

# AKTIV FORVALTNING I FOLKETRYGDFONDET

# AKTIV FORVALTNING

**Spørsmålet om aktive** eller passive forvaltningsstiler er en løpende og levende debatt både innenfor forsknings- og forvaltningsmiljøer. Hva er aktiv og passiv forvaltning? Hvilke styrke og svakheter, muligheter og risiko, ligger i aktiv forvaltning? I forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN) følger Folketrygdfondet en aktiv, men samtidig konservativ, forvaltningsstil. Hva særpreger markedene og aktivaklassene som Folketrygdfondet investerer i? Og hvordan påvirker disse særtrekkene mulighetene for aktiv eller passiv forvaltning? Dette er spørsmål som vi drøfter nærmere i denne temaartikkelen.

Men først en kort oppsummering: Folketrygdfondet mener aktiv forvaltning er den beste strategien for Statens pensjonsfond Norge. Ved å utnytte særtrekk som størrelse og langsiktighet har en slik strategi resultert i en årlig meravkastning på 0,46 prosentpoeng siden 1998. Fremover er målet er at den aktive forvaltningen skal skape 0,4 prosentpoeng bedre avkastning enn referanseportefølje over tid.

## Hva er aktiv og passiv forvaltning?

Hva er så aktiv og passiv forvaltning? 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 slingringsmonn mellom de ulike stilene. Ren passiv forvaltning defineres som porteføljer hvor forventet relativ volatilitet er under 0,2 prosentpoeng.

Ved passiv forvaltning er siktemålet å oppnå lik avkastningsutvikling, eller så lik som mulig, som i en referanseportefølje. I større markeder og i markedssegmenter med ensartet risiko er det ikke nødvendig å investere i alle verdipapirene som inngår i en referanseportefølje for å oppnå lik avkastningsutvikling. I mindre markeder med større innslag av spesifikke risikotyper er det nødvendig å investere i 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 fåtall av verdipapirene som inngår i referanseporteføljen. Når mandater er begrenset til mindre geografiske områder og markeder med stort innslag av ikke-systematisk risiko, må imidlertid porteføljen inneholde nærmere 100 prosent av alle verdipapirene i referanseporteføljen for å oppnå lik avkastningsutvikling. Som vi skal se senere, er Norge et mindre finansmarked med et ganske stort innslag av ikke-systematiske risikotyper som er så bedrifts-spesifikke at det ikke er mulig å diversifisere dem bort.

## Folketrygdfondet – en aktiv og ansvarlig forvalter

Både på aksje- og rentesiden følger Folketrygdfondet i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge en aktiv og ansvarlig forvaltningsstil innenfor rammer som er klart og tydelig definert av Finansdepartementet. Investeringsstrategien er forankret i det mandatet, herunder den referanseportefølje og de risikorammer, som er gitt Folketrygd-

fondet for forvaltningen av SPN.

I referanseporteføljen utgjør aksjer 60 prosent og obligasjoner 40 prosent. Aktivasammensetningen mellom aksjer og obligasjoner reflekterer den avveiningen 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.

Det er en *strategisk* referanseportefølje, som fastslår hvordan porteføljen over tid skal være sammensatt i forhold til aktivaklasser og geografi. Som følge av markedsbegrevelser vil imidlertid vektene i den virkelige referanseporteføljen tidvis drifte bort fra vektene til den strategiske referanseporteføljen. Finansdepartementet har derfor også fastsatt hvor store avvik det kan være mellom aktivavektene i den *virkelige* referanseporteføljen og den strategiske referanseporteføljen. For å sørge for at den virkelige referanseporteføljen har en aktivafordeling og en geografisk fordeling som er så lik den strategiske referanseporteføljen som mulig, gjennomføres det rebalanseringer av den virkelige referanseporteføljen i henhold til et regelverk fastsatt av Finansdepartementet.

