

Finansdepartementet
Avdeling for formuesforvaltning
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Deres ref:

Vår ref:
OS/JN

Dato:
01.12.10

Folketrygdfondets aktive forvaltning av Statens pensjonsfond Norge

Vi viser til Finansdepartementets brev av 20.08.10 hvor departementet ber Folketrygdfondet om å bidra med analyser og vurderinger knyttet til aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond Norge (SPN). I nevnte brev ber departementet også om at Folketrygdfondet utarbeider en forretningsplan for den aktive forvaltningen basert på Folketrygdfondets generelle råd og vurderinger.

Med utgangspunkt i dette har Folketrygdfondet foretatt en vurdering av aktiv forvaltning samt plan for forvaltningen av SPN. Hovedpunktene presenteres i brevet, mens mer utdypende omtale er gitt i vedlegg.

Folketrygdfondet legger til grunn at oppgaven knyttet til forvaltningen av SPN kan deles inn i fire:

- Oppnå den markedsmessige eksponeringen som oppdragsgiver ønsker gjennom definert referanseportefølje
- Oppnå høyest mulig avkastning over tid i forhold til referanseportefølje og risikoramme fastsatt av Finansdepartementet
- Ivaretagelse av finansielle interesser gjennom eierskaps- og kreditorutøvelse
- Strategirådgiving til Finansdepartementet om SPN

Folketrygdfondet er en ansvarlig forvalter som gjennom størrelse og evne til å være langsiktig, skaper merverdier i forvaltningen av fellesskapets midler. Folketrygdfondet har etablert forvaltningsstrategier som er tilpasset det overordnede forvaltningsmandatet og målsettingen om å skape merverdier i forhold til de vedtatte referanseporteføljer.

Forvaltningsstrategiene omfatter både arbeidet med å oppnå oppdragsgivers ønskede markedseksponering og arbeidet med å oppnå best mulig meravkastning innenfor fastsatte risikorammer. I den praktiske gjennomføringen vil arbeidet imidlertid ofte være en integrert prosess fordi det for å opprettholde og vedlikeholde markedsmessig eksponering, må foretas aktive valg.

Det norske aksje- og obligasjonsmarkedet er lite i internasjonal sammenheng. Eksempelvis utgjør ikke Oslo Børs mer enn 0,4 prosent av verdensmarkedet for aksjer. I det norske

aksjemarkedet er Folketrygdfondet en stor aktør som ved utgangen av 2009 eide om lag 4,4 prosent av verdien av alle selskapene på børsen. Hovedindeksen på Oslo Børs utelukker aksjeposter som ikke anses som fritt omsettelige. Regnet som andel av hovedindeksen utgjør SPNs norske aksjeportefølje 9,3 prosent. Også i det norske obligasjonsmarkedet er Folketrygdfondet en stor aktør, og ved utgangen av 2009 utgjorde SPNs norske obligasjonsportefølje om lag 5,9 prosent av verdien av referanseporteføljen til norske obligasjoner.

Forvaltning av en stor portefølje i et lite marked medfører mange praktiske problemstillinger. Størrelsen på SPN kombinert med lav likviditet i enkeltaksjer og obligasjoner gjør at det i mange tilfeller er vanskelig å opprettholde det tradisjonelle skillet mellom aktiv og passiv forvaltning. Basert på vurderinger av disse problemstillingene fraråder Folketrygdfondet passiv forvaltning av SPN. Folketrygdfondet mener at særtrekkene ved det norske aksje- og obligasjonsmarkedet, samt størrelsen til SPN og den langsiktige investeringshorisonten, gjør at en avkastningsorientert og ansvarsbevisst investeringsvirksomhet forutsetter aktiv forvaltning.

Folketrygdfondet har fordel av å kunne operere med et stabilt rammeverk og regulatoriske forhold som gjøre det mulig å investere motsyklisk. Forutsigbarheten som rammeverket gir, bidrar til at den aktive forvaltningen av SPN skiller seg fra mange andre aktivt forvaltede porteføljer ved at det er mulig å opprettholde en langsiktig investeringshorisont uten å tvinges til å gjennomføre uønskede disposisjoner. I tillegg bidrar størrelsen på SPN til at Folketrygdfondet kan drive en kostnadseffektiv aktiv forvaltning.

Folketrygdfondet baserer aktive investeringsbeslutninger på kvantitative og kvalitative vurderinger av enkeltelskaper, sektorer, verdipapirer, markedsutvikling og makroøkonomiske forhold. For å kunne gjennomføre aktive forvaltningsstrategier har Folketrygdfondet lagt vekt på å bygge opp en forvaltningsorganisasjon med høy kompetanse, klare ansvarsforhold, veldefinerte investeringsstrategier, definerte beslutningsprosesser, god porteføljeoppfølging og ansvarsbevisst eierskapsutøvelse. Et viktig element i organiseringen er integrering av risikokontroll og avkastningsoppfølging i forvaltningsarbeidet. Den aktive forvaltningen er styrt av investeringsprosesser som skal ivareta kontinuitet og forutsigbarhet i den løpende porteføljeoppfølgingen.

Selv om Folketrygdfondet er en stor aktør i det norske markedet og en mindre aktør i det nordiske, legges i hovedsak samme forvaltningsstrategi og -prosess til grunn for forvaltningen både i Norge og Norden. En viktig årsak til dette er at Folketrygdfondet har erfart positive samspills- og kompetanseoverføringseffekter ved å forvalte både norske og nordiske aksje- og obligasjonsporteføljer. Den økte informasjonstilgangen forvalterne får gjennom å operere i et mer internasjonalt investeringsunivers anses positivt for forvaltningsarbeidet og gjør det blant annet lettere å fange opp markedsendringer på et tidligere tidspunkt. Ved å ta standpunkt til enkeltinvesteringer gjennom aktiv forvaltning i Norden økes kunnskapen ytterligere, noe som også bidrar til at Folketrygdfondet blir en bedre forvalter i det norske markedet. Dette anses i tillegg viktig for å kunne tiltrekke, utvikle og beholde riktig kompetanse i Folketrygdfondet.

Det norske aksje- og kredittmarkedet er i investeringsammenheng svært konsentrert. Selv om nordiske investeringer kun utgjør 15 prosent av den samlede porteføljen, er imidlertid investeringer i dette markedet ofte mer likvide og gir således større fleksibilitet og muligheter for økt diversifisering når porteføljetilpasninger skal gjennomføres.

Finansdepartementet har bedt Folketrygdfondet utdype hvilken rolle eksponering mot systematiske risikofaktorer vil ha i en aktiv forvaltning av SPN. Etter Folketrygdfondets vurdering er referanseindekser basert på kjente systematiske risikofaktorer lite egnet for en stor investor i det norske markedet. For det norske aksjemarkedet ser vi at ulike systematiske faktorer, som eksempelvis selskapsstørrelse og likviditet, kan gi et bidrag til å forklare markedsutviklingen, men vi ser ikke at de er særlig egnet til å evaluere forvaltningen eller brukes som beslutningsgrunnlag for fremtidige investeringer. Årsaken er blant annet at slike faktorer i liten grad kan handles i en skala som er relevant for SPNs størrelse i det norske aksjemarkedet. For obligasjonsporteføljene brukes de systematiske faktorene terminpremie og kreditt i forvaltningen. Grunnet manglende datagrunnlag kan vi imidlertid ikke umiddelbart se hvordan disse faktorene kan uttrykkes på en hensiktsmessig måte i referanseporteføljen.

Folketrygdfondet legger vekt på aktiv eierskapsutøvelse og oppfølging av obligasjonslån for å sikre SPNs finansielle interesser og bidra til langsiktig verdiskaping. Vår erfaring er at god eier- og kreditoroppfølging krever innsikt og kunnskap om selskapene. Et viktig prinsipp for Folketrygdfondet er derfor at eierskaps- og kreditorutøvelsen må være en integrert del av investeringsvirksomheten. Folketrygdfondet skal opptre med troverdighet og oppnå resultater i eierskapsutøvelsen. Vi må derfor ha nødvendig kunnskap og kompetanse for å vurdere de spørsmål eierne skal ta stilling til. Kompetansen som benyttes i en slik sammenheng, er bygd opp i Folketrygdfondet gjennom mange år, ved kontinuerlig å følge selskapenes utvikling og ved å være i dialog med selskapene og relevante markedsaktører. Det er vår oppfatning at eieroppfølgingen blir bedre når de forvaltere som forestår eieroppfølgingen også er ansvarlige for å foreta aktive investeringsbeslutninger om avvik fra referanseporteføljen.

Et passivt mandat vil kunne resultere i at Folketrygdfondet får mer begrenset gjennomslag for sine synspunkter i eierskapsutøvelsen. Dette blant annet fordi Folketrygdfondet da ikke har anledning til å selge seg ut av, eller undervekte, et selskap som ikke i tilstrekkelig grad hensyntar aksjonærenes innspill og synspunkter. Etter Folketrygdfondets vurdering gir aktiv forvaltning av porteføljen derfor mer innflytelse i eierskapsutøvelsen enn passiv forvaltning.

Siden 1998 har årlig gjennomsnittlig meravkastning for SPN vært 0,45 prosentpoeng. I 2006 ble aktivassammensetningen i SPN endret ved at deler av statsplasseringene ble innfridd og kapitalen tilbakebetalt til staten. Dersom den historiske avkastningen for porteføljen og referanseporteføljen justeres for dette forholdet og nåværende referanseporteføljer legges til grunn, har den gjennomsnittlige årlige meravkastningen anslagsvis vært 0,36 prosentpoeng. Folketrygdfondet har som målsetting at den aktive forvaltningen over tid skal gi en årlig meravkastning på 0,40 prosentpoeng før forvaltningskostnader.

Med vennlig hilsen
Folketrygdfondet

Erik Keiserud
styrets leder

Olaug Svarva
adm. direktør

Vedlegg

Vedlegg til brev 01.12.2010 fra Folketrygdfondet til Finansdepartementet

**Folketrygdfondets vurdering av grunnlaget for aktiv forvaltning
og Folketrygdfondets plan for
forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge**

Innhold

1	Grunnlaget for aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond Norge.....	3
1.1	Særtrekk ved det norske markedet og Statens pensjonsfond Norge.....	3
1.2	SPN i det nordiske markedet	5
1.3	Utfordringer ved passiv forvaltning for SPN.....	5
1.4	Nærmere om systematiske faktorer og relevansen for SPN	8
1.5	Resultater i den aktive forvaltningen av SPN	10
2	Plan for forvaltningen av SPN.....	13
2.1	Investeringsstrategi for SPN	13
2.2	Forvaltning av markedsporteføljen	15
2.2.1	Trekk ved referanseporteføljen	15
2.2.2	Rebalanseringer og indeksendringer	16
2.3	Aktive forvaltningsstrategier	17
2.3.1	Aktiv renteforvaltning.....	19
2.3.2	Aktiv aksjeforvaltning	21
2.3.3	Samspilleffekter i forvaltningen av de norske og de nordiske porteføljene	23
2.4	Eierskaps- og kreditorutøvelse	24
2.5	Folketrygdfondets risikooppfølging.....	25
2.6	Kostnader ved forvaltningen av SPN	27
2.7	Forventet differanseavkastning.....	29
2.7.1	Relevante kostnadskomponenter ved passiv forvaltning.....	29
2.7.2	Relevante inntektskomponenter ved passiv forvaltning	31
2.7.3	Anslag for netto verdiskapning ved aktiv forvaltning	31
3	Appendiks.....	33
3.1	Avkastning for SPN	33
3.1.1	Akkumulert avkastning	33
3.1.2	Differanseavkastning	34
3.2	Avkastning for delporteføljen norske aksjer.....	35
3.2.1	Akkumulert avkastning	35
3.2.2	Differanseavkastning	36
3.3	Avkastning for delporteføljen norske renter	37
3.3.1	Akkumulert avkastning	37
3.3.2	Differanseavkastning	38
3.4	Avkastning for delporteføljen nordiske aksjer.....	39
3.4.1	Akkumulert avkastning	39
3.4.2	Differanseavkastning	40
3.5	Meravkastning for delporteføljen nordiske renter.....	41
3.5.1	Akkumulert avkastning	41
3.5.2	Differanseavkastning	42

1 Grunnlaget for aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond Norge

1.1 Særtrekk ved det norske markedet og Statens pensjonsfond Norge

Markedet for norske verdipapirer utgjør en liten del av det internasjonale kapitalmarkedet. Norske aksjer som inngår i aksjeindeksen FTSE All-World utgjør ikke mer enn 0,38 prosent av denne indeksen. I obligasjonsindeksen Barclays Capital Global Aggregate er andelen norske utstedere 0,30 prosent.

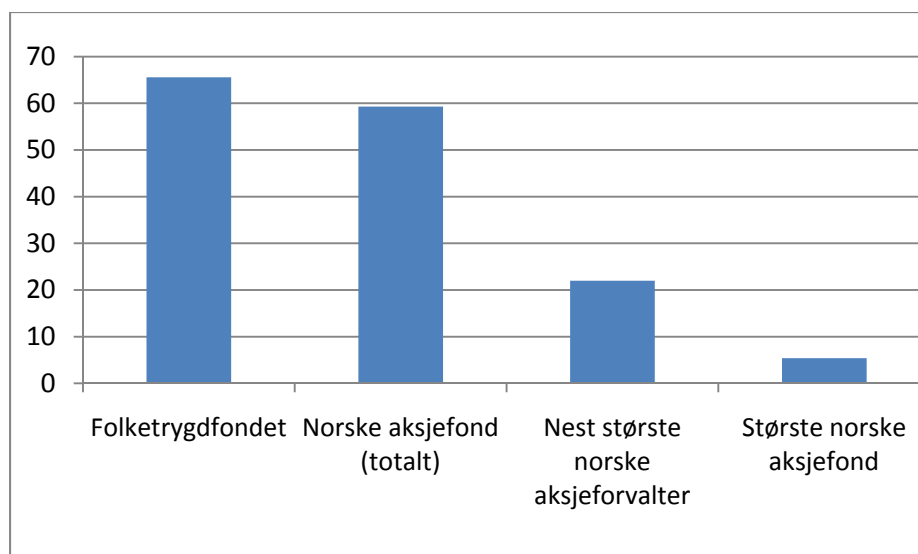
Markedsverdien av børsnoterte aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess var ved utgangen av 2009 på 1 446 milliarder kroner, mens verdien av hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) var 682 milliarder kroner. Det er hovedindeksen som er referanseporteføljen for SPNs norske aksjeportefølje. Ved beregning av aksjeindekser til bruk som referanseportefølje for faktiske porteføljer er det vanlig å bare ta med den delen av aksjemarkedet som er gjenstand for fri omsetning (fri flyt), mens det for aksjeindekser som er ment å representere markedets utvikling er vanlig å ta med alle aksjer. Den store forskjellen mellom markedsverdien for alle børsnoterte selskaper og verdien av hovedindeksen, representerer ett av særtrekkene ved det norske aksjemarkedet¹. Årsaken er at en uvanlig stor andel av det norske aksjemarkedet, både målt i verdi og antall selskaper, ikke er gjenstand for fri omsetning sammenlignet med andre markeder. Av totalt 53 selskaper i OSEBX er det 49 selskaper hvor det er begrensninger på fri flyt, det representerer 46,4 prosent av verdien. Tilsvarende er det bare 52 av de 537 selskaper i USA som inngår i aksjeindeksen FTSE All-World som har begrensninger på fri flyt, her representerer fri flyt justeringen bare 3,4 prosent av verdien. For Storbritannia er det tilsvarende tallet for selskapene i denne aksjeindeksen 19 av 101 selskaper og 5,3 prosent av verdien.

Ved utgangen av 2009 utgjorde den norske aksjeporteføljen til Statens pensjonsfond Norge (SPN) om lag 9,3 prosent av referanseporteføljen for norske aksjer. I referanseporteføljen til SPN for norske aksjer inngikk det ved inngangen til 2010 53 selskaper, mens antallet børsnoterte selskaper var 208.

Figur 1 viser at Folketrygdfondet er den største finansielle forvalteren i det norske aksjemarkedet, med nær tre ganger så mye investert i norske aksjer som den nest største aksjeforvalteren. Vi ser også at den norske aksjeporteføljen til SPN som Folketrygdfondet forvalter er større enn den samlede markedsverdien til alle de 70 aksjefondene som markedsføres som norske aksjefond.

¹ Ved beregning av hovedindeksen ekskluderes aksjeposter større enn 10 prosent som er eid av aksjonærer med styreplass i selskapet (insidere) og aksjer eid direkte av staten og tas ikke med i begrepet fri flyt

**Figur 1 Norske forvaltningsmiljøer (utenom staten), investering i norske aksjer (kilde: Wassum).
Forvaltningskapital i milliarder kroner**



Størrelse kan i denne sammenhengen være en ulempe for SPN, ved at større endringer tar lengre tid å gjennomføre enn for mindre porteføljer, hvor kjøp og salg av aksjer har liten eller ingen påvirkning for markedet.

Størrelse er også et kjennetegn for SPNs norske obligasjonsportefølje. Ved utgangen av 2009 utgjorde SPNs norske obligasjonsportefølje om lag 5,9 prosent av verdien for referanseporteføljen til norske obligasjoner². Det var 61 obligasjoner i referanseporteføljen til norske obligasjoner utstedt av i alt 13 ulike utstedere ved utgangen av 2009. Referanseporteføljen utgjør en snever del av det norske obligasjonsmarkedet. I stamdatabasen til Norsk Tillitsmann er det i alt 3.724 obligasjonslån utstedt av 1.194 norske utstedere. Det gjør at det er en betydelig del av markedet som ikke tilfredstiller kravene til å bli inkludert i referanseporteføljen for norske renter.

Oslo Børs er karakterisert ved en skjev selskapsstruktur ved at de fem største selskapene i OSEBX utgjør 55,8 prosent av indeksens sammensetning (per 31.12.2009). For noterte norske aksjer som helhet (Oslo Børs og Oslo Axess) er denne andelen noe høyere, 57,6 prosent. Internasjonalt er selskaps sammensetningen mer diversifisert, i Storbritannia utgjør de fem største selskapene 27,3 prosent, mens det i Tyskland er 24,5 prosent³.

Bransjestrukturen på Oslo Børs er også smal, hvor energisektoren utgjør 44,5 prosent av indeksen og materialesektoren 12,3 prosent. Andelen utenlandske investorer på Oslo Børs er høy (og fluktuerende over tid)⁴. Blant de mindre selskapene på Oslo Børs er likviditeten gjennomgående svak. Ved utgangen av 2009 var det totalt 180 selskaper notert på Oslo Børs og ytterligere 30 selskaper notert på Oslo Axess.

