skje på en disiplinert og gjennomtenkt måte hvor vi bygger kompetanse og fortsatt legger til grunn et krav om relativt høy forventet risikojustert avkastning etter kostnader.



## 2. GRUNNLAGET FOR VÅR VIRKSOMHET



### 2.1 STYRINGSSTRUKTUR

Det er etablert en klar rolle- og ansvarsdeling mellom Finansdepartementet som eier og Folketrygdfondet som kapitalforvalter. Folketrygdfondets virksomhet er regulert gjennom:

- Lov om Folketrygdfondet av 29.6.2007
- Lov om Statens pensjonsfond av 21.12.2005
- Mandat for forvaltningen av SPN av 21.12.2010

SPN er plassert som kapitalinnskudd i Folketrygdfondet, og Folketrygdfondet forvalter midlene i eget navn i tråd med mandatet. Det foretas ikke innskudd i eller uttak av SPN, mens avkastningen (etter kostnader) legges til fondet. Målet om høyest mulig avkastning over tid skal nås innenfor fastsatte risikorammer. Sentralt i denne sammenheng er den strategiske referanseindeksen. Denne er satt sammen av 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner, fordelt på 85 prosent i Norge og 15 prosent i Danmark, Finland og Sverige. Samtidig er det satt ramme for hvor mye SPNs avkastning kan forventes å avvike fra avkastningen til referanseindeksen. Denne forventede relative volatiliteten skal ikke overstige 3 prosentpoeng<sup>1</sup>.

Ved store markedsbevegelser skal den faktiske referanseindeksen tilbakevektes. Andre risikorammer som ligger i mandatet er en øvre ramme for andelen høyrentepapirer i fondet, en begrensning på tillatt eierandel i selskaper, krav om supplerende risikorammer, nærmere regler for tillatte instrumenter, rapporteringskrav mv. Folketrygdfondet skal fastsette prinsipper for verddivurdering, avkastningsmåling og styring, og skal gjennomføre måling og kontroll av risiko som minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder.

Innenfor denne styringsstrukturen fastsetter Folketrygdfondets styre strategier, prinsipper og retningslinjer på et overordnet nivå: strategisk plan for forvaltningen, prinsipper for risikostyring, prinsipper for ansvarlig investeringspraksis, investeringsmandat for SPN, samt stillingsinstruks for administrerende direktør. Administrerende direktør har på sin side operasjonalisert disse gjennom mer detaljerte mandater, retningslinjer, prosesser og rutiner. De overordnede styringsdokumentene fastsatt av styret er tilgjengelige på [www.ftf.no](http://www.ftf.no).

### 2.2 VÅRT SÆRPREG

Som forvalter av SPN skiller Folketrygdfondet seg fra andre aktører på en del områder. Vi legger vekt på at følgende særpreg har betydning for hvordan vi bør innrette investeringsvirksomheten:

#### ■ Styringsstruktur

Kapitalen SPN og kapitalforvaltningsorganisasjonen Folketrygdfondet har en statlig eier med et langsiktig perspektiv. Vi har et klart og godt rammeverk som legger til rette for hensiktsmessig kapitalforvaltning i tråd med fondets formål. Andre aktører oppfatter oss ofte som en attraktiv motpart og samarbeidspartner. Det å forvalte fellesskapets midler betyr samtidig høye forventninger til effektiv og ansvarlig drift og at vi må legge stor vekt på å ha tillit og godt omdømme.

#### ■ Størrelse

Folketrygdfondet er den største institusjonelle enkeltinvestoren i det norske finansmarkedet. Det innebærer både forpliktelser, begrensninger og muligheter. Investert kapital utgjør nær

<sup>1</sup> Forenklet sagt innebærer det at avkastningen til SPN ikke skal forventes å avvike fra avkastningen til referanseindeksen med mer enn 3 prosentpoeng i to av tre år.

5 prosent av aksjemarkedet (10 prosent når det justeres for fri flyt) og nesten 3 prosent av obligasjons- og sertifikatmarkedet. I en rekke selskaper er eierandelen relativt stor. Vi investerer i finansmarkeder som tidvis er lite likvide, og det kan derfor være vanskelig å omsette verdipapirer uten å påvirke markedsprisene vesentlig. Dette betyr at det tar lang tid å foreta endringer i porteføljens eksponering og at vi har en særskilt interesse i å legge et langsiktig perspektiv til grunn for vår investeringsvirksomhet. Det betyr også at vi har et ansvar for å påvirke selskapenes virksomhetsstyring og markeds plassens rammevilkår. Størrelse gir dessuten anledning til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen, herunder mulighet til å utvikle bred kompetanse. Samlet tilsier dette en tålmodig, grundig og aktiv forvaltning, hvor vi må være forberedt på at porteføljen kan avvike en del fra referanseindeksen.

#### ■ **Langsiktighet og risikobærende evne**

I forvaltningen av SPN har Folketrygdfondet mindre behov for likviditet og større toleranse for store verdiendringer enn mange andre investorer har. Det gir grunnlag for å opptre langsiktig og motsyklisk, og dermed høste likviditetspremier og tidsvarierende risikopremier. Dette kan skje både som følge av Finansdepartementets bestemmelser om tilbakevektning av referanseindeksen for SPN ved store markedsbevegelser, og gjennom Folketrygdfondets aktive forvaltning hvor vi avviker fra referanseindeksen. En slik investeringsadferd er imidlertid krevende å gjennomføre. Vi skal ofte øke eller redusere risikoen i porteføljen når de fleste andre gjør det motsatte. Vi må derfor ha en gjennomarbeidet og robust strategi med solid forankring.