Den overordnede målsettingen for Folketrygdfondets

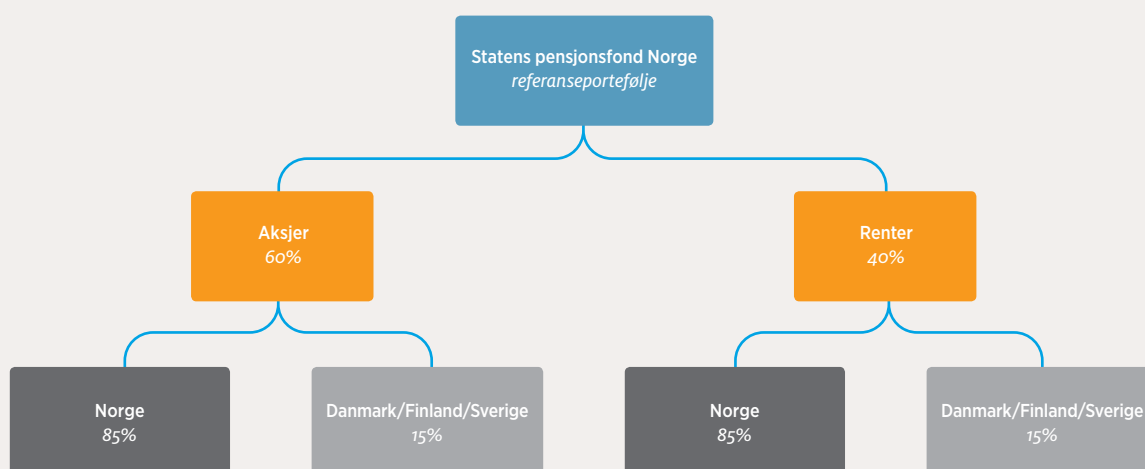
forvaltning av SPN er høyest mulig avkastning over tid i forhold til referanseporteføljen. Dette søkes oppnådd gjennom aktive forvaltningsstrategier innenfor hver av aktivaklassene. Folketrygdfondet søker å ta slike aktive investeringsvalg basert på selskaps- og verdipapirutvelgelse og ved å utnytte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

Folketrygdfondet legger til grunn at oppgavene knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge kan deles inn i 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.
- Ivareta finansielle interesser gjennom eierskaps- og kreditorutøvelse.
- Strategirådgiving til Finansdepartementet om Statens pensjonsfond Norge.

Eierskaps- og kreditorutøvelse er en oppgave som

## REFERANSEPORTEFØLJEN



Aktivvektene i figuren viser vektene til den strategiske referanseporteføljen.

i prinsippet er uavhengig av formen på forvaltningen og uavhengig av størrelsen på eierandelen i de ulike verdipapirene. Men god eier- og kreditoroppfølging krever innsikt i og kunnskap om selskapene. Et viktig prinsipp for Folketrygdfondet er derfor at eierskaps- og kreditorutøvelsen er en integrert del av investeringsvirksomheten. Folketrygdfondet oppfatter aktiv eierskaps- og kreditorutøvelse som viktig for å sikre langsiktig verdiskaping og mener at eierskaps- og kreditorutøvelse blir bedre når forvaltningen er aktiv.

Samtidig er Folketrygdfondet en meget stor investor i de norske verdipapirmarkedene. En stor eierandel i selskapene medfører høye krav til ansvarlig eierskapsutøvelse og behov for å bidra til et velfungerende finansmarked. Som stor aksjonær i norske selskaper anser Folketrygdfondet eierskapsrollen å bli betydelig bedre ivaretatt gjennom en aktiv forvaltning av porteføljen.

Som en langsiktig finansiell investor og eier på Oslo Børs og i det norske obligasjonsmarkedet er Folketrygdfondet opptatt av at markedet er velfungerende og har tilfredsstillende markedsovervåkning. Det er en naturlig oppgave for en stor investor som Folketrygdfondet å ha et syn på prisingen av verdipapirene i fondets investeringsunivers. Et slikt syn forutsetter aktiv forvaltning, og bidrar samtidig til et bedre fungerende marked.

Strategirådgivning overfor Finansdepartementet krever også kompetanse om verdipapirmarkedene. Kompetansen om markedene øker når en i forvaltningen må foreta begrunnede avvik fra referanseporteføljens sammensetning gjennom aktive valg.

### **Rebalansering krever aktive beslutninger**

En av de fire hovedoppgavene ved forvaltningen av SPN, er å oppnå den markedsmessige eksponeringen som oppdragsgiver har definert i form av referanseporteføljen. Her er imidlertid målskiven hele tiden i bevegelse, både i form av indeksjusteringer og verdiendringer i markedene. Referanseporteføljen blir rebalansert og revektet på flere ulike måter som Folketrygdfondet må ta hensyn til i forvaltningen av SPN.