Energisektoren og andre sykliske virksomheter utgjør således en stor andel av børselskapene og kombinert med at selskapsstrukturen er konsentrert, bidrar det til at det norske aksjemarked er blant

² Norske utstedere i obligasjonsindeksen Barclays Capital Global Aggregate utstedt i valutaene NOK, EUR, GBP og USD.

³ Målt som andel av hhv indeksene FTSE All-Share for Storbritannia og CLXP for Tyskland.

⁴ SNF-rapport nr. 14/08 Utvikling av eierstrukturen på Oslo Børs

de mer volatile aksjemarkedene i verden. Denne selskaps- og bransjekonsentrasjonen kan diversifiseres godt ved deltagelse i de internasjonale markedene. For investorer som i begrenset grad har adgang til internasjonale markeder er dette ikke mulig, og innslaget av usystematisk (selskaps-spesifikk) risiko for en norsk aksjeportefølje er derfor stor. Det siste momentet gjelder også for indekser som representerer utviklingen på Oslo Børs.

1.2 SPN i det nordiske markedet

Aksjemarkedet i Norden utenom Norge har på langt nær den samme skjeve selskaps- og bransjestrukturen som i det norske aksjemarkedet.

I aksjeindeksen for den nordiske aksjeporteføljen til SPN utgjorde de fem største selskapene 27 prosent ved inngangen til 2010. Bransjesammensetningen i de andre nordiske aksjemarkedene er i sum også langt mindre konsentrert enn i Norge. Energibransjen som er den største i Norge er den minste i resten av Norden. Sett i sammenheng med aksjemarkedet i Norge vil aksjemarkedene i de andre nordiske markedene i stor grad virke diversifiserende i forhold til det norske aksjemarkedet alene.

SPNs nordiske aksjeportefølje er en langt mindre portefølje enn tilfellet er for SPNs norske aksjeportefølje, og er i referanseporteføljen satt til 15 prosent av aksjedelen mens norske aksjer utgjør 85 prosent. Målt som andel av markedsverdien til referanseporteføljen for nordiske aksjer utgjorde SPNs nordiske aksjeportefølje 0,28 prosent ved inngangen til 2010.

I referanseporteføljen for nordiske obligasjoner inngikk det 277 obligasjoner ved inngangen til 2010 og SPNs nordiske obligasjonsportefølje utgjorde 0,17 prosent av referanseporteføljens markedsverdi.

I det norske aksjemarkedet er Folketrygdfondet den største forvalteren. Også i det norske obligasjonsmarkedet er Folketrygdfondet er stor forvalter. I de nordiske aksje- og obligasjonsmarkedene er derimot Folketrygdfondet ikke en stor forvalter, og støter derfor ikke på de samme problemene knyttet til størrelse som i Norge.

1.3 utfordringer ved passiv forvaltning for SPN

Passiv forvaltning, indeksnære strategier (enhanced indexing) og aktiv forvaltning er begreper som brukes for å definere forvaltningsstilen for et fond. John S. Lofthus definerer de ulike forvaltningsstilene ved å knytte nivåer for forventet relativ volatilitet opp til de ulike stilene. I boken *The mathematics of financial modeling and investment management* (Focardi & Fabozzi) er inndelingen til Lofthus vist slik for aksjeporteføljer:

Tall i prosentpoeng	Passiv forvaltning	Enhanced indexing	Aktiv forvaltning
Forventet relativ volatilitet	0,0 – 0,2	0,5 – 2,0	4,0 og høyere

Forventet relativ volatilitet gir uttrykk for hvor mye avkastningen til porteføljen kan forventes å avvike fra referanseporteføljens avkastning. Under gitte forutsetninger kan forventet relativ

volatilitet tolkes som at i to av tre år vil avkastningen til porteføljen avvike fra avkastningen til referanseporteføljen med mindre enn måltallet for forventet relativ volatilitet, mens avkastningen i ett av tre år forventes å avvike med mer enn måltallet for forventet relativ volatilitet.

Lofthus opererer med tre ulike stiler for forvaltningen, men det er som tabellen viser slingsmonn mellom de ulike stilene. Ren passiv forvaltning defineres som porteføljer hvor forventet relativ volatilitet er under 0,20 prosentpoeng. Den norske aksjeporteføljen til SPN har hatt et nivå på forventet relativ volatilitet på mellom 2,0 prosentpoeng og 6,0 prosentpoeng fra 2001 til nå. Den norske aksjeporteføljen har med denne definisjonen periodevis vært forvaltet aktivt og periodevis forvaltet på nivåer for forventet relativ volatilitet som er i intervallet mellom aktiv forvaltning og indekxnære strategier.

Det er vår oppfatning at muligheten for å utøve ren passiv forvaltning i det norske markedet, definert som nivåer for forventet relativ volatilitet på opp til 0,2 prosentpoeng, er begrenset og tidvis umulig i praksis.

Ved passiv forvaltning er siktemålet å oppnå lik avkastningsutvikling, eller så lik som mulig, som referanseporteføljen. I større markeder og i markedssegmenter med ensartet risiko er det ikke nødvendig å investere i alle verdipapirene som inngår i referanseporteføljen for å oppnå lik avkastningsutvikling som referanseporteføljen. I mindre markeder med større innslag av spesifikke risikotyper er det nødvendig å investere i alle, eller nært opp til alle, verdipapirer som inngår i referanseporteføljen. Det innebærer at porteføljer med globale mandater som spisses mot enkeltsegmenter av markeder, for eksempel globale statsporteføljer, kan oppnå lik avkastningsutvikling som referanseporteføljen ved bare å investere i et fåtalls av de statslånene som inngår i referanseporteføljen. I mandater som begrenses til mindre geografiske områder og i markeder med stort innslag av ikke-systematisk risiko som det norske aksjemarkedet, må porteføljen inneholde tett opp til 100 prosent av alle verdipapirene i referanseporteføljen for å oppnå lik avkastningsutvikling.

Passiv forvaltning for SPNs norske aksjeportefølje vil som følge av behovet for å investere i nært opp til alle verdipapirer for å oppnå indeksavkastning og lav likviditet i det norske aksjemarkedet støte på enkelte praktiske problemstillinger. Selskaps sammensetningen i OSEBX revideres halvårlig. Vi har som utgangspunkt sett på situasjoner der vi har gjort en antagelse om at porteføljen forut for indeksendringene hadde lik sammensetning som indeksen. Vi har antatt at SPN forholder seg til indeksendringer ved at en forsøker å gjennomføre disse endringene i porteføljen så raskt som mulig og at SPN i tiden etter en indeksendring står for 10 prosent (SPNs andel) av normal omsetning i aksjen frem til indeksvekt oppnås. Flere av indeksendringene de seneste årene vil ved en slik forutsetning skape problemer ved at normal omsetning i selskapet er svært begrenset. Vi har i vår analyse tatt utgangspunkt i indekssammensetningen ved utgangen av 2006 og studert effekten av 6 indeksrevisjoner frem til desember 2009. Vår analyse indikerer at dette forholdet alene krever et nivå på forventet relativ volatilitet som ramme på om lag 1,0 prosentpoeng for den norske aksjeporteføljen dersom rammen skal settes så lav som mulig. For noen av selskapene som har gått inn og ut av OSEBX flere ganger, ser vi at likviditeten er så vidt begrenset at normal omsetning tilsier at det kan gå opp mot 1,5 år for å kjøpe eller selge en indekspost for en portefølje på SPNs størrelse, når vi forutsetter at SPN er en av motpartene i all handel i tiden etter indeksendringen. Dersom vi

alternativt står for 10 prosent av normal omsetning, innebærer det at det kan ta opp mot 15 år å kjøpe eller selge indeksvekt i slike selskaper.

Et av de sentrale momentene i SPNs mandat er at aktivasammensetningen skal være basert på 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner. Etter en tid vil disse andelen bevege seg bort fra utgangspunktet på 60/40 som følge av ulik avkastning for aksjer og renter. Prosessen for å bringe vektene tilbake til utgangspunktet omtales som rebalansering. Lav likviditet i mange av selskapene på Oslo Børs gjør at rebalanseringer for å bringe aksjeandelen tilbake til utgangspunktet på 60 prosent (de strategiske aktivavektene til referanseporteføljen) isolert sett vil være ekstra krevende ved passiv forvaltning, ved at det ikke er mulig å øke eller redusere vekten i alle selskapene like raskt. En rebalansering av SPNs portefølje på det nivået som ble gjennomført i 2008/2009, etter det sterke aksjefallet som fulgte finanskrisen, vil kreve et minstenivå for forventet relativ volatilitet som ramme i tillegg til behovet som oppstår som følge av endringer innad i aksje- og obligasjonsindeksene. Vi har anslått at de to nevnte forhold vil kreve en ramme på til sammen 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for den norske aksjeporteføljen som minimum for hva som er praktisk gjennomførbart.

De rent praktiske forholdene som vi her peker på tilsier at forvaltningen av den norske aksjeporteføljen ikke kan ha en ramme som i andre sammenhenger defineres som passiv forvaltning, og vi fraråder derfor passiv forvaltning for den norske aksjeporteføljen fordi vi ikke anser det som en gjennomførbart strategi.

En særskilt side ved passiv forvaltning eller indekxnær forvaltning av porteføljer som utgjør en stor andel av referanseporteføljen, er at andre investorer har mulighet til å utnytte kunnskapen om passive strategier. Dersom en stor andel av et marked forvaltes passivt, vil andre aktører kunne utnytte dette til å gjøre tilpasninger ved indeksendringer samtidig og i forkant av de passive investorene. Utfordringene knyttet til størrelse, lav likviditet i enkelte selskaper og andre aktørers mulighet for å utnytte kunnskap om at en stor aktør forvalter sin portefølje passivt, innebærer at passiv forvaltning eller indekxnær forvaltning hvor siktemålet er å følge indekssammensetningen så langt dette er praktisk mulig ikke anses som en avkastningsmessig god strategi i det norske aksjemarkedet. Vi vil også peke på at i tilfeller hvor en stor andel av markedet forvaltes passivt vil prisdannelsen i markedet kunne forstyrres.

Også i forvaltningen av obligasjonsporteføljen vil en passiv forvaltningsstrategi innebære praktiske utfordringer. Referanseporteføljen for norske renter inneholder som vi har sett 13 utstedere i forhold til 1.194 utstedere i hele markedet. Emisjoner av nye obligasjonslån i markedet skjer løpende og inkluderes tidligst i referanseporteføljen ved slutten av gjeldende måned. Som følge av lav likviditet i obligasjonsmarkedet er det krevende å selge seg ut av eksisterende portefølje for å ta inn nye lån som tilfredsstiller kravene for å bli inkludert i referanseporteføljen. En passiv tilnærming til denne problemstillingen medfører betydelige transaksjonskostnader samt bortfall av muligheten for å høste mulige premier ved emisjoner. Vi observerer også at flere lån som tas inn i referanseporteføljen plasseres direkte mot internasjonale aktører. Siden det for SPN ikke er mulig å investere direkte fullt ut i lånene som inngår i referanseporteføljen, vil porteføljen bestå av andre papirer og andre utstedere enn referanseporteføljen. For å unngå konsentrasjon på et fåtall utstedere som ikke inngår i referanseporteføljen er det ønskelig å diversifisere den delen av porteføljen som må plasseres utenfor referanseporteføljen, noe som i seg selv tilsier en mer aktiv forvaltning av porteføljen.

Som en langsiktig finansiell investor og eier på Oslo Børs og i det norske obligasjonsmarkedet er vi opptatt av at markedet er velfungerende og har tilfredsstillende markedsovervåking. Passive forvaltere har ikke en selvstendig vurdering av pris for det enkelte verdipapir og forutsetter dermed implisitt at prisingen av verdipapirer er riktig. Ofte omtales passive forvaltere som gratispassasjerer i denne sammenhengen som nyter godt av ulike aktive forvalteres opptreden. Vi ser det som en naturlig oppgave for en stor investor som Folketrygdfondet å ha et syn på prisingen av verdipapirene i vårt investeringsunivers. Et slikt syn forutsetter aktiv forvaltning. Tilstedeværelse av aktive forvaltere vil dessuten bidra til et bedre fungerende marked.

I de to nordiske delporteføljene er utfordringene knyttet til passiv forvaltning mindre enn for de to norske delporteføljene. Dette henger sammen med at SPN er en mindre investor i et større og mer likvid marked i Norden.

1.4 Nærmere om systematiske faktorer og relevansen for SPN

I finansteorien pekes det på at investorer som investerer i risikable aktiva får betaling for å ta risiko. Det pekes også på at risikopremien som markedet tilbyr ikke gir betaling for risiko investorene kan unngå ved å diversifisere porteføljesammensetningen. Risikofaktorer det ikke er mulig å diversifisere bort, omtales som relevante risikofaktorer hvor investorene blir kompensert for risiko gjennom høyere avkastning. For å teste prisingen i et marked eller forvalters dyktighet brukes prisingsmodeller. Kapitalverdimodellen er en slik modell hvor det forutsettes at den eneste relevante risikofaktoren er aksjemarkedet i seg selv. Multifaktormodeller er prisingsmodeller hvor også andre faktorer inkluderes i analysen.

I rapporten fra de tre professorene (Andrew Ang, William N. Goetzmann og Stephen M. Schafer) som ble lagt frem i desember 2009 konkluderes det med at avkastningen til Statens pensjonsfond utland i hovedsak er en kombinasjon av passiv forvaltning og eksponering til kjente systematiske faktorer som likviditet, momentum, selskapsstørrelse, terminpremie, kreditt, verdifaktor, valuta med høyrente og volatilitet. I alt operer Ang, Goetzmann og Schafer med 10 slike systematiske faktorer. De anbefaler at forvalter, NBIM, skal konstruere indekser for aktuelle faktorer, og at oppdragsgiver, Finansdepartementet, skal bestemme eksponeringen i referanseporteføljen mot de ulike faktorene.

I rapporten til Ang, Goetzmann og Schafer pekes det på at risikofaktorene er bestemt fra tre hensyn: "For det første velger vi faktorer som i henhold til akademisk litteratur og bransjepraksis er kjent for å ha klare prisingseffekter. For det andre må antall faktorer være begrenset, og for det tredje må faktorene uttrykkes gjennom en referanseportefølje som så langt som mulig kan handles i markedet i en skala som er relevant for fondet, og som dessuten har data tilgjengelig fra januar 1998 (starten av fondets avkastning)".

For det norske aksjemarkedet viser empiriske undersøkelser at faktorer som forklarer aksjeavkastningen ikke er fullt ut sammenfallende med faktorene som observeres i de større markedene i verden⁵. For det norske aksjemarkedet gir selskapsstørrelse og likviditet sammen med den generelle markedsutviklingen den beste forklaringsgraden, ved at små selskaper ser ut til å gi et positivt avkastningsbidrag sammenlignet med store selskaper og at mindre likvide aksjer også gir et

⁵ Randi Næs, Johannes A. Skjeltorp og Bert Arne Ødegaard 2009, "What factors affect the Oslo Stock Exchange?"

positivt bidrag sammenlignet med mer likvide aksjer. I den grad faktorene som kan påvises i de norske markedene er andre enn for verdensmarkedet og/eller er ustabile i størrelse og sammensetning, øker utfordringene med å sette sammen investerbare referanseporteføljer som utnytter disse risikopremiene.

Den norske studien som er referert over ser på faktorer i det norske markedet uten å se på det siste av de tre hensynene Ang, Goetzmann og Schafer peker på, nemlig om faktoren kan handles i en skala som er relevant. For SPN vil dette hensynet utfordre flere faktorer som er kjent fra litteraturen for å ha klare prisingseffekter. For SPN kan det som følge av at porteføljen er stor i et lite marked være vanskelig å oppnå en eksponering mot kjente faktorer i en skala som er tilstrekkelig stor til at faktoren blir relevant. Høsting av enkeltfaktorer kan også være vanskelig som følge av økte kostnader i forvaltningen. De to faktorene selskapsstørrelse og momentum kan belyse dette.

Selskapsstørrelse som faktor innebærer at det kan være gunstig å overvekte små selskaper og undervekte store selskaper. Skal denne faktoren ha målbar effekt for SPNs norske aksjeportefølje, må eksponeringen mot denne faktoren være minst 10 prosent av porteføljens verdi. Fordi de minste selskapene på Oslo Børs er svært små vil det ikke være nok å overvekte bare de minste selskapene og undervekte de største (slik det er gjort i datagrunnlaget som den refererte norske studien baserer seg på), men man må i praksis inkludere hele sortimentet av mindre og mellomstore selskaper på Oslo Børs (SMB) i porteføljen på bekostning av vektingen i de største selskapene. Høsting av denne faktoren vil innebære at antallet selskaper i SPNs norske aksjeportefølje må øke fra dagens om lag 50-60 til 170-180 selskaper. Innfasing av en slik faktor må fordeles over lengre tid for ikke å utfordre prisingen. En slik økning i antallet selskaper i porteføljen vil kreve økte ressurser for å følge opp selskapene på en forsvarlig måte, og en slik økning i antallet selskaper kan innebære en fare for at fokus dreies i for stor grad bort fra andre viktige sider ved forvaltningen. Også likviditet er en faktor det vil ta svært lang tid å oppnå eksponering mot og som til en viss grad henger sammen med småselskapsfaktoren. Metoden som er benyttet for å estimere likviditsfaktoren i den refererte norske analysen, innebærer at de minst likvide selskapene overvektes og de mest likvide selskapene undervektes. Verdien av de minst likvide selskapene er imidlertid liten og det gjør at likviditetsfaktoren neppe kan antas å ha en særskilt stor målbar effekt for SPN.

Momentum er en av de andre faktorene Ang, Goetzmann og Schafer peker på internasjonalt. Denne faktoren innebærer at forvaltningen skal overvekte selskaper som har gitt historisk høy avkastning og undervekte selskaper med historisk svak avkastning. Selskapenes avkastning svinger normalt fra god til nøytral og fra dårlig til nøytral over tid. Høsting av denne faktoren innebærer derfor hyppig handelsvirksomhet når avkastningen skifter mellom god, nøytral og svak. Fordi nær alle selskapene skifter kategori, vil høsting av denne faktorene innebærer full utskifting av selskapene som brukes for å representere faktoren. Ofte brukes korte delperioder på opp mot 3 måneder for en slik inndeling og denne faktoren forutsetter derfor god likviditet i aksjene. Høsting av momentum som faktor utfordrer forutsetningen om at faktoren må være mulig å handle i en skala som er relevant for SPN, spesielt etter at transaksjonskostnader hensyntas.