#### ■ **Ansvarlig forvaltningsvirksomhet**

En stor og langsiktig investor som Folketrygdfondet har egeninteresse av ansvarlig investeringsvirksomhet. Gjennom mer enn 25 år med aksjeforvaltning og 50 år med renteforvaltning har vi blitt godt kjent med selskapenes strategi og historie. Folketrygdfondets ambisjon er at selskapene skal oppleve Folketrygdfondet som en konstruktiv og god eier og kreditor. Dette skal oppnås ved å stille krevende spørsmål om vesentlige forhold og ved å være tilgjengelig for selskapene.

## 2.3 SÆRLIGE UTFORDRINGER

Når vi skal videreutvikle forvaltningen og tilpasse vår strategi til nye utfordringer og muligheter, legger vi vekt på visse utviklings-trekk fremover:

#### ■ **Teknologisk utvikling og nye krav til organisasjonen**

Den teknologiske utviklingen med store og raske endringer utfordrer så vel selskapers forretningsmodeller som vår måte å drive forvaltningen på. Det krever at vi evner å fornye og effektivisere forvaltningen samtidig som vi opprettholder høy kvalitet.

#### ■ **Langsiktig forvaltning og risikotoleranse**

Å følge en langsiktig forvaltningsfilosofi kan være utfordrende i en hverdag preget av stor informasjonsflyt og krav om raskt målbare resultater og konklusjoner. Det kan være krevende å forfølge en motsyklisk forvaltningsstrategi der man unngår for høy risikotaking i perioder med få aktuelle investeringsmuligheter og for lav risikotaking i urolige perioder med høyere risikopremier. En solid forankring av den langsiktige forvaltningsfilosofien er derfor nødvendig.

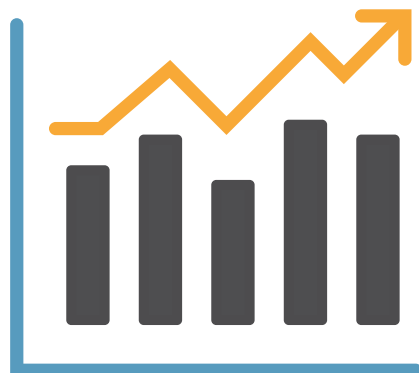
#### ■ **Aksjeporteføljens størrelse og manøvrerbarhet**

En stor aksjeportefølje kombinert med generell svakere markedslivlighet utfordrer forvaltningens handlefrihet og legger føringer for hvordan forvaltningen kan gjennomføres. Samtidig som vi fortsetter å videreutvikle forvaltningen for å møte utfordringene, legger vi vekt på å kommunisere overfor våre interessenter at det er krevende å oppnå en ønsket porteføljesammensetning.

#### ■ **Finansielt motivert tilnærming til ansvarlig forvaltning**

Bærekraft er viktig for å identifisere aksjevinnere, og gode vurderinger avhenger av en helhetlig, integrert tilnærming med fokus på vesentlighet. For å lykkes, må vi kjenne selskapene, relevante dilemmaer og avveininger, samt kommunisere vår tilnærming og forventninger på en måte som opprettholder tillit og godt omdømme.

### 3. ANSVARLIG OG AKTIV FORVALTNING



#### 3.1 ANSVARLIG KAPITALFORVALTER

**Vi skal levere høyest mulig avkastning over tid. Dette skal vi oppnå gjennom å drive aktiv forvaltning og ved å være en engasjert og ansvarlig eier og kreditor**

Folketrygdfondet har høye ambisjoner for forvaltningen av SPN. Vi skal oppnå høy avkastning over tid, og vi skal gjøre dette langs to hovedlinjer:

- Ved å løfte markedets samlede avkastning gjennom å styrke selskapenes lønnsomhet og markedets funksjonsevne
- Ved å skape meravkastning i egen portefølje sammenlignet med det brede markedet

Det er avgjørende for vår langsiktige avkastning at selskapene vi har investert i leverer gode resultater på lang sikt og at markedene er effektive og velfungerende. Derfor skal vi ha en integrert tilnærming til ansvarlig forvaltning. Dette innebærer å ha en systematisk oppfølging av vesentlige muligheter og utfordringer knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG) og være en engasjert eier som bidrar til å maksimere selskapenes potensial. Dette kommer også andre aksjonærer og kreditorer til gode. Vi engasjerer oss som eier, uavhengig av om vi i det enkelte selskap har en over- eller undervekt sammenlignet med referanseindeksen. Når det av og til oppstår situasjoner der Folketrygdfondet ved å være en engasjert eier kan styrke selskapene eller markedet som helhet, men ikke selv

oppnå meravkastning, vil vi prioritere å styrke selskapene og markedet. Det vil legge til rette for høyere avkastning for SPN i det lange løp, i tråd med vårt mandat.

Vår adferd som investor skal reflektere våre institusjonelle særtrekk og vårt langsiktige perspektiv. Videre er forvaltningsmandatet utgangspunkt for vår tilnærming til ansvarlig forvaltning. Folketrygdfondets styre har vedtatt et sett prinsipper for ansvarlig forvaltning som bygger på FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse, OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper og Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. I tråd med prinsipper for ansvarlig forvaltning har administrerende direktør fastsatt retningslinjer for arbeid med ansvarlig forvaltning.

