

Finansdepartementet  
postmottak@fin.dep.no

Deres ref:  
22/3732

Vår ref:  
22/00112

Dato:  
16.12.2022

## Gjennomgang av Folketrygdfondets aktive forvaltning av Statens pensjonsfond Norge

Vi viser til brev fra Finansdepartementet 29. juni 2022 om gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond Norge (SPN). Departementet skriver at det legger opp til en gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av SPN, med sikte på fremleggelse i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2023. Som ledd i dette arbeidet ber departementet Folketrygdfondet om å bidra med analyser og vurderinger. Spørsmålene fra departementet er gjengitt som egne punkter med kursivert tekst nedenfor.

Folketrygdfondets svar i dette brevet bygger på informasjon som vi offentliggjør på våre nettsider. Vi viser særskilt til *Strategisk plan for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge* fastsatt av Folketrygdfondets styre 15. desember 2021 (tilgjengelig på [www.ftf.no](http://www.ftf.no)). Vi vil offentliggjøre *Årsrapport 2022* og dokumentet *Risikojustert avkastning 2022* i første kvartal 2023, og vi har til dette brevet utarbeidet et eget vedlegg som henter informasjon fra disse to dokumentene, hvor tallgrunnlaget er oppdatert per 30. september 2022. Departementets spørsmål er besvart i dette brevet, mens vedlegget supplerer brevet.

### 1. Oppsummering

Departementet peker på at regelmessige og brede gjennomganger av Folketrygdfondets forvaltning av SPN er en forutsetning for et visst innslag av aktiv forvaltning. I meldingen om Statens pensjonsfond våren 2019, Meld. St. 20 (2018-2019), kommenterer departementet at de vurderer resultatene som Folketrygdfondet har oppnådd over tid i forvaltningen av SPN som gode, og at forvaltningskostnadene i SPN er lave sammenlignet med andre fond.

Som det fremgår av redegjørelsen nedenfor, har Folketrygdfondet fortsatt å levere gode forvaltningsresultater med lave kostnader. Folketrygdfondets styre vedtok en oppdatert strategisk plan i desember 2021. Forvaltningsstrategiene videreutvikles gradvis for å tilpasses nye utfordringer og muligheter, men det er stor grad av kontinuitet i investeringsfilosofi og forvaltningsaktiviteter. Vi mener det fortsatt er solid grunnlag for å si at Folketrygdfondets forvaltningsstrategier er godt begrunnet og tilpasset særtrekk ved SPN.

Dagens mandat for forvaltningen av SPN ble etablert i 2007 og har fungert godt. Siden den tid har SPN vokst betydelig, og Folketrygdfondet er blitt en enda større investor på Oslo Børs. Finansmarkedet har også utviklet seg siden dette. For å sikre gode rammebetingelser for forvaltningen av SPN også fremover, anbefalte Folketrygdfondets styre i 2019 å justere mandatet ved at andelen nordiske verdipapirer i referanseindeksen ble økt. Utviklingen i tiden etter dette har i liten grad endret på årsaken til et slikt råd.

## 2. Folketrygdfondets investeringsstrategier

- Finansdepartementet ber om:

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

### Hovedprinsippene som ligger til grunn for investeringsstrategiene

Strategisk plan for forvaltningen av SPN beskriver hvordan Folketrygdfondet skal løse oppdraget med å forvalte SPN. Folketrygdfondets styre oppdaterte strategisk plan i desember 2021 (se vedlegg). De valgte investeringsstrategiene er avledet av en styringspyramide hvor SPN-mandatet fastsetter målsettingen med forvaltningen. Folketrygdfondet har tatt dette videre og formulert hovedmål for virksomheten som følgende prinsipper for investeringsvirksomheten bygger opp under:

- Vi skal være en ansvarlig kapitalforvalter som bidrar til verdiskaping og oppnår meravkastning gjennom aktiv forvaltning. Vi skal være en ansvarlig, aktiv og motsyklisk forvalter med en portefølje preget av god risikospredning og et langsiktig perspektiv.
- Vår aktive risikotaking skal være disiplinert og vil variere over tid avhengig av investeringsmulighetene.
- Når det oppstår situasjoner der Folketrygdfondet ved å være en engasjert eier kan styrke selskapene eller markedet som helhet, men ikke selv oppnå meravkastning på kort sikt, vil vi prioritere å styrke selskapene og markedet.

### Særtrekk av betydning for investeringsvirksomheten

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

- **Styringsstruktur:** Kapitalen SPN og kapitalforvaltningsorganisasjonen Folketrygdfondet forvalter på vegne av fellesskapet og har en statlig eier med et langsiktig perspektiv. Andre aktører oppfatter oss som en attraktiv motpart og samarbeidspartner. Å investere fellesskapets midler betyr samtidig høye forventninger til effektiv og ansvarlig forvaltning.
- **Størrelse:** Folketrygdfondet er den største institusjonelle enkeltinvestoren i det norske finansmarkedet, noe som innebærer forpliktelser, begrensninger og muligheter. Vi investerer i finansmarkeder som tidvis er lite likvide og må derfor legge et langsiktig

perspektiv til grunn. Folketrygdfondet har et ansvar for å påvirke selskapenes virksomhetsstyring og markedsplassens rammevilkår. Vi forvalter store eierandeler og har tett dialog med selskapene. Vi utfyller andre investorer og bidrar til en sammensatt aksjonær- og kreditorstruktur.

- **Langsiktighet og risikobærende evne:** I forvaltningen av SPN har Folketrygdfondet mindre behov for likviditet og større toleranse for store verdiendringer enn mange andre investorer har. Det gir grunnlag for å opptre motsyklisk, og dermed høste likviditetspremier og tidsvarierende risikopremier. Vi opplever at vår langsiktighet styrker eierskapsutøvelsen.
- **Ansvarlig forvaltningsvirksomhet:** Folketrygdfondet er opptatt av ansvarlig forvaltningsvirksomhet og har integrert dette i vårt investeringsarbeid. Målsettingen med vår ansvarlige forvaltningsvirksomhet er å sikre våre finansielle verdier. Vi mener at god eier- og kreditoroppfølging bidrar til å styrke verdiskapingen i selskapene og reduserer risikoen i vår portefølje.

#### Effektiv markedseksponering:

Som en stor aktør på Oslo Børs skal vi sikre at kapital kan settes i arbeid på en effektiv måte. Store porteføljeendringer som følge av rebalansering eller andre likviditetshendelser skal ha minst mulig negativ effekt på porteføljens profil. Samtidig må vi som en stor aktør unngå at våre tilpasninger gir oss kostnader gjennom kursdrivende adferd. Vi skal ha tilgang på handelsplattformer, kapasitet og kompetanse slik at vi kan oppnå en effektiv markedseksponering. Vi skal søke å oppnå meravkastning gjennom effektive porteføljetilpasninger. Dette kan være tilpasninger til endringer i referanseindeks, både for renter og aksjer, styring av likviditet ved børsnoteringer og investering i unoterte selskaper. I slike prosesser skal vi utnytte våre fortrinn.

#### Hovedkilder til meravkastning for aksjeforvaltningen:

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

- Investere i kvalitetsselskaper. Vi skal bruke vår kunnskap om selskapene til å identifisere de som i størst grad oppfyller våre kvalitative kriterier.
- Strukturelle trender. Vi skal bruke vår markedskunnskap til å utnytte endringer som kan påvirke sektorer og selskaper.
- Unngå overoptimisme. Vi skal utnytte at markedet i perioder kan ha i overkant optimistiske forventninger til sektorer eller selskap.

#### Hovedkilder til meravkastning for renteforvaltningen:

Renteporteføljen skaper høyest mulig avkastning over tid ved å være en aktiv, motsyklisk og ansvarlig forvalter. De viktigste strategier i dette arbeidet er:

- Høsting av strukturelle premier. Vi skal bruke vår risikobærende evne og langsiktighet til å høste strukturelle premier i obligasjons- og rentemarkedet. Eksempler på dette er kreditt-, likviditet- og terminpremien.

- Utnytte tidsvarierende premier. Vi skal bruke vår risikobærende evne, langsiktighet og markedsforståelse til å være motsykliske og variere eksponeringen mot de ulike risikokildene etter gjeldende markedsforhold. Et godt eksempel på dette er at vi aktivt økte kredittrisikoen betydelig under koronapandemien.
- Rentestrategier. Vi skal bruke vår kompetanse om markedet og selskapene til å ta aktive renteposisjoner, samt styre den totale renterisikoen i porteføljen på en optimal måte.
- Avledede strategier. Vi definerer avledede strategier som strategier hvor aktiviteten kommer i tillegg til de ordinære aksje- og obligasjonsstrategiene for å oppnå meravkastning. Vi skal utnytte vår størrelse og posisjon i markedet til å skape meravkastning på strategier som verdipapirutlån, aktiv likviditetsforvaltning, alternative sikringsstrategier, og andre motpartsforretninger.