Et av de sentrale momentene i mandatet for forvaltningen av SPN er at aktivasammensetningen skal være basert på 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner. Etter en tid vil disse andelene 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.

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 med 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner, 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. Utslagene før, under og etter finanskrisen, er illustrerende. 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.

Aksjekjøpene som ble gjennomført i den norske aksjeporteføljen 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 økte.

Aksjekjøp av et slikt omfang må nødvendigvis finansieres i form av overføringer fra obligasjonsporteføljene, enten fra løpende rentebetaling og forfall eller fra salg. Sammenfallet med finanskrisen og bortfallet av likviditet for mange segmenter av kredittobligasjonsmarkedet medførte at aksjekjøpene måtte finansieres ved salg av statsobligasjoner. Omleggingen medførte derfor automatisk en endring i sammensetningen av obligasjonsporteføljene i retning av mer kreditt (lavere statsandel) og lengre kredittbinding.

Lav likviditet i mange av selskapene på Oslo Børs gjør at rebalanseringer for å bringe aksjeandelen tilbake til utgangspunktet på 60 prosent isolert sett vil være ekstra krevende ved eventuell passiv forvaltning. Dette fordi det ikke er mulig å øke eller redusere vekten i alle selskapene like raskt. En slik rebalansering kan være betydelig og stille store krav til gjennomføringen. 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 porteføljen.

Utover verdiendringer og rebalanseringsregimet påvirkes markedsporteføljen også av indeksjusteringer. Selskaps-

sammensetningen i referanseindeksen OSEBX revideres halvårlig. For obligasjonsindeksene skjer endringer i indekssammensetningen månedlig og innebærer også endringer i termineksponeringen innad i seks valutaer.

Folketrygdfondet forholder seg til indeksendringer ved at en forsøker å gjennomføre disse endringene i porteføljen så raskt som mulig. Det er imidlertid særskilte utfordringer knyttet til likviditeten i enkelte selskaper som inngår eller har inngått i den norske aksjeindeksen. Dette innebærer at det for aksjer med lav likviditet kan ta alt fra 1,5 til 15 år å kjøpe eller selge en indekspost, helt avhengig av aksjens likviditet og SPNs markedsandel på det aktuelle tidspunkt. Den lave likviditeten innebærer at i perioder med rebalanseringer og ved indeksendringer må Folketrygdfondet foreta aktive beslutninger for å gjennomføre forvaltningsoppdraget.

Både rebalanseringsbehovet knyttet til verdiendringer og knyttet til indeksjusteringer, påvirker rammen for forventet relativ volatilitet. Folketrygdfondet har i denne forbindelse analysert utslag tilsvarende finanskrisen, og har også studert effekten av 6 indeksrevisjoner frem til desember 2009. Vår analyse indikerer at indeksrevisjoner alene krever en ramme for forventet relativ volatilitet på om lag 1,0 prosentpoeng for den norske aksjeforføljen. Mens utslagene knyttet til verdiendringer i tråd med finanskrisen, kan kreve ytterligere en ramme på 0,5 prosentpoeng. De to nevnte forhold vil altså til sammen kunne kreve en minsteramme på til sammen 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for den norske aksjeforføljen. Det er grunn til å presisere at dette er en minsteramme som vil måtte gjelde uavhengig av om det er aktiv eller passiv forvaltning som legges til grunn.

#### Investeringsstrategi i et marked med spesielle særtrekk

Det viktigste argumentet for en aktiv forvaltningsstil, er målet om høyest mulig avkastning over tid, gitt rammebetingelsene. Folketrygdfondets målsetting for den aktive forvaltningen er å oppnå en årlig meravkastning på 40 basispunkter (0,40 prosentpoeng) over tid, før forvaltningskostnadene trekkes fra. Den største delen av både avkastning og risiko for SPN kan forklares med referanseporteføljen som er definert av oppdragsgiver. Referanseporteføljen representerer flere ulike typer av