Vi tilpasser arbeidet og virkemiddelbruken til våre særtrekk, ulike finansielle instrumenter og porteføljer, slik at ansvarlig forvaltning bidrar til det overordnede målet om høyest mulig avkastning over tid. I denne vurderingen ser vi blant annet på i hvilken grad vi kan påvirke forhold knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG) før investering og som investor. For obligasjoner har vi størst påvirkning før vi investerer, fordi man ikke får eierrettigheter som kreditor. Derfor fokuserer vi på å gjøre gode ESG-analyser før obligasjonskjøp, slik at vi fanger opp temaer som kan påvirke kredittverdigheten. For våre investeringer i aksjer har vi, grunnet våre eierrettigheter, størst mulighet til å påvirke ESG-faktorer som investor. Derfor er

eierskapsutøvelse et prioritert virkemiddel for aksjer.

Det er i vår interesse å arbeide for velfungerende og effektive markedsplasser med hensiktsmessige rammevilkår, gode standarder og sunn adferd fra utstedere, tilretteleggere og investorer. Arbeidet inkluderer deltagelse i relevante fora og samarbeid med børser og regulatoriske myndigheter.

Vår handelsstrategi legger vekt på at transaksjoner skal gjennomføres til lave kostnader og med liten markedspåvirkning. Vår portefølje er preget av relativt lav omløpshastighet og lave transaksjonskostnader.

### 3.2 AKTIV INVESTERINGSVIRKSOMHET

*Vi skal skape meravkastning langs flere akser i tråd med våre fortrinn, og vår risikotaking vil variere over tid avhengig av investeringsmulighetene*

Referanseindeksen er et viktig instrument for å klargjøre eiers risikovilje og plassere ansvar hos Folketrygdfondet. Vi legger til grunn at finansmarkedene er relativt effektive, og at det derfor er krevende å levere høyere avkastning enn referanseindeksen.

Vi mener imidlertid at våre særtrekk og fortrinn, vårt verdigrunnlag, vår investeringsfilosofi og vår lange erfaring samlet sett gir et solid grunnlag for å skape meravkastning til lave kostnader. Når vi understreker at aktiv forvaltning egner seg bedre enn passiv forvaltning av SPN, legger vi vekt på følgende hensyn:

#### ■ Likviditet

Likviditeten i det norske finansmarkedet er varierende og tidvis dårlig. Det er derfor vanskelig å tilpasse en stor portefølje som SPN til endringer i referanseindeksen uten at dette påvirker markedsprisingen. Videre er det slik at referanseindeksen kan inneholde verdipapirer som er vanskelig tilgjengelige og lite likvide. SPN-mandatets regler om tilbakevektning av referanseindeksen ved store markedsbegrevelser innebærer tidvis store transaksjonsvolum. Dette, kombinert med manglende likviditet i markedet, gjør at indekxnær forvaltning av SPN fremstår som lite hensiktsmessig.

#### ■ Risikoeksponering

Referanseindeksen preges av andre aktørers beslutninger og er ikke nødvendigvis satt sammen slik at risikoeksponeringene egner seg godt for en langsiktig investor. Indeksen tar heller ikke hensyn til markedsimperfeksjoner, som for eksempel mulig feilprising når mange investorer følger samme indeks og skal foreta samme tilpasning etter indeksendringer. Vi kan dermed oppnå en bedre porteføljesammensetning og lavere transaksjonskostnader ved å avvike fra indekseen.

#### ■ Ansvarlig forvaltningsvirksomhet

Vår ansvarlige forvaltningsvirksomhet er en integrert del av vår aktive kapitalforvaltning og arbeidet for høyest mulig avkastning over tid. Ved å fatte selvstendige investeringsbeslutninger som kan avvike fra indekseen, bidrar vi i tillegg til effektiv prisdannelse og velfungerende markeder.

#### Hovedkilder til meravkastning

På et overordnet nivå er det enkelte felles kilder til meravkastning som er viktige for både aksje- og renteforvaltningen:

- Vi velger kvalitetsselskaper, hvor vi er komfortable med å ha et langsiktig perspektiv
- Vi høster likviditetspremier
- Vi drar nytte av at risikopremier, og dermed forventet avkastning, varierer over tid

I tillegg søker vi å utnytte særskilte avkastningsmuligheter som følger av porteføljens særtrekk. Eksempler på dette kan være utlån av verdipapirer, effektiv likviditetsforvaltning og ulike former for arbitrasje. Dette er områder hvor vi i tillegg til å styrke SPNs avkastning også kan bidra til mer velfungerende markeder.

Historisk har vi lagt vekt på at risikotakingen i aksjeporteføljen skal være dominert av selskapsesifikke forhold, og i renteporteføljen av generell kreditt- og likviditetsrisiko<sup>2</sup>. Dette tar vi med oss videre, men vi legger samtidig vekt på at strategien må videreutvikles i årene som kommer, slik at vår investeringsvirksomhet er godt tilpasset nye utfordringer og muligheter.

Vi skal utarbeide investeringsstrategier som bidrar til å spre risikoen, samtidig som vi på en god måte skal sørge for å gjennomføre de mer konsentrerte risikoeksponeringene som ofte følger av vår virksomhet. Nye aktiviteter skal som hovedregel være avledet av våre særtrekk

<sup>2</sup> Det har vært lite risikotaking på tvers av de to aktivaklassene, såkalt taktisk aktivaallokering.

og fortrinn, og skal forventes å gi god risikojustert avkastning etter kostnader. Arbeidet med å utvikle virksomheten på utvalgte områder fortsetter.