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

Gjennomgangen senere i dette brevet og i vedlegget viser at strategiene både for aksjeforvaltningen og renteforvaltningen har gitt god uttelling. Når det gjelder relevante tidsperioder for å evaluere den aktive forvaltningen generelt og de ulike strategiene spesielt, vil vi først peke på at perioden etter nytt mandat fra 1. januar 2007 er mer relevant enn perioden før.

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

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

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

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

- *Finansdepartementet ber om:  
Vurdere ev. vekselvirkninger mellom forvaltningen av investeringene i henholdsvis Norge og Norden for øvrig. Vurderingen bør, i den grad det er relevant, skille mellom aksje- og obligasjonsforvaltningen.*

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

Erfaringene med utvidelse av investeringsuniverset til også å gjelde de øvrige nordiske land har vært positive. De nordiske aksjeinvesteringene startet i 2001, og siden da har Folketrygdfondet gjennomgående levert gode resultater for den aktive forvaltningen på aksjesiden. I 2007 ble investeringsuniverset utvidet til Norden også for renteinvesteringer. Også i denne porteføljen har resultatene av den aktive forvaltningen vært gode etter utvidelsen av investeringsuniverset. Forvaltningen ble fra 2014 lagt om fra fire delporteføljer (norske aksjer, nordiske aksjer, norske renter og nordiske renter) til én aksjeportefølje og én renteportefølje. Resultatene av den aktive forvaltningen etter omleggingen i 2014 har også vært gode, med en årlig meravkastning på 0,9 prosentpoeng per 30. september 2022.

Både i forvaltningen av aksjeporteføljen og renteporteføljen regnes Norge og Norden som én felles region. Det er derfor ikke relevant å tilordne historisk meravkastning til ulike regionale deler av porteføljen. Eksempelvis kan Folketrygdfondet ta posisjoner innen en sektor hvor over- og undervekter påvirker geografisk sammensetning, men hvor avvikene er basert på sektor- og selskapsvalg snarere enn geografiske valg. Ett avvik i en sektor hvor et norsk selskap overvektes og et nordiske selskap undervektes kan skje samtidig som det i en annen sektor er en overvekt i et nordisk selskap og en undervekt i et norsk selskap.

Deltagelse i større og mer likvide finansmarkeder gir bedre tilgang til informasjon om endringer som også gjelder norske selskaper, som rammebetingelser, beste praksis, sektorrelaterte utviklingstrekk og markedsprising. Denne informasjonen gir oss et bedre grunnlag for våre investeringsbeslutninger, både for aksjer og obligasjoner.

Et eksempel er siste års utvikling innenfor eiendomssektoren. Gjennom å følge denne på nordisk basis har vi fått innsikt i utviklingen i selskapene, prisingen og investorenes tilpasninger, slik at vi har utnyttet markedsmuligheten til å realisere både betydelig kursgevinst og meravkastning. Meravkastningen kommer i hovedsak fra Entra, men også fra en rekke andre nordiske eiendomsselskaper. Tilsvarende informasjonsfordel kan gjøre seg gjeldende for andre sektorer hvor det kan oppstå muligheter over landegrensene.

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

Den norske delen av indeksen er dominert av energiselskapene. Equinor alene utgjør 26 prosent av hovedindeksen på Oslo Børs, og energisektoren til sammen om lag 39 prosent. En stor grad av konsentrasjon i hovedindeksen i kombinasjon med høye og lite likvide eierandeler reduserer dermed mulighetene for aktiv forvaltning. I Norden for øvrig er energisektoren liten, noe som i betydelig grad øker investeringsmulighetene.

Norden kompletterer Oslo Børs på en svært god måte. I tillegg til energi er fiskeoppdrett en stor sektor på Oslo Børs, mens det eksempelvis er svært få investeringsmuligheter innenfor sektorene helse, eiendom og teknologi, som er store sektorer i Norden. Tilgang til et bredere marked gir økte muligheter for å justere risikoeksponeringen i SPN, som eksemplet med eiendomssektoren nevnt over. Dette kan for eksempel være å vekte porteføljen opp eller ned i energi eller fiskeoppdrett i forhold til referanseindeksen, samtidig som nordiske verdipapirer vektetes motsatt. Vi er forberedt på at våre forvaltningsstrategier kan ha perioder hvor de fungerer svakere, men med et bredt univers forventer vi at disse periodene reduseres.

Et nordisk univers innebærer tilgang på mer informasjon og dermed et bedre beslutningsgrunnlag for den aktive forvaltningen. Det betyr også flere muligheter til å identifisere relative avvik. Et nordisk univers har videre en positiv effekt på porteføljens likviditet og dermed på muligheten til raskt å endre relative posisjoner. Vi mener også at integrert forvaltning på tvers av de nordiske markedene styrker vår rolle som ansvarlig eier og kreditor i norske selskaper fordi økt informasjonstilgang gir oss et bedre grunnlag for å være en krevende eier og kreditor. Dette er effekter som ikke i samme grad kan oppnås uten at porteføljen er investert i selskapene. Ved å være eier får vi en langt bedre tilgang til informasjon og dialog med ledelsen, eksempelvis tilgang til analysedekning og seminarer.

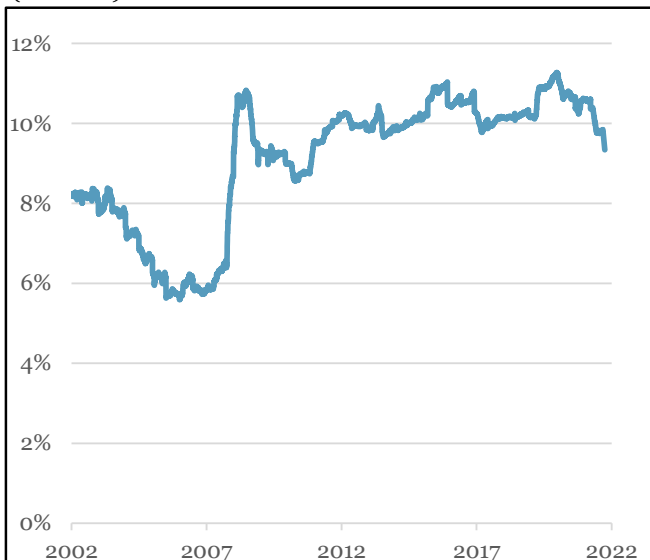
- • *Finansdepartementet ber om:*  
*Vurdere om den økte markedsverdien av SPN i perioden siden 2007 har påvirket mulighetene for verdiskaping i forvaltningen.*

Markedsverdien til SPN har siden 2007 økt i takt med markedenes utvikling. Isolert sett har ikke den økte markedsverdien av SPN vært til hinder for verdiskaping for renteporteføljen. For aksjeforvaltningen har derimot mulighetsområdet blitt endret siden 2007.

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

I perioden fra 2009 og frem til nå har det blitt gjennomført i alt syv tilbakevektninger med salg av aksjer og to tilbakevektninger med kjøp av aksjer.

Figur 1 SPNs andel av hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX)



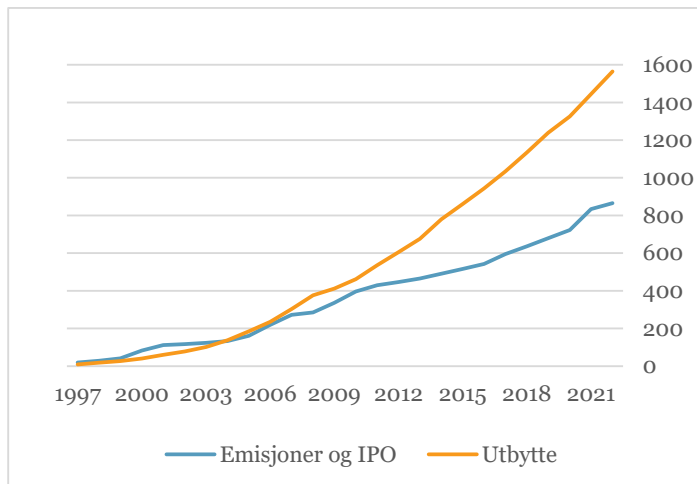
Isolert sett ville disse tilbakevektningene ha redusert SPNs andel norske aksjer av referanseindeksen om lag tilbake til utgangspunktet fra før finanskrisen. De første årene etter finanskrisen falt andelen, men fra 2012 og helt frem til i mai 2022 var andelen over 10 prosent. Størst var andelen i desember 2020 med 11,3 prosent (se figur 1). To tilbakevektninger i henholdsvis 2021 og 2022 reduserte andelen til 9,8 prosent våren 2022. Endringer i sammensetningen av OSEBX førte til at andelen ble ytterligere redusert til 9,4 prosent i september 2022.