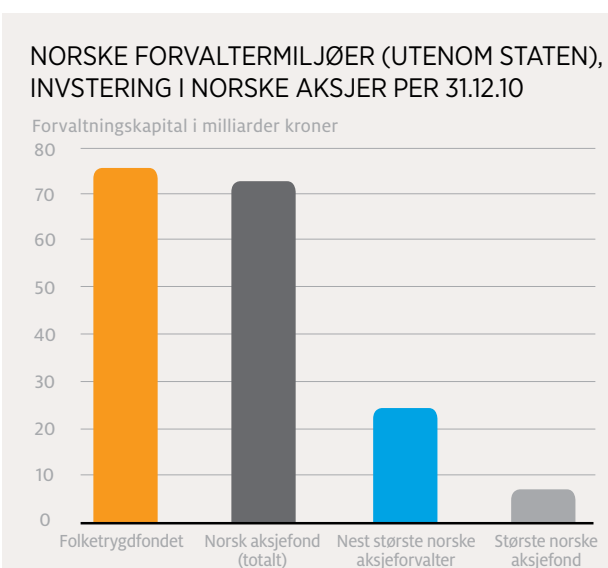
risiko som markedsrisiko, kredittrisiko, valutakursrisiko og likviditetsrisiko. Det er i seg selv en krevende oppgave å oppnå ønsket markedseksponering i tråd med referanseporteføljen på en kostnadseffektiv måte slik at oppdragsgivers forventede avkastning oppnås.

Det er også en del særtrekk ved de norske verdipapirmarkedene, som påvirker både utviklingen i referanseporteføljen og potensialet for passiv kontra aktiv forvaltning. Disse særtrekkene er både knyttet til markedets størrelse, bransje- og selskapsstruktur samt til SPNs størrelse og posisjon i markedet.

Markedet for norske verdipapirer utgjør en liten del av de internasjonale kapitalmarkedene, henholdsvis 0,38 prosent innenfor aksjer og 0,30 prosent innenfor obligasjoner, definert ut fra ledende indekser.

I det norske verdipapirmarkedet er Folketrygdfondet en betydelig aktør. Ved utgangen av 2010 utgjorde den norske aksjeforføljen til SPN om lag 9,0 prosent av referanseporteføljen for norske aksjer. SPNs norske obligasjonsportefølje utgjorde på samme tid om lag 6,5 prosent av verdien for referanseporteføljen til norske obligasjoner<sup>1</sup>.

Folketrygdfondet er den største finansielle forvalteren i det norske aksjemarkedet, med tre ganger så mye investert i norske aksjer som den nest største aksjeforvalteren. Aksjeforføljen til SPN som Folketrygdfondet forvalter er



<sup>1</sup> Norske utstedere i obligasjonsindeksen Barclays Capital Global Aggregate utstedt i valutaene NOK, EUR, GBP og USD.

også større enn den samlede markedsverdien til alle de 50 aksjefondene som markedsføres som norske aksjefond.

Størrelse, kombinert med fondets langsiktige investeringshorisont, er i utgangspunktet et konkurransefortrinn. Men størrelse kan også 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.

Et særtrekk ved det norske aksjemarkedet, er at innslaget av usystematisk (selskaps-spesifikk) risiko for en norsk aksjeportefølje er relativt stor. Dette skyldes bl.a. at det norske aksjemarkedet har en skjev selskaps- og bransjestruktur, samtidig som likviditeten kan være begrenset.

Det er hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) som er referanseporteføljen for SPNs norske aksjeportefølje. I referanseporteføljen til SPN for norske aksjer inngikk det ved inngangen til 2011 62 selskaper, mens antallet børsnoterte selskaper var 217. Markedsverdien av børsnoterte aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess var ved utgangen av 2010 på 1 698 milliarder kroner, mens verdien av hovedindeksen på Oslo Børs var 842 milliarder kroner. Det er altså en stor forskjell mellom markedsverdien for alle børsnoterte selskaper og verdien av hovedindeksen<sup>2</sup>.

Årsaken er at en uvanlig stor andel, både målt i verdi og antall selskaper, ikke er gjenstand for fri omsetning. Av totalt 62 selskaper i OSEBX er det begrensninger på fri flyt i 59 selskaper, som tilsammen representerer 43,7 prosent av markedsverdien. Tilsvarende tall for USA er 3,4 prosent av verdiene og for Storbritannia 5,3 prosent av verdiene.