### Risiko og forventet meravkastning

På et overordnet nivå knytter vi begrepet 'risiko' til en kvalitativ vurdering av faren for ikke å lykkes med oppdraget om å ha et godt omdømme og levere høy avkastning (minst i tråd med referanseindeksen og helst i tråd med vårt meravkastningsmål). En slik risiko ønsker vi at skal være lav, slik at vi kan regne med å lykkes med forvaltningsoppdraget.

Den vanlige bruken av begrepet 'risiko' i den operative forvaltningen har på sin side et snevrere og mer kvantitativt perspektiv og er knyttet til avvik mellom porteføljen og referanseindeksen. Denne investeringsrisikoen ønsker vi ikke å minimere. Vi ønsker at den skal være på et egnet nivå i tråd med våre ambisjoner om å utføre forvaltningen på en effektiv måte og å skape meravkastning utfra våre særtrekk og fortrinn. I SPN-mandatet er det satt en slik ytre finansiell risikoramme for forventet relativ volatilitet på 3 prosentpoeng. Folketrygdfondet legger til grunn at forvaltningen skal gjennomføres med en risikoutnyttelse for relativ volatilitet som i normale perioder vil ligge mellom 0,5 og 1,5 prosentpoeng<sup>3</sup>. I spesielle perioder kan risikomål og differanseavkastning vise store utslag.

Vi skal ha godt betalt for den investeringsrisikoen vi tar. Siden investeringsmuligheter og forventet avkastning varierer over tid, skal også vår risikotaking variere over tid. Vår størrelse og langsiktige forvaltningsstil bidrar også til at vår aktive forvaltning må vurderes med et langsiktig perspektiv. Økning i risikoen må derfor skje innenfor rammen av en slik forvaltningsmodell.

Vår aktive risikotaking har avtatt etter finanskrisen. Dette skyldes delvis at vi har holdt fast ved, og fått uttelling for, de strategiene vi har valgt. Dessuten er forventet avkastning av nye mulige strategier for tiden lav. Videre virker vår størrelse i markedet og svakere markedelikviditet begrensende på vår handlefrihet. Målt risiko har i tillegg blitt redusert som følge av eksterne markedsforhold (uavhengig av den aktive posisjonstagningen).

På lang sikt legger vi fortsatt til grunn at det vil komme investeringsmuligheter der risikotakingen er konsistent med den etablerte målsettingen om at aktiv forvaltning bør skape en årlig meravkastning i forhold til referanseindeksen på 0,4 prosentpoeng (før forvaltningskostnader). På kort sikt vil imidlertid forventet meravkastning være lavere. Hvis omfanget av den aktive risikotakingen over tid skulle bli liggende i den nedre del av det ovennevnte intervallet (på 0,5-1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet), er det naturlig å vente en meravkastning nærmere halvparten av det langsiktige målet.

### Forvaltning i Norge, Danmark, Finland og Sverige

Norden oppfattes i dag i stor grad som ett felles kapitalmarked, dels på grunn av teknologisk utvikling og bedre informasjonsflyt, og dels på grunn av internasjonaliseringen av både selskaper og investorer. For en investor med et norsk hovedfokus gir det positive vekselvirkninger å være tilstede også i de øvrige nordiske landene.

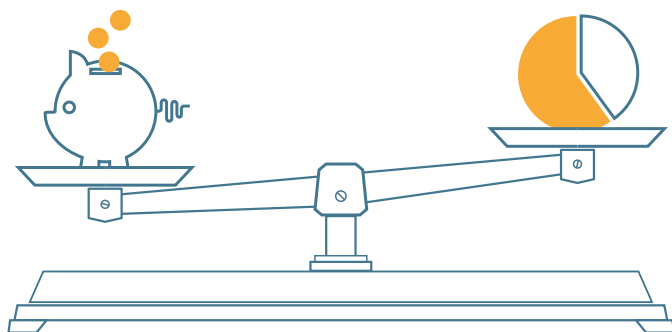
Deltagelse i større og mer likvide finansmarkeder gir bedre tilgang til informasjon om endringer i forhold som også gjelder norske selskaper, slik som rammebetingelser, beste praksis, sektormessige utviklingstrekk og markedsprising. Dette setter samtidig Folketrygdfondets organisasjon under et sterkere disiplinerende press og gjør oss i bedre stand til å oppfylle forvaltningsoppdraget.

Et større investeringsunivers og mer likvid finansmarked gir oss anledning til å diversifisere våre strategier. Tilgang til et mer likvid finansmarked gir økte muligheter for å justere risikoeksponeringen i SPN, noe som er krevende i et mindre likvid norsk finansmarked. I tillegg er informasjonstilgangen vi får av å være tilstede i andre nordiske land viktig også for forvaltningen av norske verdipapirer.

Gjennom en integrert forvaltning på tvers av de nordiske markedene oppnår vi en mer dynamisk investeringsvirksomhet, høyere (risikojustert) meravkastning og bedre risikostyring. Vi mener også at integrert forvaltning på tvers av de nordiske markedene styrker vår rolle som ansvarlig eier i norske selskaper.

<sup>3</sup> I tillegg til rammen for relativ volatilitet styres risikotakingen ved at det er satt minstekrav til overlapp mellom porteføljen og referanseindeksen, og det er fastsatt utfyllende rammer for kredittisiko, likviditetsrisiko, motpartseksponering og belåning. Porteføljens eksponering og egenskaper blir også jevnlig belyst gjennom bruk av ulike typer stresstester.