Hovedårsaken til at andelen har holdt seg høy til tross for syv tilbakevektninger med salg av aksjer, er at selskapene på Oslo Børs i denne perioden har betalt langt mer i utbytte enn det har vært emisjoner i indeksselskapene og børsintroduksjoner (IPO) (se figur 2). De utbytter som SPN mottar reinvesteres løpende i aksjeporteføljen. I 2021 var emisjonsaktiviteten (inkludert børsintroduksjoner) den høyeste målt i kroner som vi har observert siden 1997, med 111 milliarder kroner. Det var likevel lavere enn utbyttebeløpet på 118 milliarder kroner som selskapene på Oslo Børs utbetalte i 2021. I 2022 er emisjonsnivået igjen på samme nivå som gjennomsnittet for hele perioden, mens utbyttet er rekordstort.

I perioden fra 1. januar 2007 til 30. september 2022 har Folketrygdfondet oppnådd en avkastning for SPN på 6,88 prosent som årlig gjennomsnitt. Det er 0,95 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen. Uten denne meravkastningen ville andelen av hovedindeksen vært om lag 1,3 prosentpoeng lavere.

Ved en betydelig rebalansering vil Folketrygdfondets størrelse i det norske aksjemarkedet være en utfordring både for vår evne til aktiv forvaltning innenfor forvaltningsstrategien og det å kunne investere likt med referanseindeksen. Vi opplever også at tilpasninger til indeksendringer med dagens porteføljestørrelse tar tid, noe som medfører at porteføljen blir påført uønskede relative posisjoner som kan vare i flere måneder. I den aktive forvaltningen erfarer vi at vår størrelse i markedet virker hemmende ved at endringer i posisjoner tar tid. I 2019 var det derfor hensiktsmessig å foreslå en endring av mandatet for å unngå en situasjon hvor mandatets bestemmelser utfordres. Det er bakgrunnen for at vi i vårt brev 13. desember 2019 anbefalte å øke nordenandelen i porteføljen. Utviklingen i etterkant av at vi sendte vårt brev har i liten grad endret årsakene til et slikt råd, og vi opprettholder derfor vår bekymring og vårt råd. Vi viser på dette punktet til nærmere begrunnelse og råd i nevnte brev.

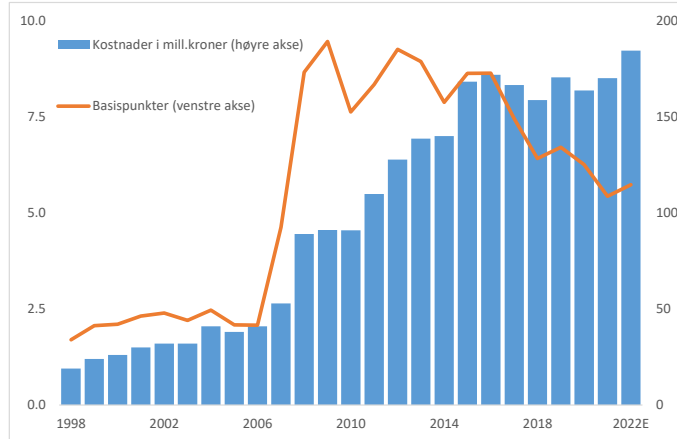
Figur 2 Emisjoner og børsintroduksjoner (IPO) og utbytte på Oslo Børs, akkumulerte tall i mrd. kroner, 1997 - september 2022.



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

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

Figur 3 Forvaltningskostnader SPN



I årene 2015-2018 var det diverse engangseffekter knyttet til bl.a. endringer i pensjonsordning og etterlønn til tidligere administrerende direktør som førte til at kostnadene for hvert år hadde store utslag og utviklet seg uventet. I 2019 var kostnadene 172 millioner kroner. Covid-19-pandemien medførte at aktivitet relatert til bl.a. reise og kompetanseheving ble lavere enn ventet i 2020 og 2021. I prognosen for 2022 øker kostnadene som følge av normalisering av aktivitetsnivå, ansettelse av nye medarbeidere og generell pris- og kostnadsøkning. Gjennom hele perioden har Folketrygdfondet fortsatt arbeidet med å effektivisere driften gjennom å redusere antallet IT-systemer og automatisere tidligere manuelle prosesser. Vi arbeider løpende med ytterligere tiltak for å effektivisere driften.

Etableringen av Statens obligasjonsfond i 2020 medførte at 10 millioner kroner av Folketrygdfondets utgifter er belastet Statens obligasjonsfond i årene fra 2020. Statens pensjonsfond Norge har indirekte fått noe lavere kostnader som følge av at flere kostnadsarter deles på de to fondene. Også i perioden 2009-2014 ble Folketrygdfondets kostnader med å forvalte Statens obligasjonsfond belastet Statens obligasjonsfond.

Kapitalen til SPN har økt i takt med god avkastning de siste årene, og det har ført til at kostnadene ved forvaltningen av SPN målt som basispunkter har falt fra 6,7 basispunkter i 2019 til en prognose på 5,7 basispunkter for 2022. Dette er svært lave kostnader sammenlignet med andre forvaltere, jf. de beregninger det kanadiske firmaet CEM Benchmarking gjennomfører på oppdrag fra Finansdepartementet. Det tyder på at Folketrygdfondet har evnet å høste vesentlige stordriftsfordeler ved forvaltningen. Vi har lagt vekt på å ha en enkel tilnærming til forvaltningen, og all forvaltning utøves internt. Oppbyggingen av avledede strategier de siste årene har ført til en mer effektiv utnyttelse av støttefunksjonene i Folketrygdfondet og har dermed indirekte medført høsting av stordriftsfordeler.



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

De siste årene har det vært betydelige endringer i aksjeporteføljens referanseindeks. Omfanget har vært i størrelsesorden opp mot 5-6 prosent av referanseindeksen to ganger i året. Dette har medført behov for tilpasninger for å opprettholde ønsket risiko i porteføljen. Disse transaksjonene har vært gjennomført både før, under og etter selve endringen i referanseindeksen for å holde transaksjonskostnadene lavest mulig, samt for å kunne ta likviditeten i markedet i betraktning.

### 3. Resultater av porteføljer og strategier

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Analysere og vurdere resultatene i forvaltningen av SPN over tid, siden etableringen av nytt rammeverk for forvaltningen i 2007 og for de siste fire årene særskilt. Det skal presenteres resultater for SPN samlet, for aksje- og obligasjonsporteføljene separat og for enkeltstrategier Folketrygdfondet vektlegger i utnyttelsen av enkeltrammer, blant annet rammene for forventet relativ volatilitet, ekstremavvikrisiko og forvaltningskostnader. Analysene bør, i den grad det er relevant, få frem hvordan Folketrygdfondet utnytter tidsvariasjoner i risikopremier.*

I vedlegget er det gitt en dypere analyse av resultatet i forvaltningen av SPN samlet og for aksje- og obligasjonsporteføljen separat. Tallgrunnlaget i denne analysen er oppdatert per 30. september 2022. Alle tall vi oppgir her er beregnet som tidsvektet avkastning før fratrekk av Folketrygdfondets kostnader ved forvaltningen av SPN. I vedlegget oppgis også de fleste tall etter fratrekk av forvaltningskostnader. Avkastningstall er oppgitt som geometrisk årlig gjennomsnitt. Meravkastning er oppgitt som forskjell mellom årlig avkastning for porteføljen og årlig avkastning for referanseindeksen. Vi vil trekke frem følgende:

- Avkastningen har vært 7,1 prosent årlig fra 1998 til utgangen av tredje kvartal 2022, mens avkastningen var 6,9 prosent for perioden fra 2007 og 3,9 prosent for siste fire år.
- Den årlige meravkastningen var på 0,95 prosentpoeng for perioden fra 2007 og på 0,64 prosentpoeng for siste fire år. Det er høyere enn vårt mål om en meravkastning på 0,4 prosentpoeng per år over tid.
- Resultatet av den aktive forvaltningen viser at meravkastningen har vært positiv for hele perioden siden 1998, for perioden siden etableringen av nytt rammeverk i 2007 og for de siste fire årene, både for hele SPN og for aksje- og obligasjonsporteføljene separat.
- Risikojustert meravkastning viser at Folketrygdfondets aktive forvaltning av SPN har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko sammenlignet med

referanseindeksen.