For det norske aksjemarkedet ser vi at ulike systematiske faktorer kan gi et bidrag til å forklare markedsutviklingen, men vi ser ikke at de er særlig egnet for å evaluere forvaltningen eller brukes som beslutningsgrunnlag for fremtidige investeringer.

For obligasjoner peker Ang, Goetzmann og Schafer på terminpremien og kreditt som mulige faktorer. Med terminpremie menes avkastningen på statsobligasjoner med lang (fast) rente minus avkastningen på statsobligasjoner med kort rente. Ved å ha fastsatt at referanseporteføljen til SPNs norske renteportefølje skal ha 30 prosent stat, har Finansdepartementet valgt å overvekte kreditter i forhold til sammensetningen som kreditter og stat ville hatt i en referanseportefølje basert på markedsvekter. Valget om å overvekte private obligasjoner er delvis en konsekvens av at indeksen som danner grunnlaget for referanseporteføljen har strenge krav til inkludering, bl.a. størrelse og rating. Reglene for å inkludere enkeltlån i indeksen (Barclays Capital Global Aggregate) innebærer i praksis at alle statslån blir inkludert mens et fåtall private obligasjoner inkluderes.

Både annen terminsammensetning og annen mengde kreditt er faktorer som i større grad enn de faktorene Ang, Goetzmann og Schafer har pekt på for aksjer er mulig å bruke som virkemidler i renteforvaltningen for SPN. Terminsammensetningen for renter kan styres gjennom rentederivater som i normale markedssituasjoner har tilstrekkelig likviditet. Kreditt som faktor er noe mer krevende å bruke i styringen av porteføljen enn terminsammensetningen, som følge av at kredittobligasjoner i pressede markeder har svak likviditet.

Vi vil også peke på at referanseporteføljen ideelt sett bør vedlikeholdes av oppdragsgiver, ikke av forvalter. Det er viktig å unngå at referanseporteføljer konstrueres på en slik måte at det skapes uklarhet om rolle- og ansvarsdeling mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Folketrygdfondet som kapitalforvalter. Dagens referanseportefølje består av fire ulike delreferanseporteføljer som vedlikeholdes av tre ulike indeksleverandører. Tre av indeksene er tilpasset særskilt for Folketrygdfondet, men bruker generelle indekser som utgangspunkt. Det bør vurderes hvorvidt oppdraget med å konstruere og vedlikeholde de fire delreferanseporteføljene burde gis direkte fra Finansdepartementet til indeksleverandørene. Sammenstillingen av de fire delreferanseporteføljene til en overbyggende referanseportefølje for SPN kan eksempelvis gjøres av Folketrygdfondet, men dette arbeidet bør i så fall verifiseres av en ekstern part på oppdrag av Finansdepartementet. Det kan skje ved at Finansdepartementet inkluderer dette som en del av det attestasjonsoppdrag som ekstern revisor gjennomfører. Dagens GIPS[®] verifisering innebærer at referanseporteføljens avkastning kontrolleres, men dette er et oppdrag som utføres av ekstern part på oppdrag av Folketrygdfondet.

1.5 Resultater i den aktive forvaltningen av SPN

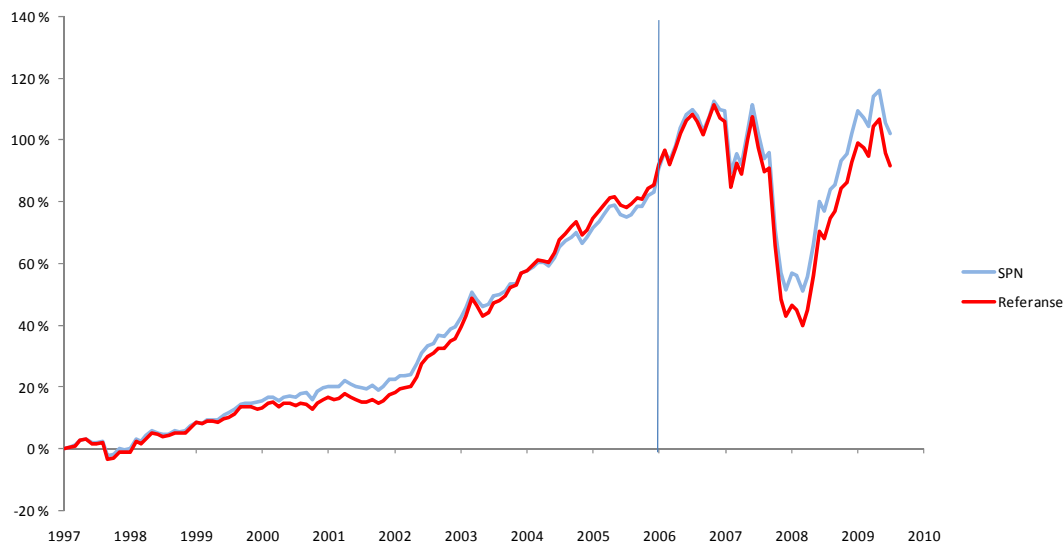
I evalueringen av de resultater Folketrygdfondet har oppnådd i forvaltningen av SPN, er det to hendelser som skjedde omtrent samtidig som det er viktig å ta hensyn til.

SPN ble etablert gjennom lov om Statens pensjonsfond fra 2006. Med virkning fra 01.01.2008 ble Folketrygdfondet etablert som et særlovselskap med oppgave å forvalte kapitalen til SPN. Ved etableringen av Folketrygdfondet som særlovselskap ble det etablert en arbeidsdeling mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Folketrygdfondet som forvalter. Arbeidsdelingen innebærer blant annet at Finansdepartementet fastsetter referanseportefølje og definerer en risikoramme (dagens regelverk omtales nærmere i delkapittel 2.1). Før 2008 definerte Folketrygdfondet selv både referanseportefølje og risikoramme. Før 2008 var regelverket for aktivasammensetningen til porteføljen knyttet opp mot historisk kjøpskurs og ikke markedsverdier.

I 2006 vedtok Stortinget at staten skulle innfri statsgjeld for 101,8 milliarder kroner eid av SPN samtidig som SPN skulle tilbakebetale det samme beløpet til statskassen. Tilbakebetalingen utgjorde nær halvparten av den forvaltede kapitalen. Gjennom denne tilbakebetalingen ble aktivasammensetningen av kapitalen vesentlig endret ved at aksjeandelen økte og renteandelen ble redusert.

I figur 2 er den historiske avkastningen til Folketrygdfondet og SPN for perioden 1998 frem til utgangen av første halvår 2010 vist.

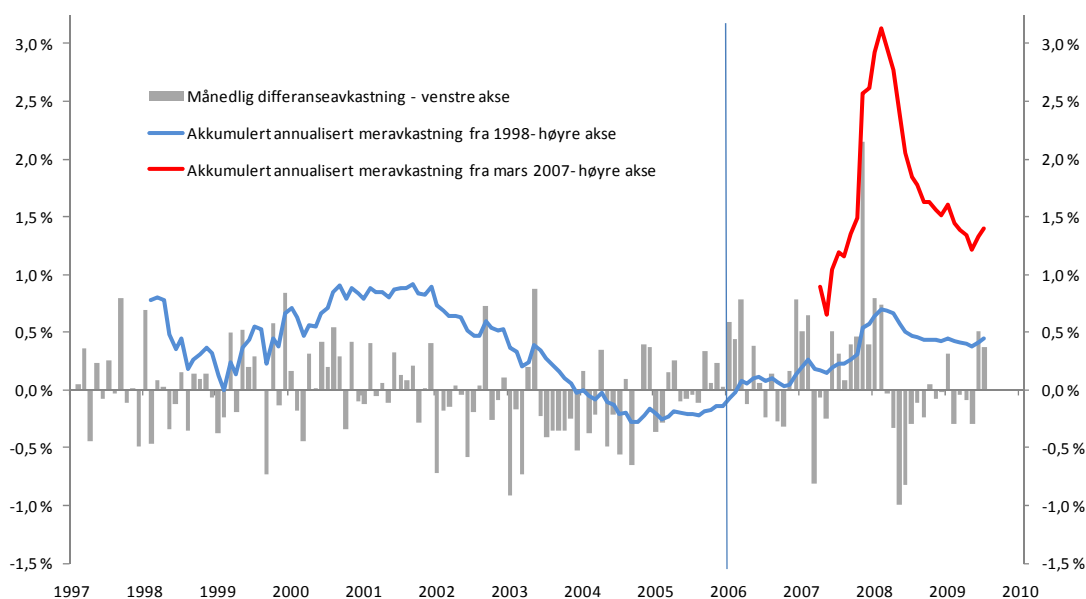
Figur 2 Akkumulert avkastning for SPN og referanseporteføljen 1998 - 1.h.2010



Den vertikale tidslinjen i slutten av 2006 representerer perioden før og etter at SPN ble opprettet og tilbakebetalingen av 101,8 milliarder kroner til statskassen. I sum innebar de to hendelsene at regelverket ble endret fra at aksjer ikke kunne være høyere enn 20 prosent målt til historisk kostpris, til at aksjeandelen skulle være mellom 50 og 70 prosent målt til markedsverdi. Dette skiftet i regelverk innebærer at Folketrygdfondet ved rapportering av avkastning i henhold til den internasjonale avkastningsstandard GIPS[®], betrakter perioden før desember 2006 og fra og med mars 2007 som to forskjellige mandater.

I figur 3 er månedlig differanseavkastning vist sammen med akkumulert annualisert differanseavkastning. Akkumulert meravkastning er vist med to ulike startdatoer, hhv blå linje med oppstart januar 1998 og rød linje med oppstart i mars 2007. Skiftet i regelverket medfører at vi ser det som lite relevant å fokusere på risikjusterte avkastningstall for hele perioden. Informasjonsraten (IR) for perioden fra og med mars 2007 frem til juni 2010 er på 0,65 som isolert sett må anses som svært bra. Dette er imidlertid en kort periode i forhold til SPNs lange tidshorisont, og gir således begrenset informasjonsverdi.

Figur 3 Meravkastning 1998 - 1h 2010



Den siste observasjonen for den blå linjen viser akkumulert årlig meravkastning for hele perioden på 12 ½ år. I tabellen under er annualisert meravkastning vist for siste 12 måneder og for ulike delperioder.

	Annualisert meravkastning siste 12 måneder	Annualisert meravkastning siste 3 år	Annualisert meravkastning siste 5 år	Annualisert meravkastning siste 10 år	Annualisert meravkastning siden 1998
Oppnådd meravkastning	0,12%	1,49%	1,39%	0,42%	0,45%
Stipulert meravkastning med dagens aktivasammensetning før 2007	0,12%	1,49%	0,93%	0,79%	0,75%
Stipulert meravkastning med dagens aktivasammensetning før 2007 og OSEBX i 1998-2001	0,12%	1,49%	0,93%	0,59%	0,36%

I tabellen er det også tatt med en egen linje som viser hva meravkastningen ville vært historisk dersom vi legger til grunn at aktivasammensetningen før tilbakebetalingen av kapital i desember 2006 hadde vært som i dag (60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner).

I 2001 lanserte Oslo Børs nye indekser med et nytt regelverk. Hovedindeksen som da ble lansert har et regelverk som gjør at den langt bedre enn den tidligere totalindeksen representerer det reelle investeringsuniverset for en investor. Folketrygdfondets skiftet derfor også referanseportefølje for den norske aksjeporteføljen i 2001. Dersom den nye hovedindeksen hadde vært brukt også tilbake i tiden før den ble lansert, endres meravkastningsbildet. Den annualiserte meravkastningen siden 1998 ved å bruke dagens aktivasammensetning i perioden før 2007 endres fra 0,75 prosentpoeng til 0,36 prosentpoeng når hovedindeksen også benyttes i 1998-2001.

I evalueringen av de historiske oppnådde resultatene er meravkastningen på 0,45 prosentpoeng for hele 12 ½ års perioden riktig å bruke, men tallet på 0,36 prosentpoeng er riktigere å bruke når vi ser fremover på hva det er mulig å oppnå med dagens referanseporteføljer og dagens aktivasammensetning.

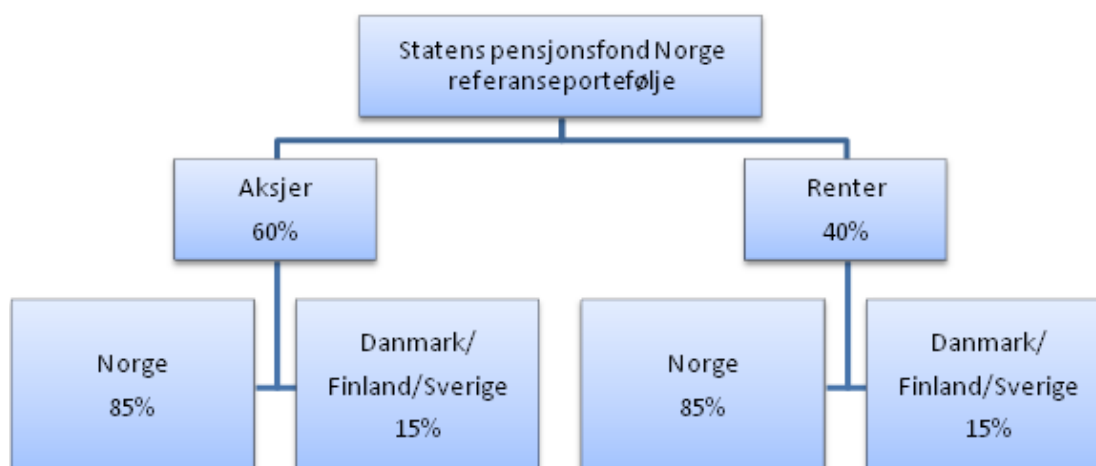
2 Plan for forvaltningen av SPN

2.1 Investeringsstrategi for SPN

Investeringsstrategien til SPN er i stor grad formulert gjennom det mandat som er gitt Folketrygdfondet i forskrift til forvaltningen av SPN, utfyllende retningslinjer til forvaltningen og i forvaltningsavtalen med Finansdepartementet. I mandatet har Finansdepartementet definert en referanseportefølje og fastsatt risikoramme for Folketrygdfondets forvaltning av SPN.

I referanseporteføljen utgjør aksjer 60 prosent og obligasjoner 40 prosent. Aktivasammensetningen mellom aksjer og obligasjoner reflekterer en fordeling mellom avkastning og risiko som oppdragsgiver ønsker over tid. Nordiske verdipapirer (Danmark, Finland og Sverige) inngår med 15 prosent både for aksjer og obligasjoner, mens norske verdipapirer utgjør 85 prosent. SPN har ikke planlagte inn- eller utbetalinger som en del av sitt regelverk. Årets avkastning tillegges kapitalen fratrukket forvaltningskostnadene.

Figur 4 Referanseporteføljen



Aktivavektene i figuren viser vektene til den *strategiske* referanseporteføljen. Som følge av markedsbevegelser vil vektene i referanseporteføljen drifte bort fra vektene til den strategiske referanseporteføljen. Finansdepartementet har fastsatt hvor store avvik det kan være mellom aktivavektene i den *virkelige* referanseporteføljen og den strategiske referanseporteføljen. Dette regelverket innebærer at ved fall i aksjekursene må Folketrygdfondet kjøpe aksjer for SPN og selge obligasjoner, benytte forfall på obligasjoner eller trekke på annen likviditet for å bringe aktivavekten tilbake til utgangspunktet i figuren, og motsatt selge aksjer og kjøpe obligasjoner etter en tilstrekkelig kursoppgang på aksjer. Gjennom dette rebalanseringsregimet er det innebygd en automatikk som innebærer at SPN opptrer motsyklisk i markedet. Til sammen ble det i 2008 og frem til utgangen av februar 2009 kjøpt aksjer for 17,3 milliarder kroner i porteføljen samtidig som aktivavektene i den virkelige referanseporteføljen ble revektet tilbake til utgangspunktet i den strategiske referanseporteføljen.

I forskriften er det gitt en ramme for forventet relativ volatilitet på 3 prosentpoeng, som reflekterer oppdragsgivers toleranse for avvik mellom porteføljen til SPN og referanseporteføljen. Denne rammen er gitt for hele kapitalen til SPN og innebærer en mulighet til en begrenset grad av aktiv forvaltning i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget.

I forskriften er muligheten til aktiv forvaltning begrenset til ikke å gjelde valutasammensetningen, ved at det presiseres at det ikke skal tas valutaposisjoner i den aktive forvaltningen av pensjonsfondet.

Referanseporteføljen og risikorammen for forventet relativ volatilitet gir i sum et uttrykk for den risikoprofil som oppdragsgiver har definert som utgangspunktet for Folketrygdfondets forvaltning av SPN.

Folketrygdfondet legger til grunn at oppgavene knyttet til forvaltningen av SPN kan deles inn fire:

- Oppnå den markedsmessige eksponeringen som oppdragsgiver har definert ved referanseporteføljen
- Oppnå høyest mulig avkastning over tid i forhold til referanseportefølje og risikoramme fastsatt av Finansdepartementet.
- Ivaretagelse av finansielle interesser gjennom eierskaps- og kreditorutøvelse
- Strategirådgiving til Finansdepartementet om SPN

De to første oppgavene er nært knyttet sammen som følge av at størrelsen til SPN, og lav likviditet i enkeltelskaper, medfører at det tradisjonelle skillet mellom aktiv og passiv forvaltning vanskeligjøres. Folketrygdfondets forvaltningsstrategi adresserer begge punkter, men i den praktiske gjennomføringen integreres i de fleste tilfeller begge oppgavene som følge av at det for å opprettholde og vedlikeholde markedsmessig eksponering må foretas aktive valg.

Et sentralt element i den første oppgaven er å vedlikeholde en stor portefølje av aksjer og obligasjoner, herunder reinvestere midler som tilfaller porteføljen i form av utbytter, kuponger, forfall og andre selskaphendelser, opprettholde riktig valutaeksponering, overvåke og gjennomføre indeksendringer i interne systemer. Videre skal rebalanseringer planlegges og gjennomføres. Denne delen av oppgaven er ikke en stor kilde til merinntekter, men er viktige oppgaver å gjennomføre i forvaltningen på en kostnadseffektiv og god måte uten at det oppstår tap i forhold til referanseporteføljen. Ressursmessig er det dette punktet som legger størst beslag på Folketrygdfondet som organisasjon.

Høyest mulig avkastning over tid i forhold til referanseporteføljen er den overordnede målsettingen for Folketrygdfondet. Dette søkes oppnådd gjennom aktive forvaltningsstrategier innenfor hver av aktivaklassene. Folketrygdfondet søker å ta slike aktive investeringsvalg basert på selskaps- og verdipapirutvelgelse og ved å utnytte endringer i systematiske risikofaktorer så langt det lar seg gjøre, avhengig av likviditet i enkeltpapirer. Aktivaallokering mellom de ulike aktivaklassene er ikke et sentralt element i Folketrygdfondets strategi for aktiv forvaltning, og er derfor et virkemiddel som i mer beskjeden grad blir brukt.