## 4. INVESTERINGSAKTIVITETENE



Som ledd i arbeidet med å skape meravkastning har Folketrygdfondet ulike investeringsstrategier. I tillegg til forvaltning av aksjporteføljen og renteporteføljen, er også andre strategier, som er avledet av våre særtrekk og fortrinn, en del av kjernevirksomheten. Disse ulike investeringsaktivitetene har et felles grunnlag slik som beskrevet kapittel 3, Ansvarlig og aktiv forvaltning. All kapitalforvaltning finner sted internt i Folketrygdfondet, uten bruk av eksterne forvaltningsmandater.

### 4.1 AKSJEFORVALTNINGEN

***Vi skal levere høyest mulig aksjeavkastning over tid ved å drive aktiv forvaltning og være en aktiv og ansvarlig eier***

Vårt særpreg som en betydelig og langsiktig investor i et tidvis illikvid marked er bakgrunnen for at vi har valgt en langsiktig og verdibasert tilnærming i aksjeforvaltningen. Vi identifiserer kvalitetsselskaper vi ønsker å være investert i med vesentlige eierandeler over lengre tid, noe som skal bidra til at vi har mindre eksponering overfor selskaper som får problemer.

Det er krevende å oppnå ønsket sammensetning av en stor portefølje i et marked preget av svak likviditet. Vi legger derfor vekt på å utnytte mulighetene som ligger i en bred nordisk forvaltning til å forbedre porteføljens likviditetsegenskaper og etablere en mer balansert risikoeksponering. I tillegg til fleksibilitet og likviditet i den løpende porteføljetilpasningen, er det er betydelige forvaltningsmessige synergier ved at vi får kunnskap og kompetanse. Gjennom å følge selskaper gjennom ulike sektorer på tvers av Norden styrker vi avkastningsmulighetene.

Det er avgjørende for vår langsiktige avkastning at selskapene vi har investert i leverer gode resultater på lang sikt og at markedene er effektive og velfungerende. Våre investeringsbeslutninger baseres på bred informasjonstilgang, analyser og kontakt med selskaper, og inkluderer vurderinger av miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring (ESG-analyser).

I Folketrygdfondet har vi en teambasert forvaltning av den samlede aksjporteføljen, med fokus på én aksjportefølje med én forvaltningsfilosofi. Investeringsprosessen er preget av systematiske gjennomganger av de viktigste faktorene som påvirker selskapers verdiutvikling på sikt. Dette kombinerer vi med en grundig gjennomføring, oppfølging og kontroll av aksjeinvesteringene. Vi skal ha disiplinert risikotaking og en balansert portefølje.

Vår strategi for å skape meravkastning bygger på verdipapirvalg som reflekterer en avveining av kvalitative og kvantitative vurderinger på både selskapsnivå og overordnet porteføljenivå. Vi foretar kvantitative analyser som beskriver porteføljens overordnede risikoegenskaper (herunder faktoreksponeringer). Videre legger vi vekt på kvalitative analyser knyttet til økonomiske konjunkturer, reguleringer, politiske utviklingstrekk, strukturelle trender, sektordynamikk og andre vesentlige endringer i rammebetingelser.

Også de selskaps-spesifikke vurderingene deles i kvalitative og kvantitative kriterier. Sistnevnte innebærer at vi ser vår verddivurdering av et selskap opp mot aksjekursen. Vi prioriterer videre å bruke tid og ressurser på å gjøre kvalitative vurderinger av temaer knyttet til strategi, selskapsstyring og konkurranseposisjon, herunder en bærekraftig forretningsmodell.

Den samlede porteføljen reflekterer dermed både overordnede og selskapsespesifikke vurderinger med så vel kvalitative som kvantitative perspektiver.

I vårt arbeid for å skape høyere avkastning og lavere risiko over tid er følgende elementer sentrale:

#### ■ Kvalitetsselskaper

Vi legger vekt på å identifisere selskaper som i stor grad oppfyller våre kvalitative kriterier. Risikoen kan framstå som lavere ved at vi investerer i selskaper med mindre variasjon i resultatene og mindre variasjon i markedsprisingen enn selskapene i referanseindeksen.

#### ■ Strukturelle trender

Vi søker å være tidlig ute med å identifisere og utnytte vesentlige endringer i rammebetingelser som kan påvirke forretningsmuligheter for sektorer og selskaper.

#### ■ Motsyklisk

Vår langsiktighet og risikobærende evne brukes til å utnytte sykliske trender og stille kapital til rådighet når den er attraktivt priset (for eksempel ved å variere porteføljesammensetningen over tid og ved å delta i restruktureringer og oppkapitaliseringer). Det er et mål å øke porteføljens markedsrisiko (beta) når risikopremiene er høye, og omvendt.

#### ■ Unngå overoptimisme/overdreven pessimisme

Vi søker å dra nytte av at markedet i perioder kan ha i overkant optimistiske eller pessimistiske forventninger til inntjeningen i selskaper når vi velger våre undervekter og overvekter.

Med vår investeringsstrategi vil vi ofte være overvektet i en del store selskaper og ha relativt mindre investeringer i små- og mellomstore bedrifter. Denne forvaltningsstilen har en tendens til å gi porteføljen en viss defensiv eksponering sammenliknet med det brede markedet.

#### Eierskapsutøvelse

Møter med selskapenes styreleder og ledelse er den mest brukte arbeidsformen når Folketrygdfondet utøver sitt eierskap. Andre viktige arenaer er generalforsamlinger, bedriftsforsamlinger og valgkomiteer. Vi stemmer på generalforsamlingene i selskapene vi er investert i.