Også på obligasjonssiden er det en betydelig del av det norske markedet som ikke tilfredsstillende kravene til å bli inkludert i en referanseportefølje.

Oslo Børs er ellers karakterisert ved en skjev selskapsstruktur ved at de fem største selskapene i OSEBX utgjør 51,3 prosent av indeksen sammensetning (per 31.12.2010). For noterte norske aksjer som helhet (Oslo Børs og Oslo Axess) er denne andelen noe høyere, 53,4 prosent. Internasjonalt er selskaps sammensetningen mer diversifisert. I Storbritannia utgjør de fem største selskapene 27,3 prosent, mens andelen i Tyskland er 24,5 prosent<sup>3</sup>.

Bransjestrukturen på Oslo Børs er også smal, hvor energisektoren utgjør 41,2 prosent av indeksen OSEBX, finansielle tjenester 13,8 prosent og materialsektoren 12,3 prosent ved utgangen av 2010. Andelen utenlandske investorer på Oslo Børs er høy og fluktuerende over tid<sup>4</sup>. Blant de mindre selskapene på Oslo Børs er også likviditeten gjennomgående svak.

Energisektoren og andre sykliske virksomheter utgjør således en stor andel av børs selskapene og kombinert med at selskapsstrukturen er konsentrert, bidrar det til at det norske aksjemarked er blant de mer volatile aksjemarkedene i verden<sup>5</sup>.

Denne selskaps- og bransjekonsentrasjonen kan diversifiseres godt ved deltagelse i de internasjonale markedene. For investorer som i begrenset grad har adgang til internasjonale markeder, som Folketrygd fondet, er dette ikke mulig, og innslaget av usystematisk (selskaps-spesifikk) risiko for en norsk aksjeportefølje er derfor stor.

Aksjemarkedene i Norden utenom Norge har på langt nær den samme skjeve selskaps- og bransjestrukturen som det norske aksjemarkedet. I de nordiske aksje- og obligasjonsmarkedene er Folketrygd fondet heller ikke en stor investor, og støter derfor ikke på de samme problemene knyttet til størrelse som i Norge. Sett i sammenheng med aksjemarkedet i Norge vil derfor aksjemarkedene i de andre nordiske markedene i stor grad virke diversifiserende i forhold til det norske aksjemarkedet alene.

### Utfordringer ved passiv forvaltning i Norge

Den norske aksjeporteføljen til SPN har hatt et nivå på forventet relativ volatilitet på mellom 6,0 prosentpoeng og 2,0 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.

De særegne forholdene i de norske markedene knyttet til likviditet, bransje- og selskapsstruktur, begrenser hvilke forvaltningsstiler som er gjennomførbare. I store markeder kan en oppnå en tilnærmet indekxnær portefølje med et

<sup>2</sup> Ved beregning av hovedindeksen ekskluderes aksjeposter større enn 10 prosent som er eid av aksjonærer med styreplass i selskapet (innsidere) og aksjer eid direkte av staten og tas ikke med i begrepet fri flyt.

<sup>3</sup> Målt som andel av hhv. indeksen FTSE All-Share for Storbritannia og CLXP for Tyskland.

<sup>4</sup> SNF-rapport nr. 14/08 Utvikling av eier strukturen på Oslo Børs.

<sup>5</sup> Randi Næs, Johannes A. Skjeltorp og Bernt Arne Ødegaard 2009, «What factors affect the Oslo Stock Exchange?»

begrenset antall investeringer. I mandater som begrenses til mindre geografiske områder og i markeder med stort innslag av ikke-systematisk risiko må porteføljen inneholde tett opp til 100 prosent av alle verdipapirene i referanseporteføljen for å oppnå lik avkastningsutvikling.

Passiv forvaltning for SPNs norske aksjeforfølje vil, som følge av behovet for å investere i nært opp til alle verdipapirer, kombinert med lav likviditet, støte på praktiske problemstillinger. 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.

En særskilt side ved passiv forvaltning eller indeksnær forvaltning av porteføljer som utgjør en stor andel av referanseporteføljen, er at andre investorer har mulighet til å utnytte kunnskapen om passive strategier.