Den aktive forvaltningen gjennomføres innenfor en risikoramme fastsatt av oppdragsgiver. Forventet relativ volatilitet er et måltall som påvirkes av tre forhold; størrelsen på avvik i porteføljesammensetningen mellom porteføljen og referanseporteføljen, risikoegenskapene til

selskaper og verdipapirer der det er avvik i sammensetningen og korrelasjon mellom de ulike selskapene og verdipapirene. De to siste forholdene er ikke faste størrelser, men må estimeres.

Folketrygdfondet estimerer disse størrelsene på grunnlag av historiske data. I perioder med mindre og/eller jevne markedsbevegelser kan risikobidraget undervurderes i forhold til en kommende volatil periode, og motsatt basert på en volatil periode kan estimeringsmetoden overvurdere risikobidraget i forhold til en kommende mer stabil periode. Kredittkrisen høsten 2008 og vinteren 2009 var nettopp et eksempel på dette, hvor oppgangen i årene like forut for krisen medførte at modellapparatet undervurderte risikonivået. Dette innebærer at det er behov for en viss romslighet i risikorammene på grunn av målemetoden. Folketrygdfondet har derfor etablert en intern ramme for forventet relativ volatilitet på 2,75 prosentpoeng som forvaltningen i normale markeder ikke skal overstige. I løpet av de to siste årene har relativ volatilitet på det høyeste vært målt til 2,88 prosentpoeng og på det laveste 1,02 prosentpoeng. Aktuelle forhold knyttet til aktiv forvaltning er nærmere beskrevet under punkt 2.3.

Eierskaps- og kreditorutøvelse er en oppgave som oppstår uavhengig av formen på forvaltningen og uavhengig av størrelsen på eierandelen i de ulike verdipapirene. Folketrygdfondet oppfatter aktiv eierskaps- og kreditorutøvelse som viktig for å sikre langsiktig verdiskaping og at eierskaps- og kreditorutøvelse blir bedre når forvaltningen også er aktiv. Eierskaps- og kreditorutøvelse er nærmere beskrevet under 2.4.

Den siste av de fire oppgavene, strategirådgivning til Finansdepartementet, krever kompetanse om verdipapirmarkedene. Det er Folketrygdfondets oppfatning at kompetansen om markedene øker når en i forvaltningen må foreta begrunnede avvik fra referanseporteføljens sammensetning gjennom aktive valg.

2.2 Forvaltning av markedsporteføljen

Den største delen av både avkastning og risiko for SPN kan forklares med den referanseportefølje som er definert av oppdragsgiver. Referanseporteføljen representerer flere ulike typer av risiko. Det er en krevende oppgave å oppnå ønsket markedseksposering i tråd med referanseporteføljen på en kostnadseffektiv måte slik at oppdragsgivers forventede avkastning oppnås.

2.2.1 Trekk ved referanseporteføljen

Vi har tidligere pekt på utfordringer ved passiv forvaltning av SPN knyttet til det norske markedet og SPNs størrelse. I dette delkapitlet isolerer vi effektene knyttet til særtrekk ved referanseporteføljen. Referanseporteføljene for aksjer representerer markedet på en brukbar måte, men for rentedelen av referanseporteføljen er det flere skjevheter. Disse skjevhetene er i stor grad felles både for den norske og den nordiske referanseporteføljen for renter.

Både referanseporteføljen for norske renter og for nordiske renter tar utgangspunkt i obligasjonsindeksen Barclays Capital Global Aggregate (BCGA). Kravene for å bli inkludert i denne indeksen innebærer at enkeltlån må være større enn 300 millioner euro. Bakgrunnen for dette størrelseskriteriet er å finne lån som er store nok til at det finnes gode og flere prisingskilder for indeksleverandøren. Ulempen med kriteriet er at en rekke mindre låntagere ekskluderes fra

indeksen. Indeksen blir også svært spiss og konsentrert om et fåtalls utstedere. For den norske referanseporteføljen er det ikke mer enn 16 ulike private utstedere, og de tre største representerer mer enn halvparten av verdien i delindeksen for private norske utstedere. Kredittrisikoen i referanseporteføljen blir derfor svært konsentrert. I den nordiske delen av referanseporteføljen er denne skjevheten mindre fremtredende.

Et annet krav for å bli inkludert i referanseporteføljen BCGA er at utsteder eller lånet må ha en kredittvurdering fra ett av de tre kredittbyråene Moody's, Standard and Poors eller Fitch på minimum Baa/BBB. Dette kriteriet ekskluderer ikke bare lån hvor kredittvurderingen er lavere, men også lån uten rating. De fleste norske utstedere av obligasjonslån har ikke slik kredittvurdering fra noen av de tre kredittbyråene. I seg selv er likevel ikke dette forholdet ekskluderende for mange lån, fordi de fleste obligasjonslån i det norske markedet ikke tilfredsstiller kriteriet om minimum størrelsen på 300 millioner euro. Kriteriet om minimumrating innebærer at lån som nedgraderes til BB+ eller dårligere går ut av indeksen ved første månedsskiftet etter ratingendringen. Empiri viser at det er BB segmentet som gir best risikjustert avkastning, nettopp som følge av at mange investorer må selge seg ut.

Obligasjonsindeksen inkluderer bare lån med mer enn 1 år til forfall og lån med fast rente. En stor del av det norske kredittobligasjonsmarkedet har flytende rente, dvs. lån som løper i for eksempel 5 år og betaler en fast premie over en flytende rente, typisk 3-måneders NIBOR. Målt som andel av lån registrert i databasen til Norsk Tillitsmann utgjør lån med flytende rente 42 prosent av markedet, lån med nullkupong utgjør 8 prosent av markedet, lån hvor avkastningen er bestemt av en eller flere indekser eller andre forhold (linked) 10 prosent, mens lån med fast rente ikke utgjør mer enn 39 prosent av lån registrert i denne basen.

Referanseporteføljene for renter dekker dermed en mindre del av investeringsuniverset for rentebærende instrumenter. Det kan derfor stilles spørsmål om hvorvidt referanseporteføljen gjenspeiler de egenskaper som oppdragsgiver ønsker. Samtidig ser vi store problemer med å peke på andre gode alternativer til BCGA som også inkluderer kredittobligasjoner, hvor referanseporteføljens sammensetning oppdateres daglig og hvor det finnes god og etterrettelig prising av lånene som inngår i indeksen.

2.2.2 Rebalanseringer og indeksendringer

Markedsporteføljen, representert ved referanseporteføljen, rebalanseres og revektes på flere ulike måter som Folketrygdfondet må ta hensyn til i forvaltningen av SPN.

Sammensetningen av de to aksjeindeksene oppdateres to ganger i året. Det er tidligere pekt på særskilte utfordringer knyttet til likviditeten i enkelte selskaper som inngår eller har inngått i den norske aksjeindeksen, og som vanskeliggjør passiv forvaltning og indekxnær forvaltning.

For obligasjonsindeksene skjer endringer i indekssammensetningen månedlig og innebærer endringer i termineksponeringen innad i seks valutaer. For den norske rentereferanseporteføljen revektes også statsandelen månedlig og indekxleverandørens metode for valutasikring av avkastning til norske kroner innebærer månedlige oppdateringer. For den nordiske rentereferansen kan også valutasammensetningen endres som følge av inkludering/ekskludering av enkelt lån. Flere

av disse månedlige endringene er knyttet til risikoer hvor det ikke er en del av Folketrygdfondets mandat eller strategi å avvike fra referanseporteføljens innslag av risikoklassene. Folketrygdfondet legger vekt på å styre eksponeringen mot uønsket risiko på en slik måte at bidragene til differanseavkastning minimeres.

Den mest omfattende formen for rebalansering skjer når aktivavektene i referanseporteføljen drifter bort fra aktivavektene i den strategiske referanseporteføljen. Vi har gjennom finanskrisen erfart at en slik rebalansering kan være betydelig og stille store krav til gjennomføringen. Når det i 2008 og frem til februar 2009 ble kjøpt aksjer for 17,3 milliarder kroner påvirket det i betydelig grad forvaltningen av alle de fire delporteføljene, men i størst grad de to norske.

Aksjekjøpene i den norske aksjeporteføljen som ble gjennomført for å følge opp rebalanseringen av aktivavektene i referanseporteføljene medførte at denne delporteføljen økte betydelig fra å utgjøre i underkant av 6 prosent av verdien til referanseporteføljen (OSEBX) til å utgjøre i overkant av 10 prosent. En slik endring, i kombinasjon med at SPN ikke kan eie mer enn 15 prosent av aksjene i et selskap og sammen med likviditetsbegrensinger, medførte at muligheten til betydelige overvekter ble redusert samtidig som eksponeringen mot større og likvide selskaper også økte.

Aksjekjøp av et slikt omfang må nødvendigvis finansieres i form av overføringer fra obligasjonsporteføljene. Til en viss grad vil dette kunne skje i form av å trekke på tilgjengelig likviditet, kupongbetalinger og ordinære forfall. Sammenfallet med finanskrisen og bortfallet av likviditet for mange segmenter av kreditobligasjoner medførte imidlertid at aksjekjøpene måtte finansieres ved salg av obligasjoner hvor det var likviditet. Omleggingen medførte derfor automatisk en endring i sammensetningen av obligasjonsporteføljene i retning av mer kreditt (lavere statsandel) og lengre kredittbinding. En slik endring var også ønsket slik kredittpremiene utviklet seg, og ble forsterket gjennom ordinære handler. Imidlertid vil det ikke alltid være slik at store overføringer av midler til aksjeporteføljen påvirker sammensetningen innad i renteporteføljene i ønsket retning.

I perioder med rebalanseringer av aktivavektene i referanseporteføljen kan hensynet til å få gjennomført slike endringer vanskeliggjøre den aktive forvaltningsstilen innad i de fire delporteføljene og muligheten til å oppnå meravkastning vil påvirkes og må til en viss grad vike for å oppnå den ønskede markedsporteføljen. Det er også viktig å være oppmerksom på at i gjennomføringen av rebalanseringene foretas det en rekke aktive valg som forutsetter en kompetent organisasjon.

2.3 Aktive forvaltningsstrategier

Folketrygdfondet skal være en ansvarlig finansiell forvalter og har gjennom sin størrelse og langsiktige investeringshorisont et fortrinn som bidrar til å skape merverdier i forvaltningen av fellesskapets midler.

Det er etablert forvaltningsstrategier som er tilpasset det overordnede forvaltningsmandatet og målsettingen om å skape merverdier i forhold til de vedtatte referanseporteføljer. Folketrygdfondet søker å utnytte sine særtrekk knyttet til et stabilt rammeverk og regulatoriske forhold som gjør det mulig å investere motsyklisk i perioder preget av sterk optimisme eller pessimisme. Forutsigbarheten som rammeverket bidrar til gjør at den aktive forvaltningen av SPN skiller seg fra mange andre aktivt

forvaltede porteføljer ved at det er mulig å opprettholde en langsiktig investeringshorisont uten å tvinges til å gjennomføre uønskede disposisjoner. I et lite marked som det norske vil Folketrygdfondets størrelse kunne innebære en utfordring i enkelte sammenhenger. Vi vil imidlertid søke å utnytte de fordeler størrelsen isolert sett representerer gjennom implementering av aktive forvaltningsstrategier.

Folketrygdfondet ser det som naturlig at den aktive forvaltningen over tid opererer innenfor et spenn for forventet relativ volatilitet, avhengig av de muligheter vi ser i forvaltningen. Forventet realtiv volatilitet på 1,0 prosentpoeng kan betraktes å være i den nedre delen av et slikt spenn og 2,75 prosentpoeng i den øvre delen av spennet under normale markedsomstendigheter. Folketrygdfondet har som en aktiv og motsyklisk investor ikke som målsetting til enhver tid å utnytte den maksimale risikorammen. Heller ikke er det et mål å tilstrebe og opprettholde et konstant risikonivå over tid. Snarere vil vi søke å utnytte store forskjeller i våre markedsforventninger sammenlignet med det som til en hver tid er priset inn i markedet. Som en langsiktig investor betyr dette at vi i urolige perioder kan ha en høy utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet, mens vi i roligere perioder kan finne det riktig å utnytte risikorammen i mindre grad. Erfaring fra finanskrisen er nettopp at det er viktig å ha tilgjengelige risikorammer for å kunne gjøre gode situasjonsvurderinger og utøve godt skjønn i forvaltningen i perioder med unormale markedsomstendigheter.

Folketrygdfondet sikter mot å utnytte sine komparative fortrinn som en stor og langsiktig forvalter på flere områder i den aktive forvaltningen. Særlig fremtredende er de muligheter en langsiktig investeringshorisont medfører for å kunne tåle store svingninger i markedsrisikoen. Få regulatoriske beskrankninger bidrar til at Folketrygdfondet ikke tvinges til å foreta uønskede porteføljeendringer i konflikt med vedtatte investeringsstrategier. Størrelsen på SPN bidrar også til at Folketrygdfondet kan drive en kostnadseffektiv aktiv forvaltning og tiltrekke seg nødvendig kompetanse.

I renteforvaltningen kommer dette klart til uttrykk i skillet mellom hensynet til markeds- og kredittrisiko. På samme måte vil evnen til å kunne øke kreditteksponeringen gjennom kredittsykelen være helt avhengig av at strategiene kan gjennomføres uten at markedsmessige svingninger tvinger frem uønskede investeringsbeslutninger.

På aksjesiden vil det være en klar styrke å kunne opptre som en langsiktig investor uten vesentlige regulatoriske beskrankninger slik at vi kan opptre motsyklisk i aksjemarkedet. Videre vil Folketrygdfondet som en stor investor være sikret en bedre tilgang til selskapene vi er investert i. Det samme gjelder tilgangen til markedsinformasjon i form av analyse- og meglertilgang. Med evnen til å kunne tåle store markedssvingninger vil det også være mulig å være med i restruktureringer og oppkapitaliseringer i selskaper i perioder hvor markedet er svakt og kapitaltilgangen generelt er begrenset.

Folketrygdfondet baserer aktive investeringsbeslutninger på kvantitative og kvalitative vurderinger av enkelt-selskaper, sektorer, verdipapirer, markedsutvikling og makroøkonomiske forhold. For å gjennomføre en slik strategi har Folketrygdfondet lagt vekt på å ha en forvaltningsorganisasjon med høy kompetanse, klare ansvarsforhold, veldefinerte investeringsstrategier, definerte beslutningsprosesser, god porteføljeoppfølging og ansvarsbevisst eierskapsutøvelse. Et viktig element i organiseringen er integrering av risikokontroll og avkastningsoppfølging i

forvaltningsarbeidet. Den aktive forvaltningen er styrt av investeringsprosesser som skal ivareta kontinuitet og forutsigbarhet i den løpende porteføljeoppfølgingen.

2.3.1 Aktiv renteforvaltning

Folketrygdfondet har en forvaltningsstrategi for renteporteføljene som kjennetegnes av en konservativ forvaltning med god risikospredning og lav risiko for tap på hovedstol. Som en langsiktig investor har Folketrygdfondet et særskilt fortrinn som gjør det mulig å opptre motsyklisk, og gjennom grundige kredittanalyser tilføre SPN merverdi.

De mest sentrale operasjonelle elementer i investeringsprosessen kan kort beskrives som aktive porteføljetilpasninger knyttet til:

- Kredittsykelen
- Kredittsektor
- Enkeltkreditter
- Rentekurven
- Momentum

I løpet av en *kredittsykel* vil kredittmarginene endre seg som følge av at selskapenes kredittrisiko endrer seg. Typisk vil en derfor søke å øke kreditteksponeringen når kredittmarginene er høye, og da forutsetningsvis høyere enn det som forventes av tap knyttet til kreditthendelser.

Den relative kredittspredan mellom ulike *kredittsektorer* vil endre seg over tid. Folketrygdfondet vil vurdere om disse endringene er drevet av reelle endringer i konkurssansynligheten. Er dette ikke tilfellet vil vi foretrekke den sektoren som relativt sett har høyest spread sett i forhold til konkurssansynligheten.

Enkeltkreditter med samme rating blir ofte priset forskjellig. Dette kan ha ulike årsaker som forskjell i ledige kreditttrammer hos investorene, subjektiv oppfatning av kredittrisikoen hos den enkelte investor, lånevilkår etc. Folketrygdfondet vil med utgangspunkt i en selvstendig vurdering søke å fastslå om kredittspredan virker fornuftig i forhold til antatt konkurssansynlighet.

Nivå og helning på *rentekurven* vurderes i forhold til våre makroøkonomiske anslag og den forventede gjennomføringen av pengepolitikken, med særlig fokus på endringer i signalrentene. Tilsier Folketrygdfondets forventninger en annen rentekurve enn det markedet priser inn, vil det være aktuelt å utnytte dette ved å ta aktive investeringsvalg som søker å utnytte denne forskjellen.

Det viser seg ofte at markedspsykologien, snarere enn fundamentale forhold, kan være styrende for hvorledes markedet utvikler seg på kort sikt. Det forhold at *momentum/markedssentiment* spiller en rolle vil vi søke å ta hensyn til i implementeringen av aktive investeringsvalg.

Gjennom aktive investeringsvalg foretas det en rekke vurderinger av både kreditt- og markedsrisiko. Med få regulatoriske beskrankninger knyttet til likviditet, kapitaldekning og lignende, har Folketrygdfondet et fortrinn som søkes utnyttet gjennom aktive forvaltningsstrategier. I perioder

med høy markedsvolatilitet kan vi tåle at verdien svinger under forutsetning av at vi med stor sannsynlighet vil få tilbake hovedstol ved forfall. Dette er en strategi Folketrygdfondet kan benytte fordi vi ikke tvinges til å selge som følge av eksternt pålagte beskrankninger.

Investeringskriteriene gjøres operative gjennom kvantitative nivåer som danner grunnlag for aktuelle porteføljetilpasninger. Dette er ment å bidra til at porteføljen ikke tillates å endre seg uten at det er forankret i den vedtatte investeringsstrategien. Over tid vil imidlertid nivåene kunne endre seg som følge av fundamentale marked- eller realøkonomiske endringer. Dette vil i så fall være gjenstand for en egen vurdering og slik sett være en del av den aktive forvaltningen. Slike absolutte selskaps- og sektorvurderinger vurderes i forhold til referanseporteføljene med sikte på å ta noe høyere kredittisiko, men uten av tapene blir høyere. På samme måte vurderes statsandelen i forhold til kredittandelen i porteføljen. Med en slik forvaltningsstrategi søker Folketrygdfondet også å ta en aktiv tilnærming til forvaltningen av systematiske risikofaktorer.