Vi skal ha et solid informasjonsgrunnlag for våre investeringsbeslutninger gjennom regelmessig oppfølging av selskapene. Gjennom samtalene med selskapenes ledelse får vi et grunnlag for å forstå resultatutvikling, strategi, konkurransesituasjon og vekstmuligheter. Vi erfarer at aktiv forvaltning og eierskapsutøvelse er gjensidig avhengige. Vår eierskapsutøvelse gjør oss til en bedre forvalter. Rollen som stor eier betyr samtidig at vi må være oss bevisst vårt ansvar for en skjønnsom utøvelse av innflytelse og likebehandling av aksjonærer.

Vi har definert sentrale eierspørsmål som vi vil engasjere oss i:

- Finansielle mål og kapitalstruktur
- Styresammensetning
- Lederlønn
- God selskapsstyring
- Rapportering og åpenhet

Vi er i tillegg opptatt av at selskapene håndterer vesentlige muligheter og utfordringer knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG). For å gjøre dialogen med selskapene mest mulig effektiv for begge parter, har vi laget veiledende dokumenter som formidler våre forventninger i sentrale spørsmål knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring.

Folketrygdfondet deltar ikke i selskapenes styrer, og vi er opptatt av at det skal være tydelig ansvarsfordeling mellom styre og aksjonær. Vi følger de samme prinsippene for vår eierskapsutøvelse i danske, finske og svenske selskaper som norske. I de nordiske markedene utenfor Norge er imidlertid Folketrygdfondets eierposter mindre og spredt på flere selskaper, og eierskapsutøvelsen tilpasses dette.

## 4.2 RENTEFORVALTNINGEN

***Vi skal være en aktiv, motsyklisk og ansvarlig renteforvalter med en portefølje preget av god risikospredning og et langsiktig perspektiv***

Folketrygdfondet er en kostnadseffektiv og motsyklisk renteforvalter med en portefølje preget av god risikospredning og lav risiko for tap på hovedstol. Renteforvaltningen reflekterer at markedet vi investerer i tidvis kan være lite likvid, og at vi derfor må legge et langsiktig

perspektiv til grunn og være forberedt på å sitte på verdipapirene til de forfaller.

Vi har en teambasert forvaltning av den samlede renteporteføljen, kombinert med sektorbasert porteføljeoppfølging. Risikoeksponeringen domineres av kredittforvaltning. Risiko-takingen skal være gjennomtenkt og disiplinert med stor vekt på grundige analyser med ulike perspektiver.

Sammensetningen av renteporteføljen skal reflektere en kombinasjon av (i) analyse av makro-økonomi og marked for å kalibrere det ønskede samlede kredittisikonivået, (ii) selskapsanalyse for å unngå obligasjoner som ender med mislighold, samt (iii) andre investeringsanalyser for å gi en mer diversifisert risikotaking.

Sammenlignet med referanseindeksen, som består av vel 30 prosent statspapirer og knapt 70 prosent private obligasjoner, skal vi søke å skape meravkastning i tråd med våre særtrekk og fortrinn langs følgende linjer:

#### ■ Porteføljeoptimalisering

Bygge en mer diversifisert portefølje enn referanseindeksen. Vår referanseindeks er basert på Barclays Global Aggregate, og har krav til størrelse og ekstern kredittvurdering som gjør at mange utstedere og lån ikke kvalifiserer.

#### ■ Strukturell kredittpremie

Legge vekt på solid kredittanalyse for å bygge en balansert kredittportefølje med lav risiko for kreditttap, siden det å unngå slike tap i praksis er en viktig kilde til meravkastning. Vi søker å dra nytte av at det er en tendens til ulik risikojustert avkastning i ulike kredittkategorier på grunn av markedssegmentering<sup>4</sup>.

#### ■ Strukturell likviditetspremie

Investere i flere og mindre likvide obligasjoner enn dem som inngår i referanseindeksen. Våre investeringsspeiler i større grad bredden i obligasjonsmarkedet med mange utstedelser også av moderat størrelse.

#### ■ Tidsvarierende likviditetspremie og kredittpremie

Være motsyklisk og variere sektorvektene og utstedervektene over tid. Vi søker å øke/reducere innslaget av kreditt- og likviditetsrisiko i porteføljen i perioder hvor slik risiko er høyt/lavt priset.

#### ■ Renteavvik

Justere renteeksponeringen i porteføljen når markedssituasjonen tilsier det.

Det meste av den aktive risikotakingen i renteporteføljen knytter seg til høsting av kreditt- og likviditetspremier. Det er et mål å utvikle denne forvaltningen videre, herunder utnytte investeringsuniverset og mulighetene som ligger i en tettere integrering av forvaltningen på tvers av Norden. I tillegg skal vi søke å spre risikotakingen og skape meravkastning også fra andre kilder enn kredittpapirer.

En vesentlig del av vår underliggende eksponering overfor kreditt- og likviditetsrisiko kommer gjennom vår portefølje av ansvarlige lån og høyrentepapirer, det vil si obligasjoner med en lavere kredittvurdering enn «investment grade»-obligasjonene i referanseindeksen. Høyrenteobligasjoner utgjør en stor del av det norske markedet for industriobligasjoner og reflekterer norsk næringsstruktur med mye virksomhet innen olje, offshore og shipping. For denne type obligasjoner må man forvente svak likviditet i perioder med markedsuro. Vi legger derfor stor vekt på solid kredittanalyse i forkant av obligasjonskjøp. Vår konsentrasjon om norske utstedere har de siste årene blitt utvidet med en noe bredere nordisk forvaltning, som gir porteføljen bedre likviditetsegenskaper og en mer diversifisert eksponering.