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 indeksnær forvaltning ikke er en avkastningsmessig god strategi for en stor investor i det norske aksjemarkedet.

Også i forvaltningen av obligasjonsporteføljen vil en passiv forvaltningsstrategi innebære praktiske utfordringer, bl.a. knyttet til lav likviditet og til at referanseporteføljen bare omfatter en mindre andel av utstederne i markedet. Både potensialet for meravkastning, samt hensynene til kostnader og diversifisering, tilsier en mer aktiv forvaltning av obligasjonsporteføljen.

### Nærmere om systematiske faktorer

Meravkastning vil ikke bare kunne ha sin forklaring i selskaps-spesifikke forhold, men vil også kunne stamme fra såkalte systematiske faktorer som likviditet, momentum, selskapsstørrelse, terminpremie, kreditt, verdifaktor, valuta med høyrente og volatilitet.

I en evalueringsrapport fra 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 slike kjente systematiske faktorer. Gruppen anbefaler derfor at forvalter, NBIM, skal konstruere indekser for aktuelle faktorer, og at oppdragsgiver, Finansdepartementet, skal bestemme eksponeringen i referanseporteføljen mot de ulike faktorene.

Som kjent har Statens pensjonsfond Norge et overveiende

norsk mandat. Når det gjelder 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 verden. For det norske aksjemarkedet gir selskapsstørrelse og likviditet sammen med den generelle markedsutviklingen den beste forklaringsgraden, ved at små selskaper og mindre likvide aksjer ser ut til å gi et positivt avkastningsbidrag sammenlignet med store selskaper og mer likvide aksjer.

I den grad faktorene som kan påvises i de norske markedene er andre enn for verdensmarkedet, øker utfordringene med å sette sammen investerbare referanseporteføljer som utnytter disse risikopremiene. Fordi SPN er en stor portefølje i et lite marked, kan det også være vanskelig å oppnå en eksponering mot kjente faktorer i en skala som er tilstrekkelig stor til at faktoren blir relevant.

Faktoren selskapsstørrelse 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 aksjeforfølje, må eksponeringen mot denne faktoren være minst 10 prosent av porteføljens verdi. Fordi de minste selskapene på Oslo Børs er svært små, må man i praksis inkludere hele sortimentet av mindre og mellomstore selskaper på Oslo Børs (SMB) i porteføljen på bekostning av vektningen i de største selskapene.

Høsting av denne faktoren vil innebære at antallet selskaper i SPNs norske aksjeforfølje må øke fra dagens om lag 50-60 til 170-180 selskaper. Innfasing av en slik faktor må eventuelt 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 i for stor grad dreies bort fra andre viktige sider ved forvaltningen.

Tilsvarende resonnementer kan gjennomføres for systematiske faktorer som likviditet, momentum etc. For det norske aksjemarkedet ser vi altså at ulike systematiske faktorer kan gi et bidrag til å forklare markedsutviklingen, men de er neppe særlig egnet til å evaluere forvaltningen eller å bli brukt som beslutningsgrunnlag for fremtidige investeringer.

### Aktiv forvaltning kan utnytte særtrekk

Folketrygdfondet har gjennom sin størrelse og langsiktige investeringshorisont særtrekk som kan bidra til å skape merverdier i forvaltningen av fellesskapets midler. Aktiv

forvaltning er en forvaltningsstil som bidrar til å utløse dette potensialet. Folketrygdfondet kan også utnytte sine særtrekk knyttet til et stabilt rammeverk og regulatoriske forhold, ved 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.

Uavhengig av forvaltningsstil, er det avgjørende at forvaltningen skjer ansvarlig, systematisk og med nødvendige sikringsmekanismer. Det er derfor etablert forvaltningsstrategier som er tilpasset det overordnede forvaltningsmandatet og målsettingen om å skape merverdier i forhold til de vedtatte referanseporteføljer.

Den aktive forvaltningen gjennomføres innenfor en risikoramme fastsatt av oppdragsgiver. Folketrygdfondet ser det som naturlig at den aktive forvaltningen over tid opererer innenfor et spenn for forventet relativ volatilitet. Forventet relativ volatilitet på 1,0 prosentpoeng er i den nedre delen av et slikt spenn mens 2,75 prosentpoeng ligger i den øvre delen av spennet, gitt normale markedsomstendigheter. Finansdepartementet har fastsatt at forventet relativ volatilitet ikke skal overstige 3,0 prosentpoeng i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge.