Renteforvaltningen i Folketrygdfondet er i stor utstrekning teambasert. Det er i første rekke hensynet til den samlede porteføljeoppfølgingen som er bakgrunnen for et slikt valg. Dette henger sammen med behovet for å se ulike sektorer og aktive investeringsvalg i sammenheng. Eksempelvis vil det i kredittforvaltningen være et sentralt element å se på den relative prisingen mellom ulike sektorer, og ikke bare på enkeltkreditter innenfor en enkelt sektor. I den løpende operative forvaltningen har imidlertid den enkelte forvalter et eget oppfølgingsansvar for en klart definert del av porteføljen. Oppgaven blir da å følge opp denne porteføljen i tråd med den vedtatte investeringsstrategien.

Det er etablert en investeringsprosess for renteporteføljene som søker å ivareta denne forvaltningsstrategien, og hvor et sett med sentrale investeringskriterier er ment å understøtte dette. Kravene til en slik investeringsprosess er at den må kunne forventes å skape en tilfredsstillende meravkastning innenfor gitte risikorammer.

Investeringsprosessen preges av grundige analyser av makro-, markedsførhold og egne kredittanalyser. I tillegg gjennomføres sykel- og sentimentanalyser som et ledd i porteføljetilpasningen. Med dette som utgangspunkt konstrueres det en strategisk investeringsportefølje som skal reflektere markedssynet.

Gjennom den løpende forvaltningen søkes det å tilpasse den faktiske porteføljen til den antatt markedsriktige strategiske porteføljesammensetningen. Denne investeringsstrategien følges opp gjennom regelmessige strategimøter hvor oppdaterte analyser legger grunnlaget for aktuelle porteføljetilpasninger og eventuelle justeringer av strategien. Gjennom den daglige porteføljeforvaltningen tilpasses porteføljen i tråd med investeringsstrategien, samtidig som mulige endringer i investeringsforutsetningene og mer kortsiktige tradingstrategier vurderes.

Regelmessig og omfattende rapportering av avkastning og risiko understøtter porteføljetilpasningene, og gir informasjon om i hvilken grad den valgte strategien faktisk bidrar til meravkastning som forutsatt.

Forvaltningen av renteporteføljene i Norge og Norden følger i store trekk den strukturen som er beskrevet ovenfor.

2.3.2 Aktiv aksjeforvaltning

Folketrygdfondets størrelse og langsiktighet som aksjeforvalter gir en unik mulighet til å oppnå meravkastning over tid. Investeringsprofilen er konservativ og kjennetegnes av høy risikobevissthet i arbeidet med å finne frem til de selskaper som forventes å få en positiv og langsiktig verdiskaping. Som stor eier i mange selskaper legger Folketrygdfondet vekt på å bidra til verdiskaping gjennom eierskapsutøvelse.

Folketrygdfondet har gjennom mange år bygget opp en solid kompetanse i å analysere selskapsinformasjon og vurdere hvilke selskaper som kan forventes å få en god, eventuelt mindre god, verdiutvikling. Det er denne kompetansen Folketrygdfondet vil bruke for å skape merverdi gjennom aktiv forvaltning av aksjeporteføljen. For at kompetansen skal utnyttes på en best mulig måte er det etablert en arbeidsmetodikk og investeringsprosess som legges til grunn i arbeidet. Prosessen skal sikre at Folketrygdfondets analyser av enkeltelskaper fører til beslutninger om å over- eller undervekte investeringer i aktuelle selskaper. Disse aktive beslutningene skal over tid resultere i en bedre avkastning i aksjeporteføljen enn referanseporteføljen. I investeringsprosessen utnytter Folketrygdfondet sin langsiktige investeringshorisont og legger vekt på grundig analyser. Dette øker kvaliteten på analysen og investeringsbeslutningene, og kan virke risikoreduserende.

Som langsiktig investor har Folketrygdfondet evne til å sitte gjennom perioder med krise og store markedssvingninger. Folketrygdfondets størrelse gir også en fordel i evnen til å delta i strategiske endringer i selskaper som krever kapitaltilførsel gjennom å opprettholde eller øke eierandelen i en emisjon.

Mange aktører har en kortsiktig investeringshorisont eller reguleringsmessige betingelser som kan fremtvinge porteføljetilpasninger på uheldige tidspunkter. Folketrygdfondets evne til å opptre motsyklisk og tenke langsiktig er derfor en del av den aktive forvaltningsstrategien. Folketrygdfondet er således i stand til å utnytte situasjoner med markedsineffisiens og ulik prising av risiko som kan oppstå på grunn av markeds- eller investorsegmentering. En langsiktig investeringshorisont legger også til rette for å gjennomføre investeringer der det kan ta lang tid før de underliggende verdiene vil bli realisert.

Utgangspunktet for Folketrygdfondets investeringsprosess er en analyse av makroøkonomiske forutsetninger og vekstprognoser samt forventninger knyttet til utviklingen i aksjemarkedet. Denne makroøkonomiske analysen danner grunnlaget for den videre prosessen med vurderinger av enkeltelskaper og porteføljesammensetting.

For å sikre at det gjennom overvekt investeres i selskaper som forventes å ha en mer positiv utvikling enn markedet, og gjennom undervekt unngår selskaper som forventes å ha en svakere utvikling enn markedet, legger Folketrygdfondet mye arbeid i vurderingen av enkeltelskaper. Det utarbeides grundige interne analyser som blant annet omfatter selskapet, den sektoren selskapet er i, utviklingen i markedet generelt og makroøkonomiske forhold. Både kvantitative og kvalitative investeringskriterier legges til grunn for investeringsbeslutningene. Av kvantitative kriterier kan nevnes egne utarbeidede verdivurderinger av selskapene basert på kontantstrøm, balanse og relevante forholdstall eller prisingsmultipler. De kvalitative kriteriene omfatter forhold som eierstruktur, styre, eierstyring, selskapsledelse, etiske forhold, strategi, konkurransemessige fortrinn,

produktfortrinn og vekstmuligheter samt finansiell kontroll. Det foretas også en vurdering av om selskapets vekst er lønnsom, og i hvilken grad forventet utvikling i selskapet allerede er tatt hensyn til i aksjekursen.

Folketrygdfondet har på grunn sin størrelse god tilgang til både markeds- og selskapsinformasjon gjennom veletablert kontakt med meglerapparatet, markedsaktører og selskaper nasjonalt og internasjonalt. Som stor langsiktig eier i mange selskaper gir dialog med selskapene, eierskapsutøvelse og deltakelse i aktuelle selskapsorganer, som eksempelvis bedriftsforsamling, nyttig kunnskap. Denne samlede informasjonstilgangen, både hva gjelder enkelt-selskaper og markedsforhold, gir et godt utgangspunkt for å utarbeide egne, grundige analyser. Disse selskapsanalysene gir grunnlag for å vurdere hvilke selskaper som over tid antas å gi god, langsiktig verdiskaping.

For å kunne nå målet om meravkastning i forhold til referanseporteføljen må Folketrygdfondet gjennom aktiv forvaltning sette sammen en portefølje som avviker fra referanseporteføljen. Alle avvik fra referanseporteføljen innebærer at Folketrygdfondet isolert sett øker risikoen i porteføljen. Det er derfor viktig at avvikene er et resultat av velfunderte og bevisste valg, at avvikene er tilstrekkelig store til å kunne gi målbare resultater og at de blir kontrollert og fulgt opp på en systematisk måte. Den etablerte investeringsprosessen skal derfor også sikre at de kjøp og salg som gjennomføres er innenfor de risikorammer som er fastsatt. Den fastsatte risikorammen for forventet relativ volatilitet setter en grense for hvor store avvik som kan tas. En viktig oppgave i den aktive forvaltningen er derfor å bestemme hvordan risikoen i porteføljen skal fordeles for å oppnå høyest mulig meravkastning. Dersom et selskap er vurdert som et interessant investeringsobjekt foretas det derfor en analyse av hvordan selskapet passer inn i den samlede porteføljen. I den forbindelse vurderes også om det skal investeres mer eller mindre i selskapet på bekostning av andre selskaper i porteføljen.

I sammensettingen av porteføljen er den langsiktige investeringshorisonten en viktig forutsetning for å kunne opptre aktivt motsyklisk i aksjemarkedet gjennom kjøp og salg av aksjer i enkelt-selskaper. Samlet sett har Folketrygdfondet en investeringsprofil som gjør at aksjeporteføljene normalt oppnår en høyere avkastning enn markedet i perioder med sterk kursnedgang, samtidig som en normalt vil gjøre det dårligere i perioder med sterk kursoppgang. Over tid har det vist seg at denne investeringsprofilen har resultert i meravkastning for SPN.

Samlet sett har Folketrygdfondet en investeringsprofil som gjør at aksjeporteføljene normalt oppnår en høyere avkastning enn markedet i perioder med sterk kursnedgang, samtidig som en normalt vil gjøre det dårligere i perioder med sterk kursoppgang. Denne investeringsstrategien har medført en lavere risiko enn referanseindeks over tid og resultert i meravkastning for SPN. Ved analyser av avkastningsutviklingen gir dette seg utslag i lavere beta enn 1. I en serie studier konstaterer Haugen og Baker (1991, 1996, 2009) at porteføljer med lav volatilitet kan ha en slående evne til å møte eller overgå markedets avkastning med en risiko som er lavere enn markedet. De nevner flere årsaker til en slik sammenheng og peker på at det er en rekke forutsetninger som må være tilstede for at en markedsvektet indeks skal representere en effisient portefølje. En av forutsetningene som kan virke inn på et lokalt marked og en lokal indeks er tilstedeværelsen av utenlandske investorer. Internasjonale investorer vil sette sammen en portefølje av norske verdipapirer som er effisient i

forhold til deres internasjonale investeringsmuligheter, og det vil påvirke prisingen av norske verdipapirer. Konkret kan det innebære at alternative porteføljer har høyere avkastning og lavere risiko enn en markedsbasert norsk indeks.

Den samlede aksjeporteføljen som Folketrygdfondet forvalter består av en norsk portefølje og en nordisk. Disse porteføljene forvaltes separat. Selv om de enkelte forvaltere har et særskilt ansvar for sine respektive analytikerporteføljer, legges det vekt på at arbeidet med totalporteføljene er teambasert. På den måten sikres kompetanse- og kunnskapsoverføring mellom forvalterne, både på tvers av markeder, sektorer og selskaper. I tillegg dekkes behovet for å se ulike sektorer og aktive investeringsvalg i sammenheng gjennom den teambaserte arbeidsformen. Samme investeringsprofil og -prosess legges for øvrig til grunn for aksjeforvaltningen både i Norge og Norden.

2.3.3 Samspilleffekter i forvaltningen av de norske og de nordiske porteføljene

Selv om Folketrygdfondet er en stor aktør i det norske markedet og en mindre aktør i det nordiske, legges i hovedsak samme investeringsprofil og -prosess til grunn for forvaltningen både i Norge og Norden. En viktig årsak til dette er at Folketrygdfondet har erfart positive samspill- og kompetanseoverføringseffekter ved å forvalte både norske og nordiske porteføljer. Blant annet er den kompetanse og kunnskap som opparbeides gjennom arbeidet med den nordiske porteføljen svært nyttig også i forvaltningen av den norske porteføljen, og omvendt.

Det norske aksje- og kredittmarkedet er i internasjonal sammenheng svært konsentrert. Innenfor flere bransjer er det utelukkende ett eller et fåtall selskaper som er børsnotert eller har utstedt obligasjoner. I Folketrygdfondets arbeid med å analysere selskapene inngår også en analyse av selskapenes bransje og konkurrenter. I flere av de bransjene hvor det i Norge er svært få børsnoterte selskaper, er flere av konkurrentene børsnotert i andre nordiske land. Dette gjelder blant annet innenfor telekommunikasjon, finans og treforedling. Dette betyr at Folketrygdfondet for å kunne foreta en tilfredsstillende vurdering av et selskap notert på Oslo Børs, i mange tilfeller også må analysere selskaper notert på andre nordiske børser. For å kunne være en god forvalter i det norske markedet må Folketrygdfondet derfor også ha en god kunnskap om det nordiske markedet. Folketrygdfondet erfarer også at de samspilleffekter vi oppnår ved ikke bare å analysere konkurrentene til norske selskaper, men også ta et standpunkt til selskapene gjennom aktiv forvaltning i Norden, gjør Folketrygdfondet til en bedre forvalter i det norske aksjemarkedet. Tilsvarende vil de grundige vurderinger som eksempelvis gjøres gjennom egne kredittanalyser i det norske markedet være til nytte ved investeringer i samme sektor eller tilsvarende selskaper på nordisk basis.

Som forvalter i et bredere marked får Folketrygdfondet bedre oppfølging fra et større utvalg av meglere og analysemiljøer. Den økte informasjonstilgang forvalterne får gjennom å operere i et mer internasjonalt investeringsunivers anses positivt for forvaltningsarbeidet, og gjør det lettere å fange opp markedsendringer på et tidligere tidspunkt.

Nordiske investeringer utgjør kun 15 prosent av den samlede porteføljen, men den høyere likviditeten i dette markedet er likevel ikke uten betydning. Ønskede porteføljetilpasninger kan

således gjøres raskere i Norden enn i Norge og dermed bidra til en mer ønsket sammensetning av den samlede porteføljen.

I tillegg til de samspilleffekter som er nevnt ovenfor, og som samlet sett bidrar til en bedre forvaltning, er det også andre forhold av mer kvalitativ art som er av betydning. Den kompetansen og de ekstra arbeidsoppgavene som forvaltning utenfor det norske markedet medfører, tilfører også Folketrygdfondet som organisasjon en størrelse som gir fleksibilitet og mindre sårbarhet. Dette anses som viktig for å kunne tiltrekke seg, utvikle og beholde riktig kompetanse på alle nivåer.

2.4 Eierskaps- og kreditorutøvelse

Folketrygdfondet legger vekt på aktiv eierskapsutøvelse og oppfølging av obligasjonslån for å sikre SPNs finansielle interesser og bidra til langsiktig verdiskaping. Folketrygdfondet er obligasjonseier og har store eierandeler i enkeltelskaper (kan eie inntil 15 prosent av ett enkelt selskap i Norge og 5 prosent i Norden). Videre var Folketrygdfondets andel av den samlede markedsverdien på Oslo Børs 4,4 prosent ved utgangen av 2009 og 9,3 prosent regnet som andel av hovedindeksen på Oslo Børs. En stor eierandel i selskapene medfører høye krav til ansvarlig eierskapsutøvelse og behov for å bidra til et velfungerende finansmarked (uavhengig av om forvaltningen er passiv eller aktiv). Dette forholdet forsterkes ved at om lag halvparten av aksjonærene i norske selskaper ikke møter på generalforsamlinger⁶.

Folketrygdfondet har fastsatt eierprinsipper og etiske retningslinjer for investeringsaktiviteten. Virkemidlene som benyttes i eierskapsutøvelsen er stemmegivning på generalforsamling og deltagelse i styrende organer som valgkomite og bedriftsforsamling/representantskap. For obligasjonslån skjer oppfølgingen av kreditorrollen gjennom deltagelse på obligasjonseiermøter. I tillegg følges både eierrollen og kreditorrollen opp gjennom direkte kontakt med selskapene. De finansielle interessene til SPN følges også opp ved samtaler og forhandlinger med finansielle og juridiske rådgivere og tilretteleggere ved selskapshendelser, for eksempel for å trygge verdiene ved restrukturering av gjeld.

Folketrygdfondet er ikke representert i selskapenes styre. Styrets mandat fra aksjonærene er blant annet å føre tilsyn med og sikre en god utvikling av selskapene på lang sikt. Folketrygdfondets ansvar som aksjonær er dermed å påse at styrene ivaretar oppgavene på en tilfredsstillende måte for alle aksjonærer. Generelt følger vi den økonomiske utviklingen i selskapene nøye. I tillegg er vi opptatt av konkrete eierspørsmål som styrevalg, avlønning, prinsipper knyttet til verdier, miljø og sosial bærekraft, eierstyringsprinsipper, rapportering og kommunikasjon samt kapitalstruktur og strategiske spørsmål.

Folketrygdfondet legger vekt på aktiv eierskapsutøvelse og oppfølging av obligasjonslån for å sikre SPNs finansielle interesser og bidra til langsiktig verdiskaping. Vår erfaring er at god eier- og kreditoroppfølging krever innsikt og kunnskap om selskapene. Et viktig prinsipp for Folketrygdfondet er derfor at eierskaps- og kreditorutøvelsen må være en integrert del av investeringsvirksomheten.

⁶ For selskapene som inngår i OSEBX var 52,0 prosent av stemmene, direkte eller ved fullmakt, representert på sist avholdt generalforsamling i 2010. Deltagelse på generalforsamlingene varierte fra 11,2 prosent til 96,5 prosent.

Folketrygdfondet skal opptre med troverdighet og oppnå resultater i eierskapsutøvelsen. Vi må derfor ha nødvendig kunnskap og kompetanse for å vurdere de spørsmål eierne skal ta stilling til. Kompetansen som benyttes i en slik sammenheng, er bygd opp i Folketrygdfondet gjennom mange år, ved kontinuerlig å følge selskapenes utvikling og ved å være i dialog med selskapene og relevante markedsaktører.

Dette kan for så vidt være en kompetanse som kan bygges opp også med et passivt mandat, men vil i så fall være preget av mindre selskapsspesifikk kompetanse. Det er vår oppfatning at eieroppfølgingen blir bedre når de som forestår eieroppfølgingen også er ansvarlige for å foreta aktive investeringsbeslutninger om avvik fra referanseporteføljen. Med et passivt mandat vil eierskapsutøvelsen kunne innebære mindre gjennomslag for våre synspunkter, da selskapene vil være inneforstått med at Folketrygdfondet vil være bundet av indeksens sammensetning uavhengig av deres respons.

Som stor aksjonær i norske selskaper anses eierskapsrollen å bli betydelig bedre ivaretatt gjennom en aktiv forvaltning av porteføljen.

2.5 Folketrygdfondets risikoppfølging

Folketrygdfondets styre fastsetter strategi for aktiv forvaltning innenfor rammer satt av Finansdepartementet. Styret fastsetter også prinsipper for risikostyring, internkontroll og rapporteringskrav, mens administrasjonen i Folketrygdfondet forestår den daglige operative forvaltningen.

Et sentralt element i Folketrygdfondets forvaltning av SPN er den oppfølging og overvåking som skjer i forhold til mandatets målsetting og risikorammer. I utfyllende retningslinjer til forvaltningen av SPN har Finansdepartementet satt krav om beste praksis for risikostyring og internkontroll, og dette legges til grunn ved måling, styring og kontroll av sentrale risikofaktorer som markeds- og kredittrisiko.