Den dynamiske forvaltningen med endring av risikoeksponeringen over tid oppnås primært i andre og mer likvide deler av porteføljen enn i høyrentepapirene. Det er ulike måter å justere porteføljens sykliske risikoeksponering på. Eksempelvis vil porteføljens eksponering bli mer defensiv når vi øker andelen som er investert i statspapirer eller obligasjoner med fortrinnsrett, og samtidig reduserer andelen bankobligasjoner, ansvarlige lån og høyrentepapirer. Tilsvarende kan vi internt i de ulike sektorene velge utstedere med lavere kreditt- og likviditetsrisiko. Vi kan også få en liknende effekt om kredittporteføljens gjennomsnittlige løpetid reduseres, siden kortere løpetid (lavere kreditturasjon) gjør porteføljen mindre eksponert overfor generelle endringer i markedets kredittpåslag. En annen dimensjon som påvirker porteføljens risikoegenskaper er å justere porteføljens følsomhet for absolutte eller relative renteendringer.

<sup>4</sup> Eksempelvis har det historisk vært god risikojustert avkastning knyttet til å kjøpe obligasjoner som akkurat faller utenfor den solide «investment grade» kategorien, noe som igjen kan skyldes at en rekke investorer ikke kan bli sittende med obligasjoner som blir nedgradert under denne kategorien.



Renteporteføljen er preget av litt høyere forventet avkastning og risiko enn referanseindeksen. Våre motsykliske investeringsstrategier kan innebære mindreavkastning i perioder der risikopremiene øker og vi i tillegg er i prosess med å øke risikoen i renteporteføljen. Slike perioder vil bli etterfulgt av perioder med en større meravkastning. En annen viktig egen-skap ved vår forvaltning er at risikoprofilen ved slik kredittforvaltning er skjevfordelt. Det er gjerne positive bidrag i det lange løp, men det kan være sjeldne perioder med store tap.

#### **Ansvarlig kredittforvaltning**

Vår integrerte forvaltning betyr at porteføljen skal betraktes som en helhet og reflektere en god balanse mellom ulike hensyn, herunder hensyn til miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring (ESG). Våre prioriterte virke-midler er beskrevet i 3.1. Vi har størst oppmerk-somhet om ESG-faktorer i forvaltningen av høyrentepapirer, siden det er i dette segmentet vi vurderer at nytten av ESG-perspektivet er betydelig. Ved å ta hensyn til ESG-faktorer i vår kredittvurdering før vi investerer, oppnår vi en portefølje med bedre risikoegenskaper og et bedre grunnlag for meravkastning.

Folketrygdfondet er opptatt av solide låne-kontrakter og legger vekt på at selskapene offentliggjør informasjon som er relevant for obligasjonseierne. Vi arbeider bredt for å bidra til en velfungerende markeds plass gjennom vår investeringsadferd og ved å være pådriver for gode markedsstandarder og -praksis. Folke-trygdfondet følger opp alle forespørsler om obligasjonseiermøter. I tilfeller der et selskap misligholder sine lånekontrakter er vi som obligasjonseier bevisst våre kreditorrettigheter. Vi avgir alltid stemme på obligasjonseiermøter, og om nødvendig engasjerer vi oss i eventuelle restruktureringsprosesser med sikte på å bidra til gode løsninger.

#### **4.3 AVLEDEDE STRATEGIER**

***Våre avledede strategier skal med utgangspunkt i våre særtrekk skape merverdier og styrke markedsplassens funksjonsmåte***

I tillegg til forvaltning av aksjeporteføljen og renteporteføljen inngår også andre strategier avledet av våre særtrekk og fortrinn som en del

av kjernevirksomheten. I arbeidet med å videre-utvikle investeringsstrategiene for å skape mer-avkastning har det derfor de siste årene vært oppmerksomhet om slike avledede strategier.

Avledede strategier knyttes gjerne opp mot særtrekk som porteføljens størrelse (gir kritisk masse på organisasjonens størrelse til å utvikle teknisk og analysekapasitet), porteføljens langsiktighet og risikobærende evne (gir rom for å høste likviditetspremier og ha en motsyklisk adferd), og det at vi har en annen regulering enn våre motparter (kan tjene på å bidra til en mer effektiv og velfungerende markeds plass med større mangfold, samtidig som det også må vurderes om det er særskilte omdømmeproblemstillinger).

Eksempler på avledede strategier er:

- Utlån av verdipapirer, dvs. vi utnytter lang-siktigheten til SPN ved å låne ut aksjer og obligasjoner hvor en er langsiktig eier
- Likviditetsforvaltning, dvs. vi utnytter SPNs størrelse og soliditet til å skape en mer-avkastning på hovedporteføljens likviditet og replasering av mottatt kontantsikkerhet
- Volatilitetsstrategier, dvs. vi utnytter SPNs risikobærende evne og langsiktighet til å høste premier fra strategier med skjev avkastningsprofil

En effektiv utføring av slike strategier følger av forvaltningsoppdraget og kan medføre en viss bruk av belåning. Risikoprofilen ved avledede strategier er annerledes enn det man kjenner fra for eksempel aksjeforvaltning. Det er gjerne positive bidrag i det lange løp, men det kan være sjeldne perioder med store tap. Det er viktig at dette er konsekvenser som er godt kommunisert og forankret, slik at vår investeringsadferd opprettholdes i tråd med strategien også når de ventede ekstremperiodene oppstår.