Risikojustert meravkastning måles ofte med informasjonsraten (IR) som måler meravkastning per enhet relativ risiko (relativ volatilitet). For perioden siden 2007 er IR for SPN 0,85 og for de siste fire årene 0,98. Også for aksjeporteføljen og renteporteføljen isolert sett er IR tallene positive.

Et alternativt mål for risikojustert meravkastning er forskjeller mellom Sharpe-rate til SPN og Sharpe-rate til referanseindeksen. For perioden siden 2007 er Sharpe-rate-differansen 0,11 og for siste fire år 0,06. Også Sharpe-rate-differansen er positiv for begge delperioder både for aksjeporteføljen og renteporteføljen isolert sett.

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

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

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

Resultatene av den aktive forvaltningen av SPN har vært gode, både for SPN og for aksje- og renteporteføljen. I rapporteringen har vi valgt å dele opp bidraget til meravkastningen for SPN samlet i henholdsvis aksjeforvaltning, obligasjonsforvaltning og avledede strategier. Analysen viser at meravkastningen i stor grad forklares av momenter vi har pekt på som sentrale i vår strategiske plan for forvaltningen av SPN. Det understrekes at metoden for å tilordne differanseavkastningen til de ulike elementene har svakheter, både metodisk og ved at klassifiseringen er foretatt i etterkant. Vi har likevel valgt å vise resultatene av en slik analyse for å indikere hvordan momenter fra den strategiske planen har påvirket differanseavkastningen.

Tabell 1 Bidrag til SPNs samlede meravkastning

Tall i prosentpoeng	Siste 4 år	2007-2022
<b>Aksjeforvaltning</b>	<b>0,32</b>	<b>0,64</b>
Kvalitetsselskaper	-0,02	0,32
Unngå overoptimisme	0,21	0,25
Strukturelle trender	0,02	0,01
Andre kriterier	0,12	0,06
<b>Renteforvaltning</b>	<b>0,29</b>	<b>0,29</b>
Kreditt effekter	0,28	0,28
Renteeffekter	0,04	0,01
Andre effekter	-0,03	-0,01
<b>Avledede strategier</b>	<b>0,03</b>	<b>0,03</b>
<b>Aktivklasseallokering</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,01</b>
<b>Sum differanseavkastning</b>	<b>0,64</b>	<b>0,95</b>
Forvaltningskostnader	0,06	0,08

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

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

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

I tillegg til forvaltning av aksjeporteføljen og renteporteføljen inngår også andre strategier avledet av våre særtrekk og fortrinn som en del av kjernevirksomheten. I arbeidet med å videreutvikle investeringsstrategiene for å skape meravkastning har vi skilt ut avledede strategier. Inntjeningen fra avledede strategier er i hovedsak knyttet til utlån av verdipapirer og likviditetsforvaltning. Utlån vil si at vi utnytter langsiktigheten til SPN ved å låne ut aksjer og obligasjoner hvor vi er en langsiktig eier. Likviditetsforvaltning innebærer at vi søker å oppnå meravkastning på hovedporteføljens likviditet og fra replassering av mottatt kontantsikkerhet.

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Analysere og vurdere i hvilken grad den oppnådde meravkastningen kan forklares ved investeringer som har en annen og høyere risiko enn de verdipapirene som inngår i fondets referanseindeks.*

Analysene som er gjengitt over og utdypet i vedlegget viser at Folketrygdfondet i den aktive forvaltningen av SPN har hatt en god uttelling for hver risikoenhet som er tatt, jf. at Sharpe-rate-differansen er positiv. Analysene indikerer at det er dynamikken i forvaltningen (alfa) og ikke at annerledes betaeksponering mot markedet kan forklare oppnådd meravkastning.

Innenfor aksjeforvaltningen er det i liten grad investert i selskaper utenfor indeksen, og bidraget til meravkastning fra investeringer utenfor referanseindeksen er begrenset.

I renteforvaltningen bruker vi vår forvalterkompetanse til å sette sammen en mer diversifisert portefølje med bedre langsiktige avkastningsegenskaper enn referanseindeksen. Vi bruker vår risikobærende evne og langsiktige horisont til å høste premier i rente- og obligasjonsmarkedet, som kreditt-, likviditets- og terminpremier.

I den aktive forvaltningen investeres det i langt flere utstedere enn i referanseindeksen, herunder såkalte høyrenteobligasjoner («high yield») for å oppnå en mer diversifisert portefølje med bedre langsiktige avkastningsegenskaper. Over tid har porteføljen i liten grad vært utsatt for kreditttap. Investeringene i høyrenteobligasjoner forklarer om lag 40 prosent av den meravkastning som har vært oppnådd innenfor renteforvaltningen siste fire år.

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Analysere og vurdere om brutto meravkastning fremdeles synes å være et godt mål på verdiskapingen i forvaltningen, herunder presentere analyser som justerer brutto meravkastning for relevante kostnads- og inntektskomponenter.*

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

Vi estimerer resultatene av en tenkt indeksforvaltning av SPN ved å ta utgangspunkt først i hvilken bruttoavkastning en slik forvaltning antas å oppnå, og deretter hvilke deler av forvaltningskostnadene som ville være relevante ved en tenkt indeksforvaltning.

Vi forventer at en tenkt indeksforvaltning vil oppnå lavere avkastning enn referanseindeksen. Årsaken til dette er at det vil påløpe både direkte og indirekte transaksjonskostnader. De direkte transaksjonskostnadene er kurtasje og andre handelskostnader som vil oppstå ved kjøp og salg av verdipapirer for å tilpasse porteføljen til endringer i referanseindeksene og for å reinvestere utbytte- og renteinntekter (akkurat som ved den ordinære forvaltningen vil disse kostnadene trekkes direkte fra i salgsprisen og øke kjøpsprisen). Vi har også anslått indirekte kostnader. Det vil også påløpe tilsvarende kostnader knyttet til kjøp og salg ved tilbakevektninger av aksjeandelen til 60 prosent som følger av mandatet. Vi har i beregningene lagt til grunn at en tenkt indeksforvaltning av SPN vil kunne kombineres med utlån av verdipapirer. Beslutning av volum og form for utlån av verdipapirer må basere seg på aktive beslutninger og kompetanse hos forvalter. Det kan derfor stilles spørsmål ved hvor mye av utlånsinntektene som vil være

oppnåelige ved en tenkt indeksforvaltning av SPN. I tillegg til utlånsinntekter har vi også estimert inntekter fra garantiprovisjon ved fortrinnsrettede emisjoner.

Kostnadene ved en tenkt indeksforvaltning av SPN er i vedlegget definert som grunnkostnader ved passiv forvaltning. Over tid viser analysene at grunnkostnadene ved passiv forvaltning har vært om lag halvparten av de totale kostnadene ved å forvalte SPN. CEM Benchmarking anslår i siste rapport til Finansdepartementet at anslaget for siste fire år er om lag like store som det vi har anslått i tabell 2. Med den størrelse SPN har i det norske verdipapirmarkedet og de krav Finansdepartementet har stilt i mandatets kapittel 2 om ansvarlig forvaltningsvirksomhet, anser vi at de estimerte merkostnadene til eierskap vil påløpe uavhengig av om forvaltningen er aktiv eller ikke. Det er derfor relevant å inkludere også merkostnadene ved eierskap i et estimat av hvor store de direkte kostnadene ved en tenkt indeksforvaltning av SPN vil være. Når vi har lagt til inntektene fra utlån er det tilsvarende relevant å trekke fra forvaltningskostnadene forbundet med utlån.