De ulike rollene i forvaltningen av SPN og risikostyringen er organisert langs "3-forsvarslinjer" som illustreres ved følgende figur:

Styret		
Organisere risikostyringen og definere risikovillighet		
Internrevisjon		
Overvåking av risikostyring		
Risikostyringsfunksjoner inkl. investeringskomite og risikokomite		
Porteføljeovervåking og compliance		
Operative risikostyringsaktiviteter		
Avkastningsmåling	Kontrollaktiviteter i porteføljeforvaltning	Porteføljeforvaltning aksjer - og renter

"1.forsvarslinje" - Operative risikostyringsaktiviteter:

Operative risikostyringsenheter er risikostyring som skjer ved aksje- og renteavdelingens utøvelse av porteføljeforvaltning og kontrollaktiviteter opp mot fullmaktsgrenser, risikorapporter og rammer. Avstemming og kontroll gjennomføres i oppgjørsfunksjonen og regnskap.

"2. forsvarslinje" – risikostyringsavdelinger og komiteer:

Avdeling for forvaltningsstøtte har løpende overvåking av rammer og fullmakter, varsler løpende og rapporterer på ukentlig basis eventuelle avdekkede brudd på etterlevelse av rammer, fullmakter og retningslinjer til investeringskomiteen.

Forretningsstøtte og kontroll er en stabsfunksjon som er ansvarlig for å tilrettelegge for god internkontroll og risikostyring, herunder prosesser for godkjenning av nye instrumenter.

Investeringskomiteen gjennomfører løpende porteføljeoppfølging og overvåking av risiko (markeds-, valutakurs-, kreditt-, og motpartsrisiko) mot etablerte rammer og aktivaallokering. Særskilte kreditt- eller motpartsrammer skal godkjennes av investeringskomiteen. Videre følger investeringskomiteen opp løpende rapportering vedrørende etterlevelse av rammer og retningslinjer ("compliance").

Risikokomiteen skal bistå administrerende direktør i etablering og oppfølging av risikostyringen i organisasjonen, herunder foreslå risikopolisy, risikostyringsrammeverk, metoder og prosedyrer for risikostyring.

"3. forsvarslinje" – internrevisjon:

Internrevisjonen er underlagt styret og skal, uavhengig av administrasjonen, foreta systematiske risikovurderinger og verifisere at risikostyringen fungerer som forutsatt.

Risikofaktorer ved forvaltningen

Det overbyggende målet for risiko i forvaltningen av SPN er definert som forventet relativ volatilitet. Metodeverket Folketrygdfondet benytter for å beregne forventet relativ volatilitet har visse svakheter og fanger ikke opp alle typer av risiko på en god nok måte. Dette gjelder særskilt i tilfeller

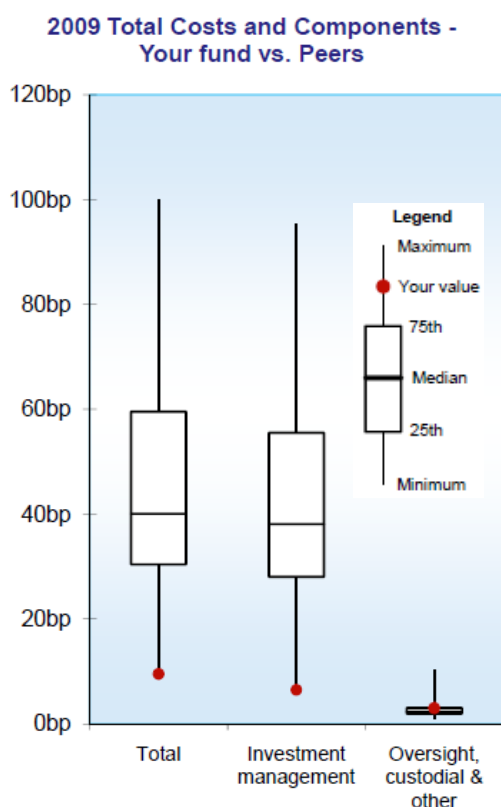
hvor markedsutviklingen brått skifter og tidligere sammenhenger i markedene brytes. Vi måler derfor også andre former for risiko i forvaltningen. En kilde til å avdekke områder som ikke godt nok fanges opp av måltallet forventet volatilitet er stresstesting. Folketrygdfondet utfører derfor stresstester for porteføljen og for differanseavkastningen basert på kjente historiske hendelser som finanskrisen, 11. september 2001, Asiakrisen og andre tilsvarende hendelser som har hatt stor påvirkning på volatiliteten i finansmarkedene. Vi forsøker også å definere andre mulige hendelser enn de historiske, med sikte på å finne scenarier som rammer porteføljen eller differanseavkastning. Graden av sammenfall mellom porteføljen og referanseporteføljen er et risikomål som er godt egnet til å supplere relativ volatilitet, fordi denne metoden ikke avhenger av modellmessige forutsetninger. Sammenfall måler hvor stor grad av porteføljen som er lik referanseporteføljen. Konsentrasjon av avvik fra referanseporteføljen analyseres for å vurdere risikoen, med sikte på konsentrasjon mot blant annet selskaper, sektorer, terminstruktur og kredittgrupper.

En sentral risikofaktor som brukes aktivt i porteføljen er andelen og graden av kredittinnhold i porteføljen sammenlignet med referanseporteføljens sammensetning. For å fange opp denne risikoen og kontrollere den, har styret i Folketrygdfondet definert et kredittrammeverk som medfører at eksponeringen på enkeltutstedere begrenses.

2.6 Kostnader ved forvaltningen av SPN

Folketrygdfondets kostnader knyttet til forvaltningen av SPN er lave sammenlignet med andre fond. Det kanadiske firmaet CEM Benchmarking Inc (CEM) bistår Finansdepartementet i evalueringen av forvaltning av SPN. Figur 5 er hentet fra rapporten for 2009 datert 17. september 2010. I databasen til CEM inngår det data fra 332 forvaltere, hvorav 48 europeiske fond. CEM har plukket ut 17 internasjonale fond som kostnadsbildet til SPN sammenlignes med.

Figur 5 Kostnadene til SPN i forhold til sammenlignbare fond (kilde: CEM)



Figur 5 viser kostnadene for 2009 delt opp i de to kategoriene forvaltning (Investment management) og kontroll, depotutgifter og annet (Oversight custodial & other).

De totale kostnadene i 2009 var på 9,5 basispunkter. Av kostnadene kan 3 basispunkter henføres til kontroll, depotutgifter og annet. Det plasserer Folketrygdfondet i det øvre kostnadsbildet sammenlignet med andre forvaltere. De siste 6,5 basispunktene kommer fra forvaltningen. Her er det Folketrygdfondet som er den forvalteren med de laveste kostnadene i utvalget. Også totalt er det forvaltningen av SPN som kommer ut med de laveste kostnadene i utvalget til CEM.

De relativt høye kostnader til kontroll, depotutgifter og annet må ses i sammenheng med de krav som Finansdepartementet og Folketrygdfondet selv setter til

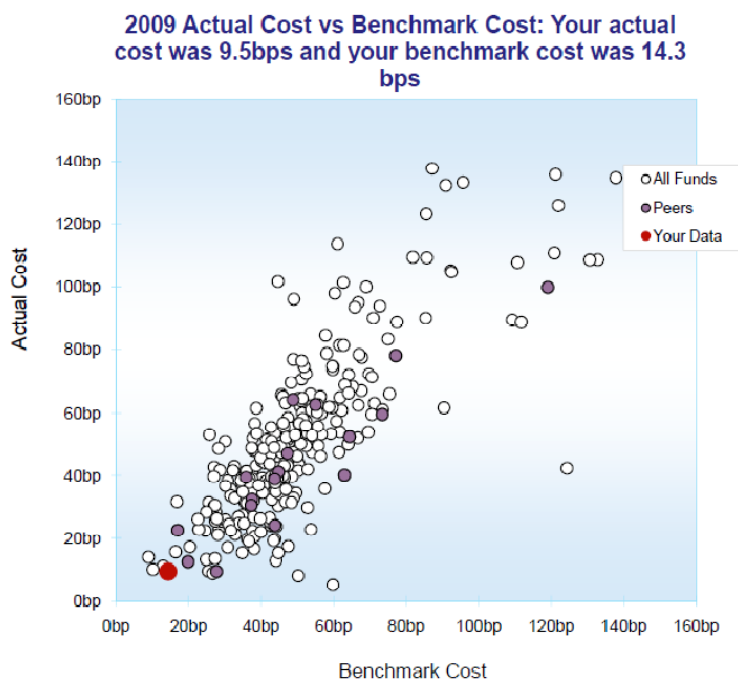
rapportering og internkontroll. Disse kostnadene er i liten grad påvirket av innslaget av aktiv forvaltning.

Hovedårsaken til at selve forvaltningen er langt rimeligere enn for andre fond i utvalget til CEM er at det er rimeligere å foreta aktiv forvaltning med interne ressurser enn gjennom eksterne mandater. I underlagsmaterialet til CEM fremgår det at Folketrygdfondets interne forvaltning er noe dyrere enn for sammenlignbare fond i det europeiske markedet. Til en viss grad henger det sammen med at SPN har et snevert geografisk mandat (ikke hele Europa), og er store i sitt marked. Sammenlignbare fond utgjør en mindre del av sitt marked samtidig som de gjennomgående er noe større enn SPN og derfor oppnår stordriftsfordeler.

Kostnadene til forvaltningen kan deles opp i kostnader knyttet til vedlikehold av porteføljen, eierskapsoppfølging og aktive forvaltningsstrategier. De to første komponentene er i liten grad avhengig av innslaget av aktiv forvaltning.

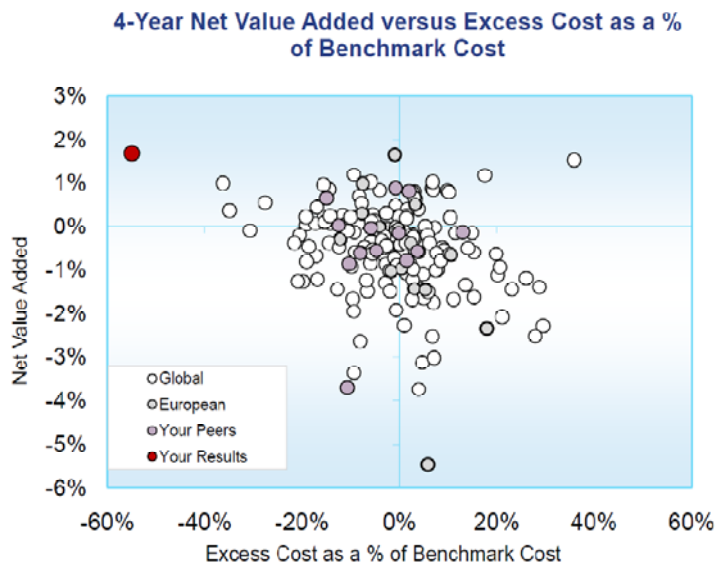
I figur 6 viser vi faktiske kostnader for alle fondene i undersøkelsen til CEM for 2009. Figuren viser at det er stor variasjon i kostnadsbildet. Fond med høye kostnader har stort innslag av dyrere aktivklasser som medfører høyere forvaltningskostnader som for eksempel eiendom, private equity og hedgefond.

Figur 6 Kostnadene til SPN i forhold til referansekostnader og sammenlignbare fond, kilde:CEM



I figur 7 er kostnadsbildet for de siste fire årene vist sammenlignet med oppnådd meravkastning. Siste 4 år er valgt som følge av at CEM ikke har kostnadsdata for SPN lengre tilbake i tid. Det er ingen fond av de totalt 332 fondene som oppnådde høyere meravkastning enn SPN siste 4 år. Kostnadsbildet er vist som prosent av kostnadene for sammenlignbare fond. Ingen fond har så lave kostnader som SPN målt som prosent av kostnadene for sammenlignbare fond. Vi mener dette indikerer at vi har gode forutsetninger for aktiv forvaltning. Vi vil imidlertid peke på at meravkastningen de siste 4 årene er særskilt god, og høyere enn vi kan forvente over lengre tidsrom og høyere enn hva vi har oppnådd over lengre tid.

Figur 7 Meravkastning og kostnadsbildet siste 4 år, kilde:CEM



2.7 Forventet differanseavkastning

Folketrygdfondets målsetning for den aktive forvaltningen er å oppnå en årlig meravkastning på 40 basispunkter (0,40 prosentpoeng) over tid, før forvaltningskostnadene trekkes fra.

Et annet mål for forvaltningen kan være årlig verdiskaping, og med det menes den faktiske meravkastningen justert for den avkastningen som kunne vært oppnådd med passiv forvaltning.

De avkastningstall Folketrygdfondet løpende publiserer er oppnådd avkastning for porteføljen. Når referanseporteføljens avkastning trekkes fra får vi oppnådd meravkastning. Vi publiserer både brutto meravkastning og netto meravkastning. Netto meravkastning er den faktisk oppnådde meravkastningen fratrukket forvaltningskostnadene Folketrygdfondet belaster SPN med. De direkte transaksjonskostnadene som oppstår i forvaltningen er løpende belastet avkastningen.

Siden 1998 har årlig brutto meravkastning vært 45 basispunkter før kostnader. Ved å justere den historiske aktivasammensetningen med aktivasammensetningen til dagens mandat og gjøre bruk av dagens referanseportefølje for norske aksjer også i de første fire årene etter 1998, endres årlig brutto meravkastning til 36 basispunkter (jfr tabell i delkapittel 1.6).

Brutto og netto meravkastning er beregnet på bakgrunn av Folketrygdfondets daglige avkastningsberegninger, indeksleverandørenes daglige beregninger og regnskapstall for faktiske forvaltningskostnader. Begrepet netto verdiskaping som vi har gjort bruk av i avkastningsmålet er i tillegg basert på skjønsmessige fremstillinger av merinntekter og merkostnader knyttet til passiv forvaltning i forhold til referanseporteføljens avkastning.

2.7.1 Relevante kostnadskomponenter ved passiv forvaltning

Referanseporteføljen 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. En ren passiv forvaltning er ikke mulig å gjennomføre som følge av SPNs størrelse, men vi har sett bort fra dette i estimeringen av merkostnader. De viktigste kostnadskomponentene er

- Rebalanseringskostnader
- Kostnader ved løpende indekstilpasninger
- Forvaltningskostnader

Rebalanseringskostnader

Rebalanseringskostnader er knyttet til transaksjonskostnader som oppstår når porteføljen må rebalanseres for å bringe aktivasammensetningen tilbake til utgangspunktet for de strategiske vektene til referanseporteføljen. Disse kostnadene vil svinge over tid avhengig av størrelsen og hyppigheten på rebalanseringene. Vi har tidligere beregnet rebalanseringskostnadene i 2008 og 2009 til hhv. 4 og 5 basispunkter. I 2010 har det ikke vært gjennomført rebalanseringer.

Ved beregning av disse kostnadene har vi ikke estimert effekten av at det for å få gjennomført overføringer fra en aktivaklasse til en annen ikke har vært mulig å kjøpe eller selge like store andeler i alle verdipapirer. Hensynet til å få gjennomført rebalanseringene så raskt som mulig har blitt ansett som viktigst. Verdipapirer med god likviditet er derfor overrepresentert både blant de verdipapirer som selges og som kjøpes i de rebalanseringer som har vært gjennomført. I tillegg til at en slik prosess ville tatt uforholdsmessig lang tid om den skulle vært gjennomført ved å handle en like stor andel i alle verdipapirer, ville transaksjonskostnadene også vært større. Vi har ikke anslått hvor mye mer transaksjonskostnadene ville vært, som følge av at vi anser en ren passiv forvaltning som uforenelig med SPNs størrelse og det etablerte rebalanseringsregimet, men betrakter 4-5 basispunkter som en forsiktig nedre grense. Som følge av at rebalanseringer ikke oppstår like ofte og i like stort omfang som i 2008 og 2009, kan de årlige kostnadene anslås til 3 basispunkter.

Kostnader ved løpende indekstilpasninger

Sammensetningen av referanseporteføljene endres gjennom året i tråd med det regelverket Oslo Børs sammen med de nordiske børsene har etablert for aksjeindeksene og Barclays Capital har etablert for obligasjonsindeksene. For et passivt forvaltet fond vil slike indeksendringer medføre endringer også av porteføljesammensetningen med tilhørende direkte og indirekte transaksjonskostnader. Denne kostnaden er større desto mindre likvid de ulike markedene er. For SPNs referanseportefølje kan disse kostnadene anslås til 6-10 basispunkter, med 8 basispunkter som enkeltanslag. Direkte transaksjonskostnader definert som kurtasje for aksjer og normal spread mellom kjøps- og salgskurser for obligasjoner for vår størrelse, kan anslås å medføre kostnader på 6 basispunkter i året. De indirekte kostnadene, som vil følge av at kursbildet presses dersom en stor forvalter opptrer passivt og gjennomfører kjøp og salg for å tilpasse seg indeksendringer, er forsiktig anslått til å være ytterligere 4 basispunkter. Til sammenligning er kostnadene for svenske aksjeindeksfond knyttet til kurtasje og andre direkte kostnader som belastes avkastning til fondet, på 10-15 basispunkter (målt som gjennomsnittlig forskjell mellom de to offentliggjorte kostnadsbegrepene totalkostnadsandel og total expense ratio for de svenske indeksfondene til SEB, Nordea og Robur). Avkastningen som er rapportert for SPN og målsettingen om meravkastning på 40 basispunkter er utregnet etter at transaksjonskostnader ved den aktive forvaltningen er trukket fra.

Forvaltningskostnader

Forvaltningskostnadene til SPN var i 2009 på nær 10 basispunkter, men forventes å bli om lag 8 basispunkter i 2010 som følge av at kapitalen har økt pga markedsutviklingen. En større andel av disse kostnadene vil påløpe uavhengig av forvaltningsform, og er blant annet knyttet til overvåking, kontroll, vedlikehold av porteføljen, rapportering, systemkostnader og generell administrasjon av Folketrygdfondet. Vi anslår at opp til ¼ av kostnaden kan relateres til aktiv forvaltning og at ¾ av kostnadene også vil påløpe ved passiv forvaltning. Det innebærer at forvaltningskostnadene ved passiv forvaltning kan anslås til 6-8 basispunkter. Til sammenligning er forvaltningshonoraret for norske og svenske aksjeindeksfond på 10-40 basispunkter, hvor fondet i den nedre delen av intervallet 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. Eksempel på slike kostnader er markedsføringskostnader og kostnader forbundet med å rapportere til et stort antall kunder.