Avledede strategier har i dag et omfang som gir et viktig bidrag til meravkastningen. Vår erfaring er at slike strategier har flere positive sider. Foruten å gi et viktig bidrag til meravkastningen, er slike strategier også med på å profesjon-alisere organisasjonen og bidra til mer velfunger-ende kapitalmarkeder. Det er en målsetting å videreutvikle dette virksomhetsområdet, hvor det legges vekt på at strategiene bygges gradvis opp i takt med kunnskap og erfaring.

## 5. ORGANISASJON OG ÅPENHET



### 5.1 VÅR ORGANISASJON

Folketrygdfondet skal være et ledende finansielt miljø i Norge. For å lykkes med investeringsvirksomheten, må vi ha medarbeidere med høy kompetanse, omstillingsevne, forretningsmessig forståelse, personlig integritet og respekt for Folketrygdfondets rolle. Vi vil ivareta og videreutvikle en sterk organisasjonskultur. Et felles verdigrunnlag og felles forståelse i organisasjonen mener vi er nødvendig for å lykkes over tid og under skiftende markedsforhold.

En teknologisk utvikling med store og raske endringer krever at vi evner å fornye og effektivisere forvaltningen samtidig som vi opprettholder høy kvalitet. Vi legger stor vekt på å videreutvikle en engasjert organisasjon med et sterkt fagmiljø. Vi mener at interessante oppgaver og positiv meravkastning over tid gir oss godt grunnlag for å tiltrekke oss nødvendig kompetanse.

Vi er en resultatorientert organisasjon med måloppfølging av hver enkelt medarbeider. Alle ansatte skal kjenne sitt ansvarsområde og vite hva som forventes i organisasjonen. Alle skal ha innflytelse på eget arbeid innen gitte rammer. Styringsstrukturen skal være tydelig, og den skal bidra til at den enkelte medarbeider tar ansvar og får motivasjon. Folketrygdfondet skal ha konkurransedyktig lønnsnivå, men ikke være lønnsledende. Godtgjørelsesordningene

har et visst innslag av variabel lønn for å bidra til en god gjennomføring av investeringsstrategien og sikre nødvendig kompetanse.

Det skal være etablert en gjennomarbeidet og god strategi for å oppnå meravkastning på de ulike områdene, og de ansatte skal ha et bevisst og disiplinert forhold til å ta risiko. Vi legger vekt på god risikostyring, betryggende gjennomføring og effektiv kontroll. Egnede analyser av posisjonstagning, avkastning og risiko understøtter en god risikostyring.

Vår organisasjon er preget av en kostnadseffektiv drift basert på anerkjente standarder og effektiv forvaltningsstil. Dette skal fortsatt være et viktig bidrag til at vi over tid oppnår positiv meravkastning etter kostnader.

### 5.2 ÅPENHET OG KOMMUNIKASJON

For en forvalter av fellesskapets midler er det nødvendig med stor grad av åpenhet. For å kunne utføre forvalteroppdraget er Folketrygdfondet avhengig av tillit og godt omdømme. Ærlig og åpen kommunikasjon med omverdenen er en forutsetning for dette.

Vår langsiktige og motsykliske investeringsstrategi gjør at vi ofte vil øke eller redusere risikoen i porteføljen når de fleste andre aktører gjør det motsatte. En slik langsiktig strategi kan

i perioder gi oss svak avkastning. En vellykket gjennomføring av vår langsiktige investeringsstrategi krever derfor at hovedprinsippene for investeringsvirksomheten er kjent og godt forankret.

Offentligheten skal ha innsyn i de retningslinjer og overordnede risikorammer kapitalen forvaltes etter. Folketrygdfondets hjemmeside, [www.ftf.no](http://www.ftf.no), er en viktig kanal for å formidle informasjon om forvalteroppdraget og vår måte å løse oppdraget på.

Mandatet fastsetter at det skal offentliggjøres kvartals- og årsrapporter om forvaltningen av SPN, og det stilles krav til stor grad av åpenhet om resultater, kostnader, forvaltningsstrategier og risiko. Samtidig setter Folketrygdfondets relative størrelse i markedene noen begrensninger på åpenheten. Det er ikke hensiktsmessig å offentliggjøre så detaljert informasjon at andre markedsaktører på forhånd kan forutsi hvilke disposisjoner Folketrygdfondet vil komme til å gjøre. Vi må videre unngå å uttale oss på en slik måte at vi kan påvirke kursutviklingen i selskaper eller markeder.

Det er viktig for Folketrygdfondet at vår tilnærming til ansvarlig forvaltning er godt kjent og kommuniseres på en måte som skaper tillit og godt omdømme. Dette er sentralt for å opprettholde en finansielt motivert tilnærming til ansvarlig forvaltning.

I den forbindelse legger vi vekt på å begrunne vår tilnærming til ansvarlig forvaltning, møte interessentforventninger om økt åpenhet, samt å bidra til å utvikle god praksis på området. For Folketrygdfondet betyr god praksis innen ansvarlig forvaltning at markedet forstår risikoer og muligheter knyttet til ESG. For å lykkes med dette, er det viktig at ulike ESG-initiativ legger til rette for diskusjon rundt dilemmaer og avveininger knyttet til hva som er bærekraftig. Dette innebærer en forståelse av at spørsmål knyttet til bærekraft sjelden er svart/hvitt.

Vi legger vekt på å være forutsigbare i vår eierskapsutøvelse og i vår oppfølging av kreditorrettigheter. Som en hjelp til å oppnå dette er det utarbeidet og publisert forventningsdokumenter som brukes i dialogen med selskapene.