Tabell 2: Estimert meravkastning ved en passiv strategi

Tallibasispunkter per år	Siste 4 år	2007-2022
Transaksjonskostnader ved løpende indekstilpasninger	- 3,1	- 4,9
Transaksjonskostnader tilbakevektinger	- 1,0	- 1,3
Brutto inntekter fra verdipapirutlån	3,3	3,0
Garantiprovisjon	0,0	+ 0,3
<b>Estimert meravkastning passiv strategi</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,4</b>
Forvaltningskostnader ved en passiv strategi	2,9	3,7
Forvaltningskostnader ved eierskap	0,7	0,8
Forvaltningskostnader utlån	0,5	0,5
<b>Forvaltningskostnader passiv strategi</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>
<b>Estimert meravkastning etter kostnader</b>	<b>- 4,9</b>	<b>- 7,9</b>

Det innebærer at vi estimerer at differanseavkastningen etter fradrag for kostnader (tabell 2) ville vært -4,9 basispunkter for siste fire år og -7,9 basispunkter siden 2007 for en tenkt indeksforvaltning av SPN.

I den faktiske forvaltningen har Folketrygdfondet oppnådd en meravkastning etter fradrag for kostnader på 58,1 basispunkter siste 4 år og 87,6 basispunkter siden 2007 (tabell 3).

Tabell 3: Meravkastning etter kostnader for SPN

Tallibasispunkter per år	Siste 4 år	2007-2022
Meravkastning før kostnader	64,1	95,1
Faktiske kostnader	6,0	7,5
<b>Meravkastning etter kostnader</b>	<b>58,1</b>	<b>87,6</b>

Forskjellen mellom SPNs faktiske meravkastning og estimerte differansekostnader ved en tenkt indeksforvaltning (med verdipapirutlån) gir et anslag på netto verdiskaping (tabell 4)

Tabell 4: Sammenligning mellom oppnådd meravkastning etter kostnader og estimert differanseavkastning for en passiv strategi

Tallibasispunkter per år	Siste 4 år	2007-2022
SPNs meravkastning etter kostnader	58,1	87,6
Estimert differanseavkastning ved en passiv strategi	-4,9	-7,9
<b>Estimert verdiskapning ved aktiv forvaltning</b>	<b>63,0</b>	<b>95,5</b>

Våre oppdaterte analyser av relevante kostnads- og inntektskomponenter ved en tenkt indeksforvaltning støtter etter vårt syn fortsatt opp under tidligere analyser fra Folketrygdfondet om at brutto meravkastning er et hensiktsmessig uttrykk også for verdiskapning ved aktiv forvaltning.

#### 4. Risiko og utnyttelse av rammer

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Beskrive Folketrygdfondets risikostyring, herunder rapporteringslinjene og hvilke typer risiko som forankres på de ulike nivåene i organisasjonen.*

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

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

- Det gjennomføres årlige drøftelser med styret for å evaluere Folketrygdfondets risikostyring, avkastningsmåling og internkontrollsystem.

➤ *Finansdepartementet ber om:*

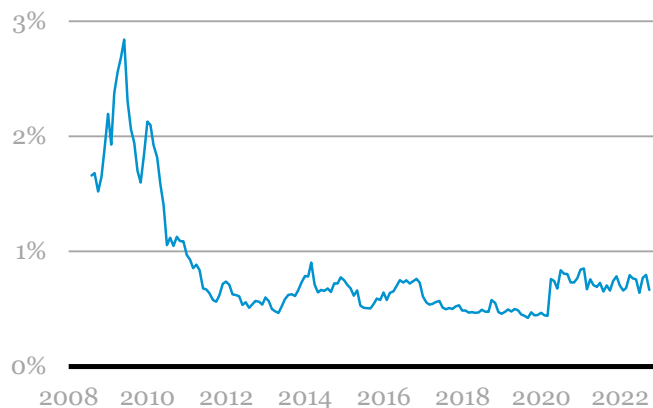
*Gjøre rede for prinsipper for og vurderinger av utviklingen i utnyttelsen av rammen for forventet relativ volatilitet, samt utviklingen i øvrig risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av dette risikomålet, herunder risiko knyttet til verdipapirutlån og halerisiko. Hovedvekten bør legges på utviklingen de siste fire årene. Redegjørelsen bør synliggjøre forhold som er relevant for utnyttelsen av risikoramme, herunder endringer i investeringsporteføljen og endringer i markedssituasjonen.*

Den aktive risikotakingen i SPN er begrenset av en øvre ramme for forventet relativ volatilitet på 3 prosentpoeng, fastsatt av Finansdepartementet. Forventet relativ volatilitet har de siste fire årene ligget mellom 0,4 og 0,9 prosentpoeng, og dermed godt under rammen (ref figur 4).

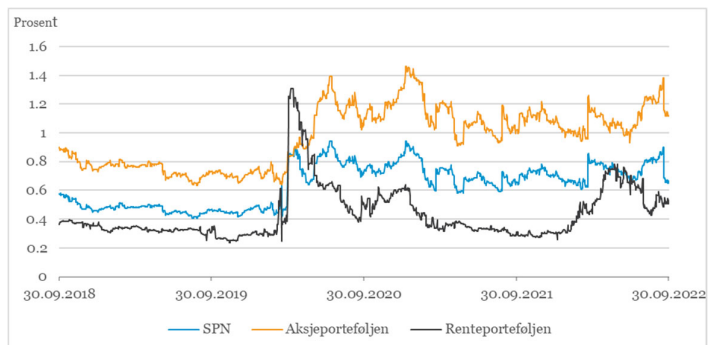
Vår aktive risikotaking målt ved forventet relativ volatilitet avtok i betydelig grad etter finanskrisen. Det er flere årsaker til dette. Vår størrelse i det norske aksjemarkedet (figur 1) reduserte mulighetsområdet for aktiv forvaltning. Vi har i vår aktive forvaltning valgt å ikke utnytte mulighetsområdet i like stor grad som før 2010, og lavere markedssvingninger i etterkant av finanskrisen har bidratt til dette.

I forbindelse med utbruddet av pandemien i begynnelsen av mars 2020 (figur 5) økte utnyttelsen av rammen betydelig, spesielt i renteporteføljen, hvor de høye kredittpåslagene som oppstod ble benyttet til å øke kreditt risikoen i porteføljen markert. For aksjeporteføljen var dette ikke i samme grad tilfelle. Utover i 2020 og 2021 holdt forventet relativ volatilitet seg på et høyere nivå, mer som følge av økte svingninger i markedene og i mindre grad på grunn av endringer i den aktive posisjonstagingen. I 2022 medførte indeksendringer i den norske delen av referanseindeksen for aksjeporteføljen at den relative risikoen midlertidig økte med 0,25 prosentpoeng. Dette gjaldt både for endringen i mars og for endringen som skjedde i september.

Figur 4 Forventet relativ volatilitet SPN 2008-2022



Figur 5 Forventet relativ volatilitet siste 4 år SPN, aksjeporteføljen og renteporteføljen



Ved utgangen av september 2022 (tabell 5) var forventet relativ volatilitet 0,67 prosentpoeng. Aksjeporteføljen har en høyere forventet relativ volatilitet enn renteporteføljen har, og bidrar mest til den totale forventede relative volatiliteten. Avledede strategier har gitt bidrag til relativ volatilitet på under 0,01 prosentpoeng.

Tabell 5: Forventet relativ volatilitet for SPN per 30. september 2022

	Forventet relativ volatilitet	Betinget forventet relativt tap
<b>Statens pensjonsfond Norge</b>	<b>0,67</b>	<b>2,34</b>
Aksjeporteføljen	1,11	3,56
Renteporteføljen	0,51	2,40

Metoden for beregning av forventet relativ volatilitet er basert på en statistisk modell, og den er sårbar for feil i antakelsene som ligger til grunn for modellen. I tillegg er det flere risikotyper som ikke fanges opp av en slik modell for markedsrisiko, for eksempel motpartsrisiko og likviditetsrisiko. Derfor har styret utarbeidet supplerende risikorammer, blant annet rammer for maksimal eksponering per motpart basert på motpartens kredittvurdering. Det har også blitt innført en ramme for maksimalt betinget forventet relativt tap på 9 prosentpoeng. Denne rammen er fastsatt for å hensynta halerisiko. Utnyttelsen av denne rammen har vært på maksimalt 5,3 % siden starten av 2019.