2.7.2 Relevante inntektskomponenter ved passiv forvaltning

Ved passiv forvaltning vil enkelte inntektskomponenter være oppnåelige som ikke er inkludert i indeksen. De viktigste kildene er garantiprovisjon ved fortrinnsrettede emisjoner og utlånsinntekter.

Garantiprovisjon ved fortrinnsrettede emisjoner

I tilfeller hvor Folketrygdfondet eier mer enn 5 prosent av et selskap har Folketrygdfondet i flere tilfeller blitt forespurt om å garantere prorata for gjennomføringen av en fortrinnsrettet emisjon. Slike emisjoner justeres også i hovedindeksen på Oslo Børs, og garantiprovisjon vil derfor være en oppnåelig inntekt også ved passiv forvaltning. Denne inntektskomponenten vil variere over tid fra 0 til 1 basispunkter, og antas å utgjøre 1 basispunkt i 2010.

Inntekter fra utlån av verdipapirer

Inntekter fra aksjeutlån er inkludert i den rapporterte avkastningen til SPN. Så langt er 2008 det året hvor utlånsinntektene var på det høyeste og utgjorde da i underkant av 2 basispunkter. Ambisjonene fremover er at utlånsinntektene skal utgjøre 2 - 4 basispunkter. Mottatt kontantsikkerhet fra utlånsvirksomheten skal reinvesteres innenfor fastsatte rammeverk og risikogrenser. 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. Det kan derfor stilles spørsmål ved hvor mye av utlånsinntektene som vil være oppnåelig ved passiv forvaltning.

2.7.3 Anslag for netto verdiskapning ved aktiv forvaltning

Målsetningen for den aktive forvaltningen er en meravkastning på 40 basispunkter i året målt over tid (positiv differanseavkastning). Med forvaltningskostnader på 10 basispunkter tilsvarer det en netto meravkastning på 30 basispunkter.

Basert på de forutsetninger som er gjort over vil de anslåtte kostnadene ved passiv forvaltning som blir belastet avkastningen direkte være på 9-13 basispunkter og de anslåtte inntektene som også er relevante ved passiv forvaltning være på 2-5 basispunkter. Det gir et anslag for brutto

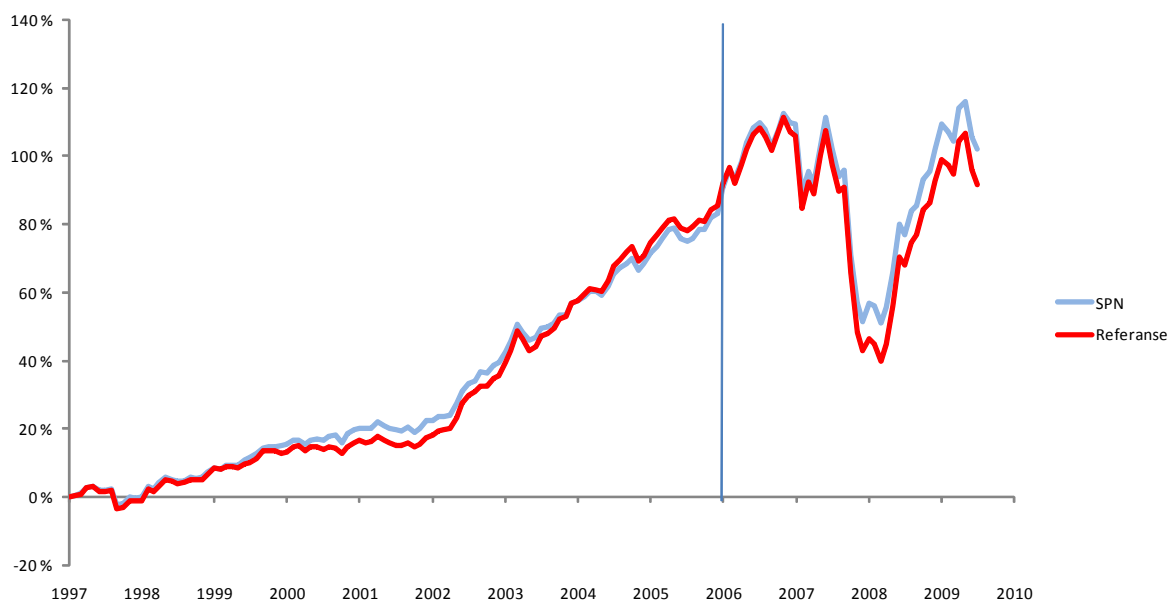
differanseavkastning ved passiv forvaltning i forhold til referanseporteføljens avkastning på -4 til -11 basispunkter. Etter fratregg for anslaget for forvaltningskostnader gir det et anslag for netto differanseavkastning på -10 til -19 basispunkter. Det medfører at vi kan anslå netto verdiskapning ved aktiv forvaltning i forhold til passiv forvaltning til å være 40-49 basispunkter.

	Differanseavkastning, målt i basispunkter
Mål for brutto differanseavkastning porteføljen	+40
Faktiske forvaltningskostnader	-10
Netto meravkastning porteføljen	+30
Referanseporteføljens avkastning	0
Transaksjonskostnader ved passiv forvaltning	-6 til -10
Rebalanseringskostnader	-3
Inntekter fra garantiprovisjon	0 til 1
Inntekter fra verdipapirutlån	2 til 4
Anslag for brutto differanseavkastning passiv forvaltning	-4 til -11
Forvaltningskostnader	-6 til -8
Netto differanseavkastning passiv forvaltning	-10 til -19
Netto verdiskapning ved aktiv forvaltning	+40 til +49

3 Appendiks

3.1 Avkastning for SPN

3.1.1 Akkumulert avkastning



	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 1 h 2010	
SPN, brutto	0,01 %	8,74 %	6,33 %	4,06 %	1,85 %	16,20 %	10,61 %	9,04 %	11,10 %	9,79 %	-25,13 %	33,51 %	-3,52 %
SPN, etter kostnader	-0,01 %	8,71 %	6,31 %	4,03 %	1,83 %	16,17 %	10,58 %	9,02 %	11,08 %	9,74 %	-25,20 %	33,41 %	-3,60 %
Referanse	-1,26 %	9,88 %	4,43 %	3,01 %	1,37 %	17,90 %	12,88 %	10,83 %	9,99 %	7,25 %	-28,78 %	35,75 %	-3,69 %
Diff (brutto)	1,26 %	-1,14 %	1,90 %	1,05 %	0,48 %	-1,71 %	-2,28 %	-1,78 %	1,11 %	2,55 %	3,65 %	-2,24 %	0,18 %

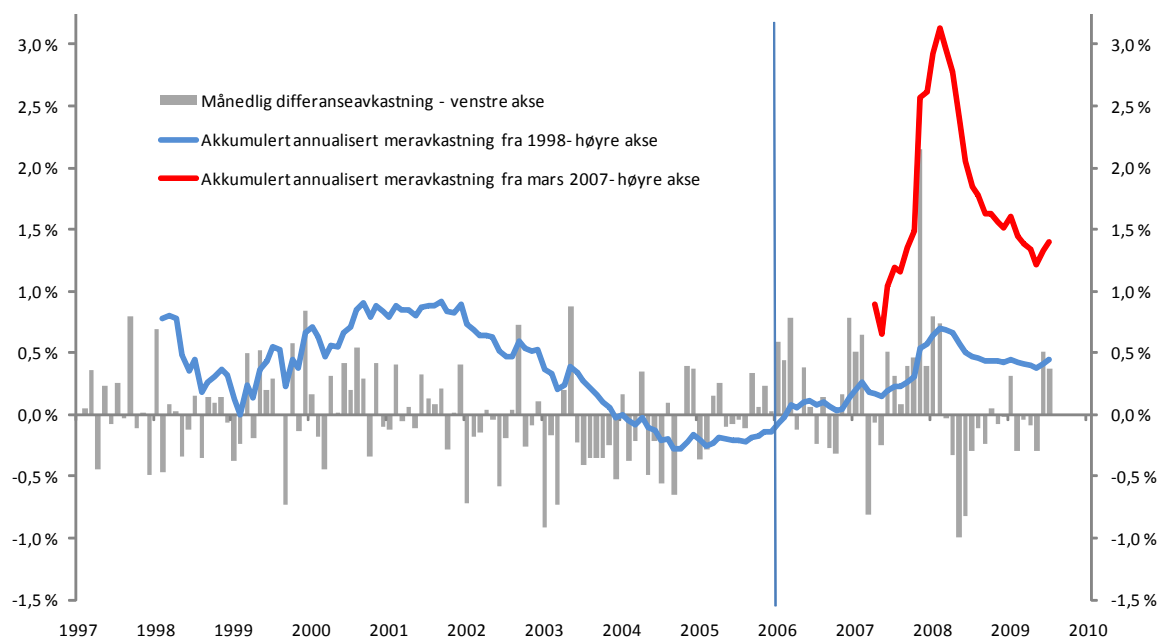
Kapital 31.12

mrd kroner 111,1 120,6 127,9 133,2 136,1 158,4 175,2 191,4 106,9 117,4 87,8 117,1

Grafen viser den akkumulert avkastningen for SPN i prosent fra 31.12.1997 til 30.06.2010. Tabellen viser årlige avkastninger, med unntak av 2010 som er for 1. halvår.

Den vertikale tidslinjen i slutten av 2006 representerer perioden før og etter at Folketrygdfondet tilbakebetalte 101,8 milliarder kroner til statskassen i forbindelse med avvikling av ordningen for kontolån. Om lag samtidig med dette, fra 1. januar 2007, ble forskrift for forvaltningen av SPN innført, som innebar en annen arbeidsdeling mellom Folketrygdfondet som forvalter og Finansdepartementet som oppdragsgiver. I sum innebar dette at regelverket ble endret fra at aksjer ikke kunne være høyere enn 20 prosent målt til bokført verdi, til at aksjeandelen skulle være mellom 50 og 70 prosent målt til markedsverdi. Dette innebærer at vi ved rapportering av avkastning i henhold til den internasjonale avkastningsstandard GIPS®, betrakter perioden før desember 2006 og fra mars 2007 som to forskjellige mandater.

3.1.2 Differanseavkastning



Annualisert meravkastning siste 12 måneder	Annualisert meravkastning siste 3 år	Annualisert meravkastning siste 5 år	Annualisert meravkastning siste 10 år	Annualisert meravkastning siden 1998
0,52%	1,71%	1,54%	0,45%	0,45%

Grafen viser månedlig differanseavkastning for SPN fra januar 1998 til juni 2010 (stolper) og annualisert differanseavkastning (blå og rød linje).

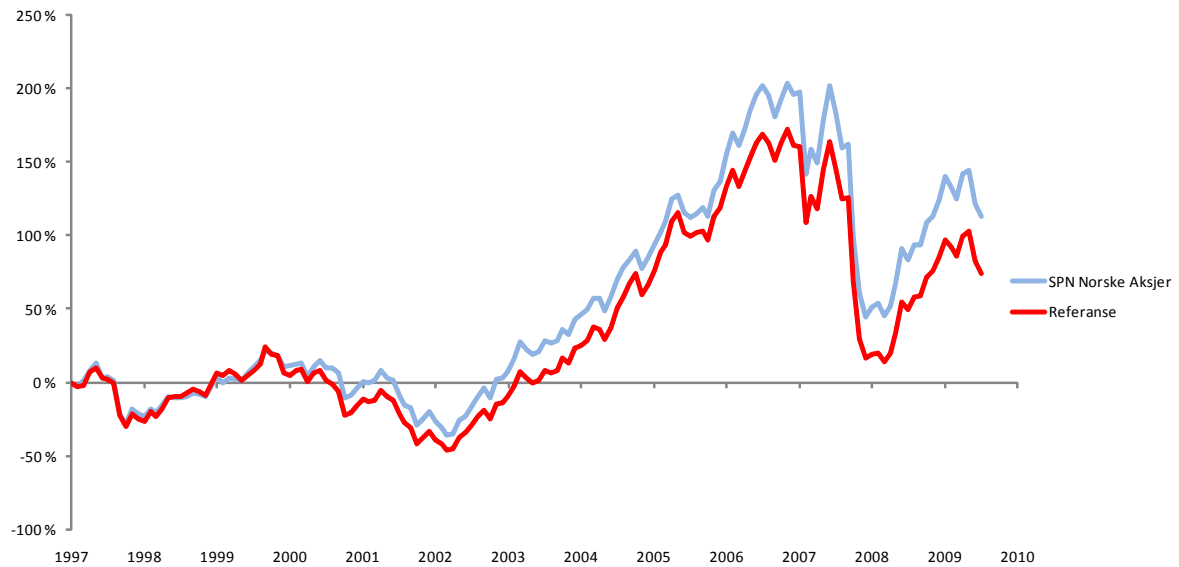
Den akkumulerte annualiserte differanseavkastningen starter i grafen først etter 13 måneder med historie og har for blå linje oppstart januar 1998 med varighet frem til aktuell dato og for rød linje oppstart mars 2007.

Per 30.06.2010 var den annualiserte differanseavkastningen for hele 12 ½ års perioden 0,45 prosentpoeng. For perioden fra mars 2007 (det pågående mandatet i henhold til avkastningsrapportering i henhold til GIPS[®]) er den annualiserte differanseavkastningen for hele perioden (siste 3 år og fire måneder) 1,4 prosentpoeng.

Tabellen viser annualisert meravkastning for ulike delperioder.

3.2 Avkastning for delporteføljen norske aksjer

3.2.1 Akkumulert avkastning



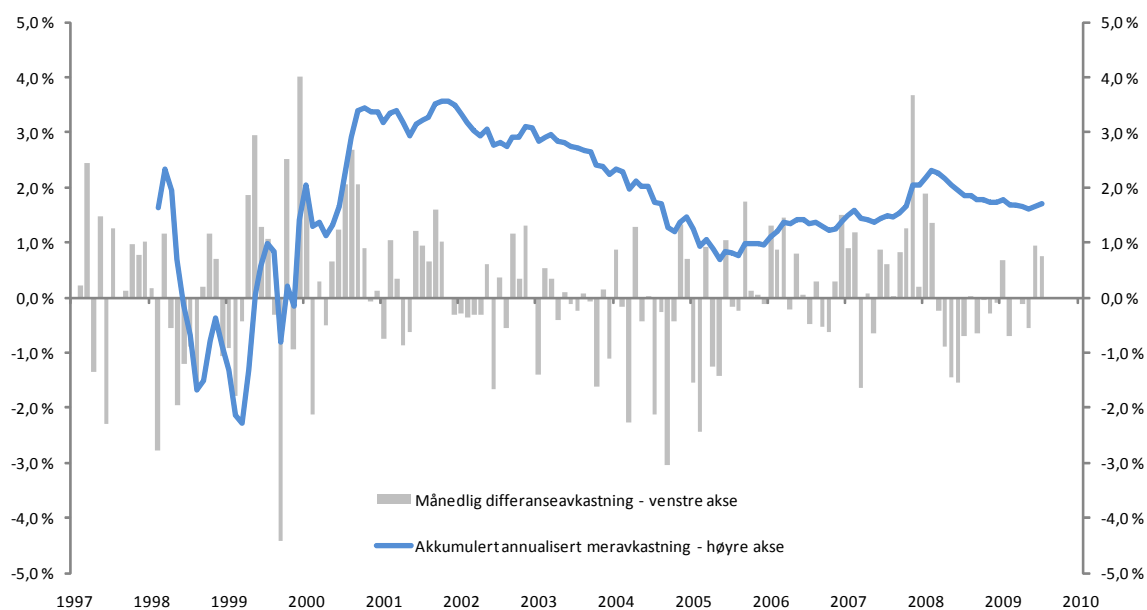
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 1 h	2010
SPN Norske Aksjer	-23,12 %	35,36 %	7,07 %	-9,58 %	-27,48 %	46,98 %	36,49 %	31,86 %	32,08 %	16,43 %	-49,16 %	58,98 %	-11,34 %
Referanse	-26,65 %	45,54 %	-1,68 %	-15,64 %	-31,09 %	48,40 %	38,45 %	40,48 %	32,44 %	11,46 %	-54,06 %	64,78 %	-11,69 %
Diff (netto)	3,54 %	-10,19 %	8,75 %	6,05 %	3,61 %	-1,42 %	-1,95 %	-8,62 %	-0,36 %	4,97 %	4,90 %	-5,80 %	0,35 %

Kapital 31.12 mrd
kroner

14,1 19,9 21,0 23,0 19,2 25,6 33,8 41,9 54,5 60,3 39,0 63,7

Grafen viser den akkumulert avkastningen for delporteføljen norske aksjer i prosent fra 31.12.1997 til 30.06.2010. Tabellen viser årlige avkastninger, med unntak av 2010 som er for 1. halvår.

3.2.2 Differanseavkastning



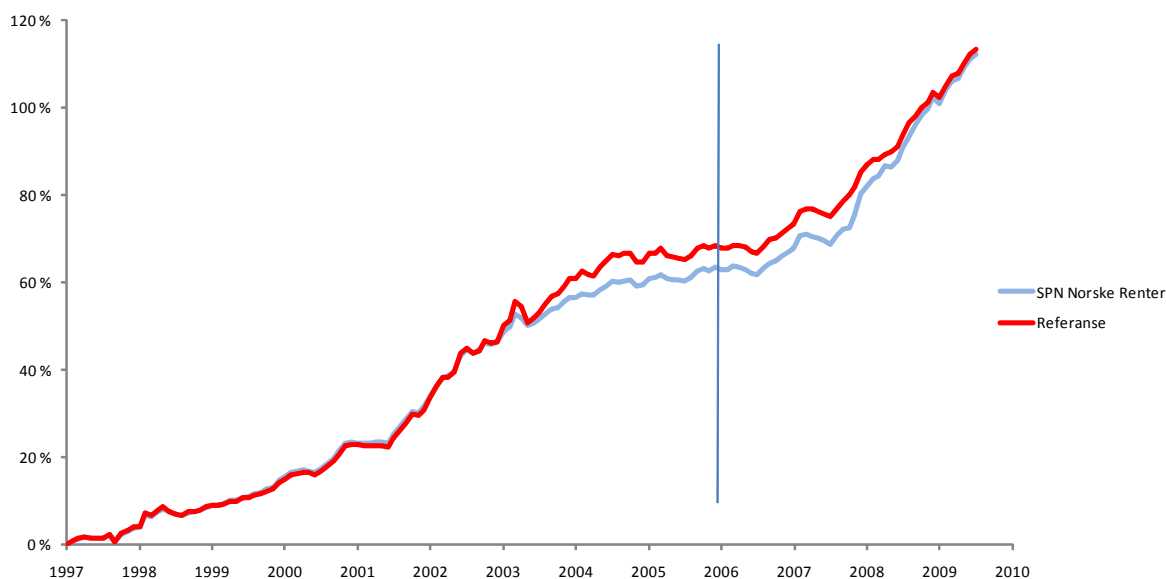
Annualisert meravkastning siste 12 måneder	Annualisert meravkastning siste 3 år	Annualisert meravkastning siste 5 år	Annualisert meravkastning siste 10 år	Annualisert meravkastning siden 1998
0,70 %	2,99 %	2,42 %	2,10 %	1,73 %

Grafen viser månedlig differanseavkastning for delporteføljen norske aksjer for januar 1998 til juni 2010 (stolper) og annualisert differanseavkastning (blå linje). Den akkumulerte annualiserte differanseavkastningen starter i grafen først etter 13 måneder med historie og har for alle datoer oppstart januar 1998 med varighet frem til aktuell dato. Per 30.06.2010 var den annualiserte differanseavkastningen for hele 12 ½ års perioden 1,71 prosentpoeng.