Forventet relativ volatilitet er et måltall som påvirkes av tre forhold; størrelsen på avvik i sammensetningen mellom porteføljen og referanseporteføljen, risikoegenskapene til verdipapirer hvor det er avvik i sammensetningen samt 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.

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 Folketrygdfondet søke å utnytte store forskjeller mellom Folketrygdfondets markedsforventninger og det markedssynet som til en hver tid er priset inn i markedet.

Som en langsiktig investor betyr dette at Folketrygdfondet i urolige perioder kan ha en høy utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet, mens man i roligere perioder kan finne det riktig å utnytte risikorammen i mindre grad. Erfaringen fra finanskrisen er nettopp at det er viktig å ha tilgjengelige

risikorammer for å kunne gjøre selvstendige vurderinger og valg i perioder med unormale markedsomstendigheter.

Som langsiktig investor har Folketrygdfondet evne til å sitte gjennom perioder med krise og store markedssvingninger. Folketrygdfondet kan dermed opptre motsyklisk i aksjemarkedet. 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.

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. SPNs 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.

På grunn av sin størrelse har Folketrygdfondet 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.

#### **Grundige og kompetansebaserte investeringsprosesser**

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.

Folketrygdfondets investeringsprofil for aksjeforvaltningen 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. Den aktive forvaltningen er styrt av investeringsprosesser som skal ivareta kontinuitet og forutsigbarhet i den løpende porteføljeoppfølgingen.

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

Både kvantitative og kvalitative investeringskriterier legges til grunn for investeringsbeslutningene. Kvantitative kriterier kan være 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.

Samlet sett har Folketrygdfondet en investeringsprofil som gjør at aksjeforføljene 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 over tid medført en lavere risiko enn referanseindeks og resultert i meravkastning for SPN.

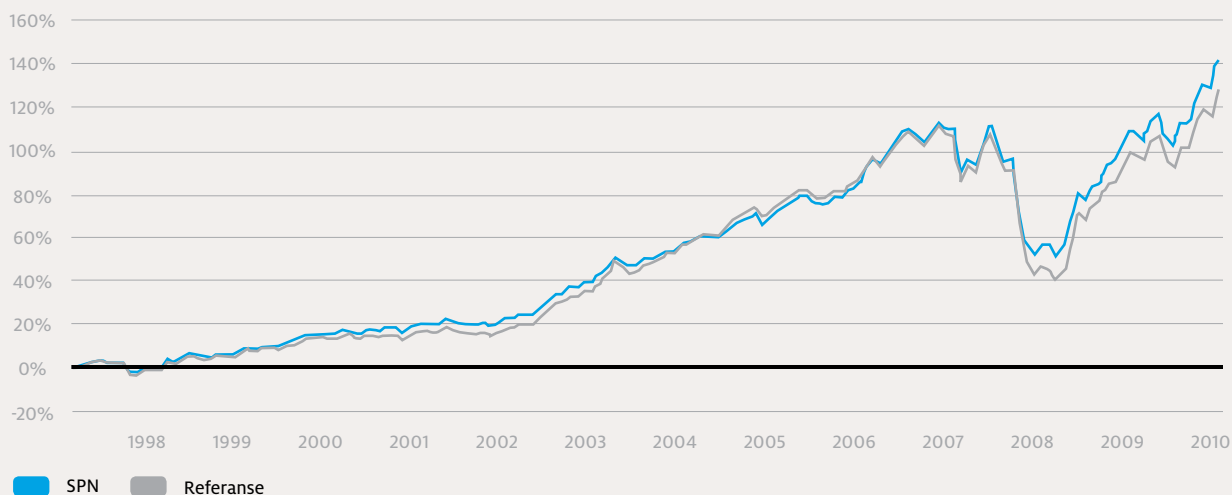
For å gjennomføre en slik strategi har Folketrygdfondet lagt vekt på å ha en forvaltningsorganisasjon med høy kompetanse, klare ansvarsforhold, veldefinerte investeringsstrategier, definerte beslutningsprosesser, god porteføljeoppfølging og ansvarsbevisst eierskapsutøvelse.