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



➤ *Finansdepartementet ber om:*

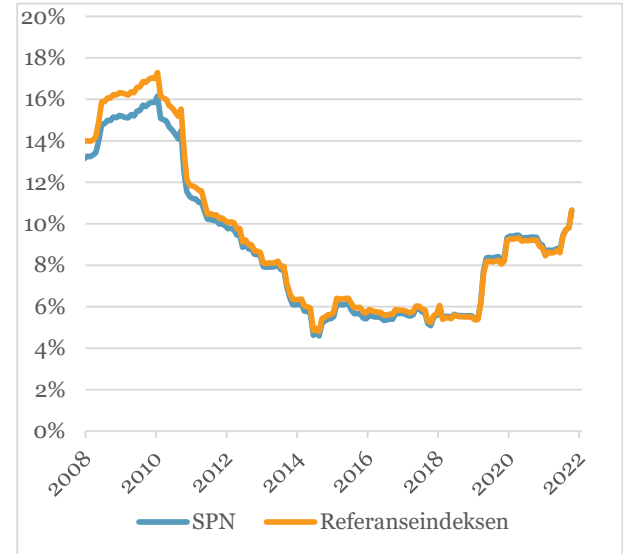
*Analysere i hvilken grad forvaltningen har bidratt til å øke eller redusere fondets samlede risiko.*

Avvikene Folketrygdfondet tar fra referanseindeksen i forvaltningen av SPN forklarer i liten grad de historiske svingningene i avkastningen til SPN.

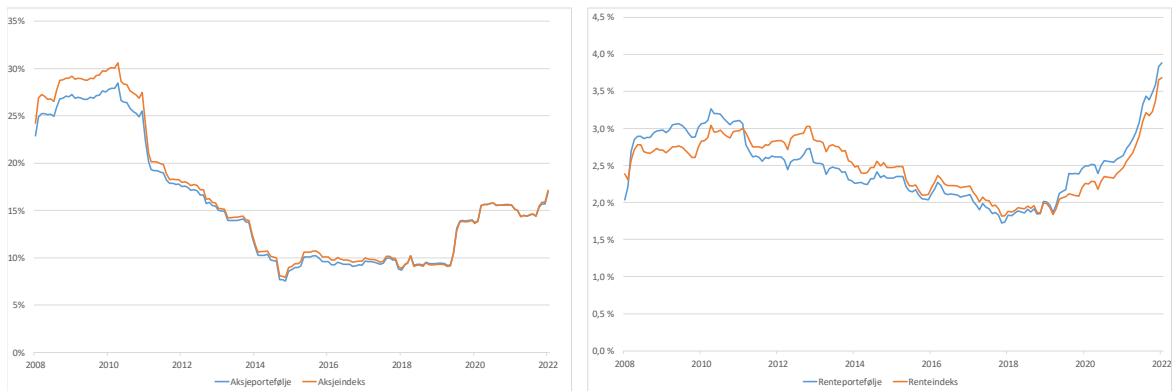
Et mål på den samlede risikoen er standardavviket til avkastningen for SPN. Figur 6 viser en beregning av rullerende annualiserte standardavvik for SPN og for referanseindeksen, basert på månedlige avkastningstall for siste 36 observasjoner.

I første del av perioden etter 2007 var standardavviket litt lavere for SPN enn for referanseindeksen. For perioden siden 2019 er avvikene små. Dette tyder på at forvaltningen hverken har bidratt til å redusere eller øke fondets samlede risiko. Den samlede risikoen for SPN er dermed i hovedsak forklart ved valg av referanseindeks. Tilsvarende analyse med ukentlige data gir samme resultat.

*Figur 6 Rullerende 36-måneders annualisert standardavvik*



*Figur 7 Rullerende 36-måneders annualisert standardavvik aksjeporteføljen (venstre panel) og renteporteføljen (høyre panel)*



For aksjeporteføljen er bildet ganske likt som for SPN, mens renteporteføljen har perioder med både noe høyere og noe lavere risiko enn referanseindeksen (figur 7). Dette reflekterer blant annet utnyttelsen av tidsvarierende risikopremier som er en viktig strategi for den aktive forvaltningen av renteporteføljen.

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Vurdere hvor stor ramme for forventet relativ volatilitet som ville vært nødvendig ved en tenkt, effektiv indeksforvaltning av SPN, samt mulige konsekvenser av en slik innretning av forvaltningen.*

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

- **Likviditet:**  
Likviditeten i det norske finansmarkedet er varierende og tidvis svak. Det er derfor vanskelig å tilpasse en stor portefølje som SPN til endringer i referanseindeksen uten at dette påvirker markedsprisingen. Videre er det slik at referanseindeksen kan inneholde verdipapirer som er vanskelig tilgjengelige og lite likvide. SPN-mandatets regler om tilbakevektning av referanseindeksen ved store markedsbevegelser innebærer tidvis store transaksjonsvolum. Kombinert med manglende likviditet i markedet gjør dette at streng indeksforvaltning av SPN fremstår som lite hensiktsmessig.
- **Risikoeksponering:**  
Referanseindeksen preges av andre aktørers beslutninger og er ikke nødvendigvis satt sammen slik at risikoeksponeringene egner seg godt for en langsiktig investor. Indeksen tar heller ikke hensyn til markedsimperfeksjoner, som for eksempel mulig feilprising når mange investorer følger samme indeks og skal foreta samme tilpasning etter indeksendringer. Vi kan dermed oppnå en bedre porteføljesammensetning ved å avvike fra indeksen.
- **Ansvarlig forvaltningsvirksomhet:**  
Vår ansvarlige forvaltningsvirksomhet er en integrert del av vår aktive kapitalforvaltning og arbeidet for høyest mulig avkastning over tid. Ved å fatte selvstendige investeringsbeslutninger som kan avvike fra indeksen, bidrar vi i tillegg til effektiv prisdannelse og velfungerende markeder.
- **Kostnader:**  
Vi estimerer at en stor del av kostnadene ved forvaltningen er uavhengig av forvaltningsformen, jf. tabell 2 *Estimert avkastning ved en passiv strategi*. Sammen med transaksjonskostnader forbundet med indeksendringer og SPNs rebalanseringsregler, anslår vi en negativ differanseavkastning ved indeksforvaltning.

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

Et alternativ til streng indeksering er å gjennomføre en forvaltning hvor en legger seg tettere opp mot referanseindeksens sammensetning enn i dag, men utøver en mer forsiktig tilnærming i sammensetningen av porteføljen til indeksvekter. Vi har estimert effekten av en slik tilnærming, hvor porteføljen i etterkant av endringer i indekssammensetning gradvis beveger seg mot ny indekssammensetning ved å la porteføljen handler utgjøre en viss andel av den daglige omsetningen i de ulike verdipapirene. En slik tilnærming vil ved de periodevise indeksendringene normalt ha behov for en ramme for forventet relativ volatilitet på 0,5 til 1,0 prosentpoeng for SPN. Forventet relativ volatilitet vil normalt være lavere enn dette. Rent

unntaksvis vil en slik tilnærming kunne ha behov for en større ramme. Dette kan være i situasjoner hvor indeksendringene som følger av de periodemessige endringene fra våre indeksleverandører er særskilt store og i tillegg sammenfaller i tid med en betydelig tilbakevektning. Folketrygdfondets størrelse i de norske markedene (både for aksjer og obligasjoner) antas å være en ulempe ved en slik tenkt effektiv indeksforvaltning. I tillegg vil en tenkt effektiv indeksering kunne svekke Folketrygdfondets eierskapsarbeid, fordi Folketrygdfondets mulighet til å over- eller undervekte selskapet bortfaller ved indeksering.

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Vurdere om dagens rammer for forvaltningen er hensiktsmessig utformet og tilpasset forvaltningen av SPN.*

Dagens mandat for forvaltningen av SPN ble etablert i 2007 og har fungert godt. Siden den tid har SPN vokst betydelig, og Folketrygdfondet er blitt en enda større investor på Oslo Børs. Utover de innspill Folketrygdfondet allerede har kommunisert til departementet i egne brev er det vår vurdering at rammene er hensiktsmessig utformet og godt tilpasset forvaltningene av SPN. Vår utnyttelse av forventet volatilitet vil normalt ligge betydelig under rammen på 3 prosent, gitt vår størrelse og aktive forvaltning. Imidlertid vil det kunne oppstå situasjoner hvor vi vil ønske å gjøre store avvik fra referanseporteføljens sammensetning, eksempelvis hvis et umodent selskap (lav korrelasjon med andre selskaper) kommer inn i aksjereferanseindeksen og oppnår en særdeles høy prising, eller at vi øker risikoen betydelig mot attraktive premier i obligasjonsporteføljen slik vi gjorde under koronapandemien. Ved slike tilfeller kan vår utnyttelse av rammen for relativ volatilitet bli vesentlig høyere, og vi anbefaler derfor ikke å senke den fra dagens nivå.

Vår fortolkning av rammen på 3,0 prosent er at det ikke skal legges opp til en strategi som vil utfordre dette under normale markedsforhold. I lys av dette har styret fastsatt et ønsket intervall på 0,5 til 2,5 prosent. En reduksjon i risikorammen vil derfor innebære at også styrets ramme må justeres ned, noe som innebærer at strategiene bør gjennomgås på nytt.