Tabellen viser annualisert meravkastning for ulike delperioder.

3.3 Avkastning for delporteføljen norske renter

3.3.1 Akkumulert avkastning



	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 1 h	2010
SPN Norske Renter	3,94 %	4,72 %	6,14 %	6,62 %	8,78 %	11,06 %	5,16 %	2,80 %	1,33 %	2,96 %	8,48 %	10,38 %	5,54 %
Referanse	4,12 %	4,55 %	5,64 %	6,84 %	8,75 %	12,24 %	7,18 %	3,67 %	0,72 %	3,23 %	7,84 %	8,33 %	5,42 %
Diff (netto)	-0,18 %	0,16 %	0,50 %	-0,22 %	0,03 %	-1,18 %	-2,02 %	-0,87 %	0,61 %	-0,27 %	0,64 %	2,05 %	0,11 %

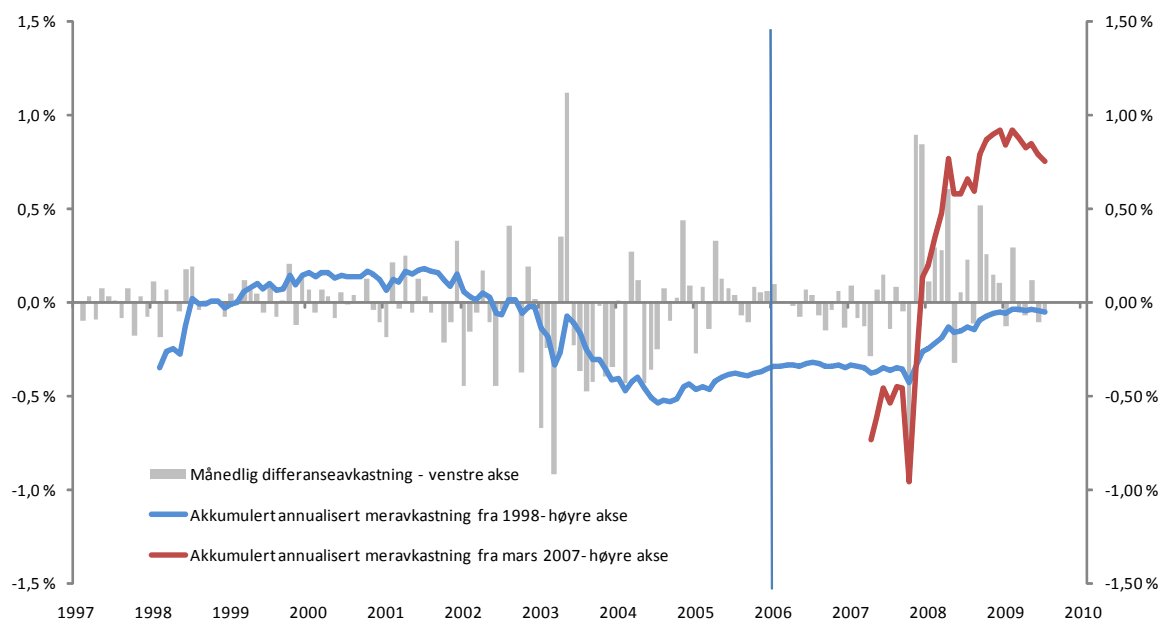
Kapital 31.12 mrd

kroner

Grafen viser den akkumulert avkastningen for delporteføljen norske renter i prosent fra 31.12.1997 til 30.06.2010. Tabellen viser årlige avkastninger, med unntak av 2010 som er for 1. halvår.

Den vertikale tidslinjen i slutten av 2006 representerer perioden før og etter at Folketrygdfondet tilbakebetalte 101,8 milliarder kroner til statskassen i forbindelse med avvikling av ordningen for kontolån. Om lag samtidig med dette, fra 1. januar 2007, ble forskrift for forvaltningen av SPN innført, som innebar en annen arbeidsdeling mellom Folketrygdfondet som forvalter og Finansdepartementet som oppdragsgiver. For den norske renteporteføljen innebar dette at regelverket ble endret og statsandelen ble endret i betydelig grad. Dette innebærer at vi ved rapportering av avkastning i henhold til den internasjonale avkastningsstandard GIPS®, betrakter perioden før desember 2006 og fra mars 2007 som to forskjellige mandater.

3.3.2 Differanseavkastning



Annualisert meravkastning siste 12 måneder	Annualisert meravkastning siste 3 år	Annualisert meravkastning siste 5 år	Annualisert meravkastning siste 10 år	Annualisert meravkastning siden 1998
0,61%	1,06%	0,74%	-0,07%	-0,02%

Grafen viser månedlig differanseavkastning for delporteføljen norske renter for januar 1998 til juni 2010 (stolper) og annualisert differanseavkastning (blå og rød linje).

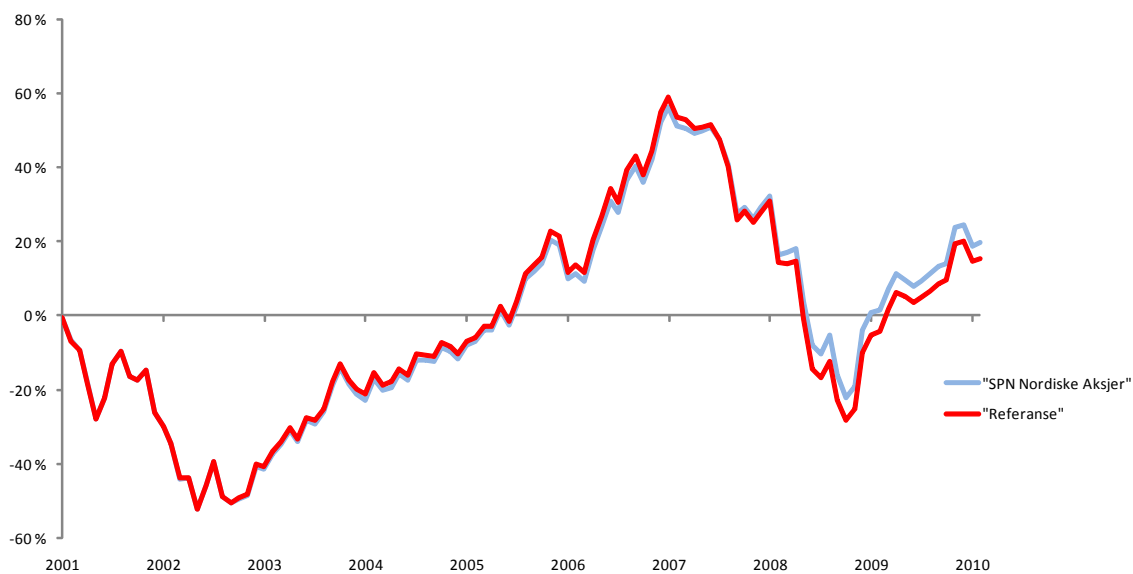
Den akkumulerte annualiserte differanseavkastningen starter i grafen først etter 13 måneder med historie og har for blå linje oppstart januar 1998 med varighet frem til aktuell dato og for rød linje oppstart mars 2007.

Per 30.06.2010 var den annualiserte differanseavkastningen for hele 12 ½ års perioden -0,02 prosentpoeng. For perioden fra mars 2007 (det pågående mandatet i henhold til avkastningsrapportering i henhold til GIPS®) er den annualiserte differanseavkastningen for hele perioden (siste 3 år og fire måneder) 0,78 prosentpoeng.

Tabellen viser annualisert meravkastning for ulike delperioder.

3.4 Avkastning for delporteføljen nordiske aksjer

3.4.1 Akkumulert avkastning



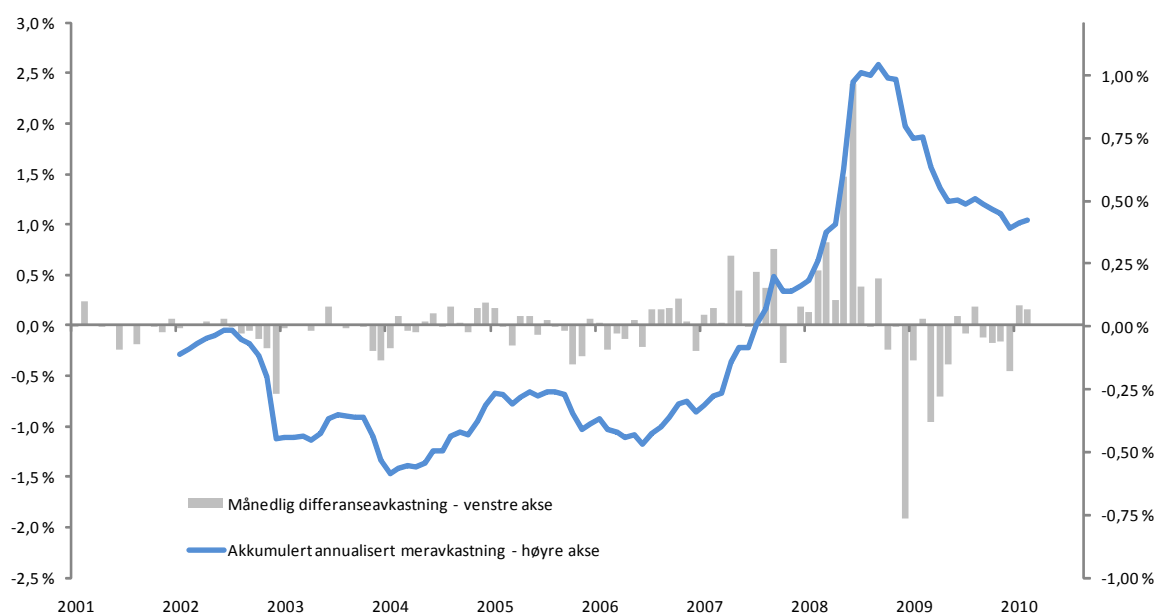
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 1 h	2010
SPN Nordiske Aksjer	-9,68 %	-43,53 %	45,05 %	18,92 %	25,07 %	24,16 %	2,99 %	-32,75 %	17,62 %	7,72 %
Referanse	-9,56 %	-43,54 %	46,39 %	19,61 %	24,52 %	25,31 %	0,42 %	-37,47 %	21,68 %	8,29 %
Diff (netto)	-0,12 %	0,01 %	-1,34 %	-0,69 %	0,55 %	-1,16 %	2,57 %	4,72 %	-4,06 %	-0,56 %

Kapital 31.12 mrd
kroner

1,0 0,9 5,5 7,1 8,7 10,9 10,0 7,4

Grafen viser den akkumulert avkastningen for delporteføljen nordiske aksjer i prosent fra mai 2001 til 30.06.2010. Tabellen viser årlige avkastninger, med unntak av 2001 som er fra mai til desember og for 2010 som er for 1. halvår. Oppstart for denne delporteføljen var i starten av mai 2001.

3.4.2 Differanseavkastning



Annualisert meravkastning siste 12 måneder	Annualisert meravkastning siste 3 år	Annualisert meravkastning siste 5 år	Annualisert meravkastning siste 10 år	Annualisert meravkastning siden 1998
-0,90 %	1,24 %	0,95 %	0,35 %	n/a

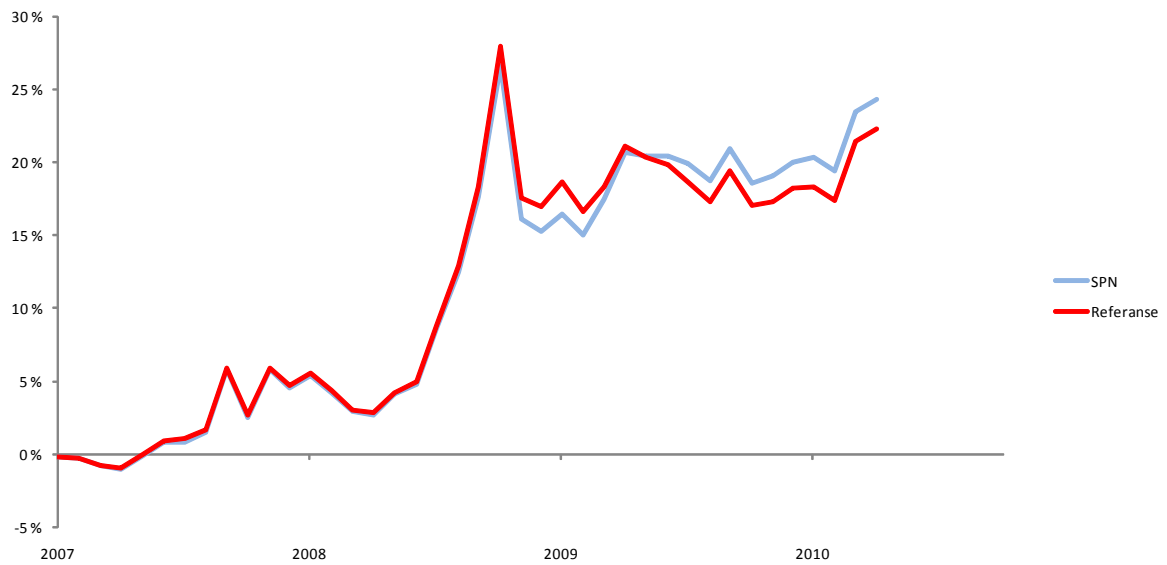
Grafen viser månedlig differanseavkastning for delporteføljen nordiske aksjer fra mai 2001 til juni 2010 (stolper) og annualisert differanseavkastning (blå linje). Den akkumulerte annualiserte differanseavkastningen starter i grafen først etter 13 måneder med historie og har for alle datoer oppstart mai 2001 med varighet frem til aktuell dato. Per 30.06.2010 var den annualiserte differanseavkastningen for hele perioden på 9 år og 2 måneder på 0,42 prosentpoeng.

I avkastningsrapportene utregnet i henhold til GIPS[®] har vi også for denne delporteføljen delt opp i to ulike perioder. Vi har ikke fokusert på siste periode her, men det ville ha vist større meravkastning siden januar 2007 enn fra mai 2001.

Tabellen viser annualisert meravkastning for ulike delperioder.

3.5 Meravkastning for delporteføljen nordiske renter

3.5.1 Akkumulert avkastning



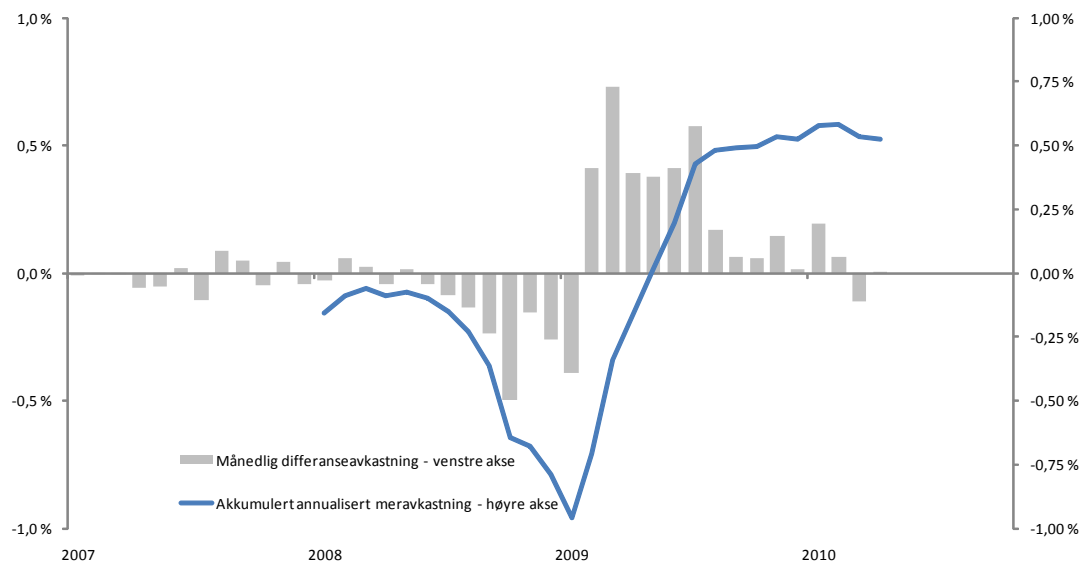
	2007	2008	2009 1 h	2010
SPN Nordiske Renter	2,54 %	23,49 %	-6,33 %	4,80 %
Referanse	2,67 %	24,62 %	-8,53 %	4,48 %
Diff (netto)	-0,14 %	-1,13 %	2,20 %	0,33 %

Kapital 31.12 mrd
kroner

6,8 7,2 6,4

Grafen viser den akkumulert avkastningen for delporteføljen nordiske renter i prosent fra februar 2007 til 30.06.2010. Tabellen viser årlige avkastninger, med unntak av 2007 som er fra 28.02 og for 2010 som er for 1. halvår. Oppstart for denne delporteføljen var 28.02.2007.

3.5.2 Differanseavkastning



Annualisert meravkastning siste 12 måneder	Annualisert meravkastning siste 3 år	Annualisert meravkastning siste 5 år	Annualisert meravkastning siste 10 år	Annualisert meravkastning siden 1998
0,89 %	0,75 %	n/a	n/a	n/a

Grafen viser månedlig differanseavkastning for delporteføljen norske renter for februar 2007 til juni 2010 (stolper) og annualisert differanseavkastning (blå linje). Den akkumulerte annualiserte differanseavkastningen starter i grafen først etter 13 måneder med historie og har for alle datoer oppstart februar 2007 med varighet frem til aktuell dato. Per 30.06.2010 var den annualiserte differanseavkastningen for hele perioden på 3 år og 4 måneder på 0,52 prosentpoeng.

Tabellen viser annualisert meravkastning for ulike delperioder.