## 5. Ansvarlig forvaltning

Departementet ber om:

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Gjøre rede for Folketrygdfondets arbeid med ansvarlig forvaltning i SPN, herunder organisering, ressursbruk og oppfølging inkludert strategi og virkemiddelbruk.*

### **Organisering og ressursbruk**

Mandatet for forvaltningen av SPN, kapittel 2, er grunnlaget for Folketrygdfondets ansvarlige

forvaltningsvirksomhet. Folketrygdfondets Prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet,<sup>1</sup> vedtatt av styret, utdyper administrasjonens ansvar for integrering av hensyn til eierstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i forvaltningen.

Ansvaret for implementering av prinsippene i hele porteføljen ligger hos administrerende direktør. I «Folketrygdfondets eierskapsutøvelse»<sup>2</sup> beskriver administrasjonen hvordan vi tilpasser arbeidet og virkemiddelbruken til våre ulike finansielle instrumenter og porteføljer. Den operasjonelle oppfølgingen delegeres til henholdsvis direktør for aksjer og direktør for renter. Videre har aksjeavdelingen i tillegg én dedikert ressurs på ESG.

Porteføljeforvalterne har ansvaret for oppfølging av vesentlige temaer, inkludert klimarisiko, i sine investeringsanalyser og i dialog med selskapene de følger. Dette skjer i praksis gjennom tett samarbeid internt i avdelingen, i tråd med Folketrygdfondets teambaserte forvaltningsmodell.

Av de øvrige avdelingene har avdeling for økonomi og risikostyring en særskilt rolle ved stemmegivning i generalforsamlinger og obligasjonseiermøter, inkludert formidling av innkallinger til porteføljeforvaltere og registrering av avgitte stemmer. Avdelingen for compliance og juridisk er også involvert i vurdering av stemmegivning på generalforsamlinger i Norden, og avdelingen har det overordnede kontrollansvaret for Folketrygdfondets interne retningslinje for arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

Vi følger de samme prinsippene for vår eierskapsutøvelse i danske, finske og svenske selskaper som i norske. I de nordiske markedene utenfor Norge er imidlertid Folketrygdfondets eierposter mindre og spredt på flere selskaper. Eierskapsutøvelsen tilpasses dette. For eksempel stemmer vi på generalforsamlingene i alle selskapene der vi er aksjonær. I Norge tar porteføljeforvalteren også kontakt med selskapene på forhånd om det er en sak på agendaen som vi vurderer å stemme mot. Om vi ikke når frem, stemmer vi mot og publiserer en offentlig begrunnelse. Siden 2019 har vi publisert stemmeforklaringene i forkant av de norske generalforsamlingene der det har vært praktisk mulig. Av ressurshensyn publiserer Folketrygdfondet stemmeforklaringene for de nordiske selskapene på [ftf.no](http://ftf.no) i etterkant av møtene. Vi har av samme grunn heller ikke hatt dialog med selskapene i forkant av møtene. Folketrygdfondets gjennomgående større eierandeler i Norge enn i Norden gjør at vi har valgt å prioritere dialog i forkant av generalforsamlinger og forhåndsannonsering i Norge.

Vi har nylig gjennomført en omdømmeundersøkelse som bekrefter at Folketrygdfondet oppfattes å være i front innen ansvarlig forvaltning, og at vi er den mest tydelige pådriveren for ESG og etiske standarder blant norske aktører. Vår påvirkning oppfattes å være av mer indirekte karakter som følge av at vi ikke sitter i selskapenes styre, men utøver eierskap gjennom dialog, stemmegivning og valgkomitearbeid.

---

<sup>1</sup> Prinsipper for ansvarlige forvaltningsvirksomhet (vedtatt av Folketrygdfondets styre den 15. juni 2021), tilgjengelig på [www.ftf.no](http://www.ftf.no)

<sup>2</sup> Folketrygdfondets eierskapsutøvelse (fastsatt av adm. dir.), tilgjengelig på [www.ftf.no](http://www.ftf.no)

### ***Oppfølging, inkludert strategi og virkemiddelbruk***

Som den største institusjonelle enkeltinvestoren i det norske finansmarkedet har vi en særskilt interesse i å legge et langsiktig perspektiv til grunn for vår investeringsvirksomhet. Sammenlignet med flere andre investorer har vi høyere risikobærende evne og mindre behov for likviditet, og vi tåler bedre store verdiendringer. Dette gir oss grunnlag for å opptre langsiktig og motsyklisk, og vi erfarer at vi har en viss mulighet til å påvirke selskapenes virksomhetsstyring og markedsplassens rammevilkår. Prinsippene for Folketrygdfondets eierskaps- og kreditorarbeid, inkludert utvikling av god praksis, deltakelse i valgkomiteer og styrende organer, samt samarbeid med andre investorer, er omtalt i dokumentet *Folketrygdfondets eierskapsutøvelse*.

Vi vil alltid vurdere vårt eierskaps- og kreditorarbeid opp mot de resultater vi kan forvente å oppnå. Samtidig er hensynet til miljø, samfunn og eierstyring ett av flere elementer i en helhetlig investeringsbeslutning. Det kan være enkelte deler av et selskaps virksomhetsstyring som ikke er i overensstemmelse med våre prinsipper, samtidig som vi opplever at vi har en god og konstruktiv dialog med selskapet og tillit til selskapets ledelse. Våre ressurser må benyttes på de viktigste eierspørsmålene og/eller de som kan utgjøre en finansiell risiko. Det vil til enhver tid være en totalvurdering og avveining mellom hvor viktig saken er, risiko og muligheten for å få gjennomslag, sett i lys av at vi er en minoritetsaksjonær.

Strategien for Folketrygdfondets arbeid med ansvarlig forvaltning beskrives i Strategisk plan for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge.<sup>3</sup> Vi har en integrert tilnærming til ansvarlig forvaltning. Muligheter og utfordringer knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG) følges opp i den ordinære investeringsaktiviteten. Folketrygdfondets eierskaps- og kreditorarbeid skal støtte opp under målet om å bidra til å realisere selskapenes potensial.

### *Dialog med selskapene*

Folketrygdfondet har utarbeidet et sett med forventninger knyttet til selskapenes arbeid med strategi og kapitalstruktur, vurdering av risiko (inkludert bærekraftsrelatert risiko), incentiver til ledende personer, samt forventninger til utstedelse av fremmedkapital.<sup>4</sup> Forventningene er rettet primært mot selskapenes styre. Vi forventer at styrene vedtar en strategi og kapitalstruktur som er tilpasset det risikobildet selskapene står overfor, inkludert risiko relatert til samfunns- og miljømessige utfordringer. Folketrygdfondet bruker forventningene aktivt i vår dialog med utstedere, både på styre- og ledelsesnivå. Vi gir selskapene klare tilbakemeldinger med utgangspunkt i vår rolle som aksjonær. I møte med selskapenes styre og ledelse skal vi være tydelige på hvordan de svarer til våre forventninger.

### *Representasjon i styrende organer*

Det å bidra til at selskapene har uavhengige, kompetente og velfungerende styre er et kjerneelement i Folketrygdfondets eierskapsutøvelse. Folketrygdfondet har de senere år valgt å øke antall valgkomiteer vi er representert i fra 7 i 2017 til 16, og flere av våre porteføljeforvaltere har påtatt seg roller i valgkomiteer. Fra 2021 har vi systematisert dette arbeidet gjennom

---

<sup>3</sup> Strategisk plan for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (vedtatt av Folketrygdfondets styre desember 2021), tilgjengelig på [www.ftf.no](http://www.ftf.no)

<sup>4</sup> Veiledning til selskaper ([www.ftf.no](http://www.ftf.no))

egenevalueringer og et forum for intern kompetansedeling om valgkomitearbeid. Dette mener Folketrygdfondet bidrar til å styrke vår aktive forvaltning. Gjennom innspill til valgkomitéer der Folketrygdfondet ikke er representert bidrar vi også til at styret får en riktig og relevant kompetanse utfra selskapets virksomhet. Som en institusjonell investor påtar vi oss ikke styreverv i selskapene vi er investert i.

### *Stemmegivning*

Folketrygdfondet stemmer på generalforsamlingene i de selskaper hvor vi eier aksjer. Dersom vi stemmer med fullmakt, vil vi alltid gi stemmeinstruks. Våre prinsipper for stemmegivning utdypes i dokumentet *Folketrygdfondets eierskapsutøvelse*. Dersom vi er uenige i styrets forslag, vil vi redegjøre for vårt standpunkt overfor selskapets styre. Vi ser positivt på dialog med selskapet forut for generalforsamlingen. Når vi stemmer mot styrets forslag publiseres dette på ftf.no. Siden 2019 har Folketrygdfondet som regel publisert stemmeforklaringene for norske selskaper i forkant av generalforsamlingene. Generalforsamlingsstatistikk publiseres i Folketrygdfondets eierrapport. For Norge publiserer vi også Folketrygdfondets eierandel i forhold til fremmøteprosenten for de ordinære generalforsamlinger. For nordiske selskaper informerer vi styret særskilt om vår begrunnelse for å stemme mot styrenes forslag i etterkant av generalforsamlingen.

Praksisen med fremleggelse av aksjonærforslag er relativt lite utbredt i de nordiske markedene. I 2021 var det for eksempel kun 39 aksjonærforslag fremmet for selskaper i Folketrygdfondets portefølje, hvorav 22 i Sverige, 10 i Norge, 7 i Danmark og ingen i Finland. Videre var hele 9 av de 10 aksjonærforslagene i Norge ved generalforsamlingen til ett selskap. Folketrygdfondet forventer at selskapene identifiserer, forstår og håndterer forretningskritiske forhold. Aksjonærforslag bør respektere rolle- og ansvarsfordelingen mellom styret og generalforsamlingen. Folketrygdfondet stemmer mot aksjonærforslag som innebærer detaljstyring av selskapets styre. Vi legger vekt på styrets anbefaling i vår vurdering av aksjonærforslag.

### *Bidrag til velfungerende markeder*

Vi bidrar til utvikling av gode markedsstandarder i markedene hvor vi opererer. Dette gjør vi for å utveksle informasjon og erfaringer med andre investorer, holde oss oppdatert på nye reguleringer og standarder innen samfunnsansvar og ansvarlig forvaltningsvirksomhet, samt bidra til utvikling av internasjonal beste praksis på området.

Selv om Folketrygdfondet er en stor eier, er vi alltid en minoritetsaksjonærer. Derfor er likebehandling av aksjonærer et viktig tema for oss. Vi vil også fremme vårt syn der det er naturlig, delta i relevante fora og samarbeide med andre aksjonærer, børser og regulatoriske myndigheter. Representanter for Folketrygdfondet deltar iblant annet Eierforum, Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES), arbeidsgrupper i regi av Foreningen for finansfag Norge (FFN) og Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (Norsif).

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

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Vurdere hvordan mulige vekselvirkninger mellom eierskapsutøvelsen og den aktive forvaltningen utnyttes.*

Eierskapsarbeidet henger uløselig sammen med våre eierandeler i det norske markedet. Store eierandeler forplikter, og det forventes at vi har et syn på viktige eierspørsmål. Vår erfaring er i tillegg at eierskapsarbeidet gjør oss til en bedre forvalter og at det er en effektiv måte å utnytte vårt særpreg på. Vi erfarer at god tilgang til dialog med selskapets ledelse og styre gir oss god informasjon. Vi ser også at vi som stor aksjonær og kreditor lettere kan ivareta våre interesser som minoritetsaksjonær. Det er avgjørende for å høste slike positive effekter at vi oppfattes som en konstruktiv partner for selskapet.

Som aktiv forvalter skal vi levere høyest mulig avkastning over tid ved å være en engasjert og ansvarlig eier og kreditor som styrker selskapenes lønnsomhet og markedets funksjonsevne. Dette er en målsetting som oppfattes som konstruktiv både av selskapets ledelse og av øvrige aksjonærer.

Forventningsdokumentene er sentrale i vår eierskapsutøvelse. Disse formulerer på et overordnet nivå hva vi vektlegger i oppfølgingen av selskapene. Vi har en integrert tilnærming til ansvarlig forvaltning. Dette innebærer å ha en systematisk oppfølging av vesentlige muligheter og utfordringer knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG) og være en krevende eier som bidrar til å maksimere selskapenes potensial. Dette kommer også andre aksjonærer og kreditorer til gode. Folketrygdfondet vil samarbeide med andre aksjonærer i enkeltsaker der vi mener det er hensiktsmessig for å ivareta våre finansielle interesser. Slikt samarbeid kan også gi oss økt tyngde i de sakene vi tar opp med selskapene.

Vi engasjerer oss som eier, uavhengig av om vi i det enkelte selskap har en over- eller undervekt sammenlignet med referanseindeksen. Det vil legge til rette for høyere avkastning for SPN i det lange løp, i tråd med vårt mandat.

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

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

retningslinjer for multinasjonale selskaper og Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. Felles for de nevnte retningslinjene er at de er nedfelt i vårt mandat. I Folketrygdfondets forventninger til selskaper har vi inntatt nyere retningslinjer som ikke er nevnt i mandatet og gjelder mer spissede temaer, men som likevel har oppnådd bred internasjonal tilslutning. Dette gjelder særlig anbefalingene til *Task force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD), FNs prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter, og FNs prinsipper for bærekraftige hav.

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

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

➤ *Finansdepartementet ber om:*

*Beskrive mulige interessekonflikter mellom den aktive forvaltningen og eierskapsutøvelsen, og hvordan ev. slike interessekonflikter håndteres.*

Den overordnede målsettingen med Folketrygdfondets eierskapsutøvelse er å sikre SPNs finansielle interesser. Det betyr at i de tilfellene hvor det er konflikt mellom målet om høyest mulig absolutt avkastning og høyest mulig meravkastning, vil Folketrygdfondet følge målsettingen om høyest mulig absolutt avkastning. Prinsippet er også nedfelt i Folketrygdfondets interne retningslinje for arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Problemstillingen er mest aktuelt ved større selskapshendelser som oppkjøp og fusjoner. Folketrygdfondets administrerende direktør vil måtte godkjenne stemmegivningen over transaksjonen ved den aktuelle ekstraordinære generalforsamlingen. Folketrygdfondet jobber kontinuerlig med eierskapsutøvelse for å oppnå bedre resultater og bedre etterlevelse av våre prinsipper og retningslinjer. Arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet kan være utfordrende, ikke minst fordi spørsmål knyttet til eierstyring, samfunns- og miljømessige forhold sjelden er svart/hvitt. Vi møter mange dilemmaer i vårt arbeid med denne type spørsmål.

Folketrygdfondet er en stor eier og kreditor, og det forplikter. I vanskelige saker ønsker vi derfor å bidra til en løsning som danner grunnlag for et videre arbeid i riktig retning.

Folketrygdfondet er en relativ forvalter som måles på meravkastning i forhold til referanseindeksen. Meravkastningsmålet kan imidlertid komme i konflikt med målet om høyest mulig absolutt avkastning og hensynet til velfungerende markeder, herunder vår egen eierskapsutøvelse. Noen eksempler på slike interessekonflikter kan være:

- å unnlate å drive aktiv eierskapsutøvelse som kan øke verdien av et selskap hvor vi er undervektet
- å ikke søke å oppnå best mulig pris i et overtakelsestilbud
- å legge vekt på andre hensyn enn selskapets absolutte verdi ved selskapshendelser som oppkjøp, fusjoner o.l.



Ved indeksendringer vil en relativ investor potensielt se fordeler ved at en aksje går inn i indeks på en høy kurs, og tilsvarende ønske en lav kurs hvis en aksje er på vei ut av indeks. I slike indeksendringssituasjoner er det ofte nødvendig å veie ulike hensyn mot hverandre, spesielt i forhold til risikostyringen og tilgjengelig likviditet.

Folketrygdfondet har en klar målsetting knyttet til vår eierskapsutøvelse som gjelder for hele porteføljen uavhengig av hvilke under- og overvekter vi har. I ordningen for variabel lønn har forvalterne mål som skal motivere dem til å nå målene for porteføljen. Som relativ forvalter er det naturlig å benytte risikojustert avkastning som utgangspunkt for kvantitative mål i variabel lønn-ordningen. Når det oppstår interessekonflikter, vil det være en samlet vurdering hvor hensynet til høyest mulig absolutt avkastning og velfungerende markeder alltid vil være sentralt. Disse hensynene er også tydeliggjort i våre retningslinjer for variabel lønn.

Med vennlig hilsen  
Folketrygdfondet

Siri Teigum  
Styrets leder

*Dokumentet er elektronisk godkjent og har ikke håndskrevet signatur*