Et viktig element i organiseringen er integrering av risikokontroll og avkastningsoppfølging i forvaltningsarbeidet. Selv om de enkelte forvaltere har et særskilt ansvar for sine respektive delporteføljer, legges det vekt på at arbeidet med totalporteføljene er teambasert. På den måten sikres kompetanse- og kunnskapsoverføring mellom forvalterne, 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.

Også forvaltningsstrategien for renteporteføljene kjenne-tegnes av en aktiv og 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.

Med få regulatoriske beskrankninger knyttet til likviditet, kapitaldekning og lignende, har Folketrygdfondet et

AKKUMULERT AVKASTNING FOR SPN OG REFERANSEPORTEFØLJEN 1998 - 2010



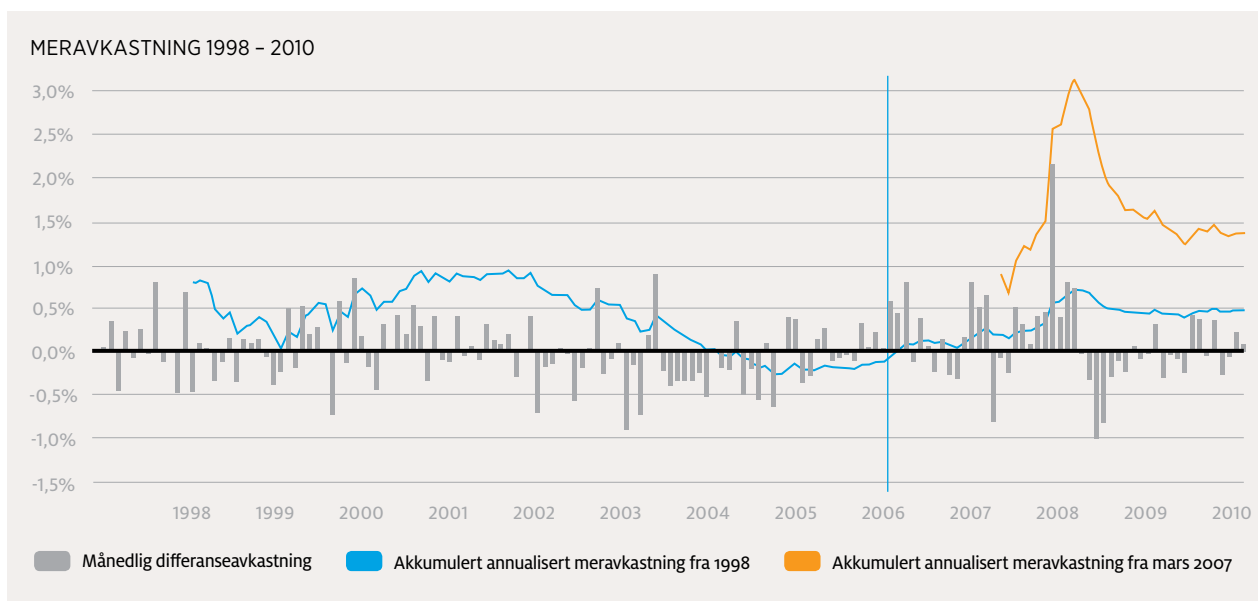
fortrinn som søkes utnyttet gjennom aktive forvaltningsstrategier. I perioder med høy markedsvolatilitet kan SPN tåle at verdien svinger under forutsetning av at fondet med stor sannsynlighet vil få tilbake hovedstol ved forfall.

Også for renteporteføljene er det definert en tydelig investeringsprosess og et sett med sentrale investeringskriterier som understøtter forvaltningsstrategien. Prosessen preges av grundige analyser av makro- og markedsforhold og egne kredittanalyser. I tillegg gjennomføres sykel- og sentimentanalyser som et ledd i porteføljetilpasningen. 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.

De mest sentrale operasjonelle elementer i investeringsprosessen er aktive porteføljetilpasninger knyttet til kredittsykel, kredittsektor, enkeltkreditter, rentekurver og momentum. Gjennom aktive investeringsvalg foretas det en rekke vurderinger av både kreditt- og markedsrisiko.

Renteforvaltningen i Folketrygdfondet er i stor utstrekning teambasert. Dette er begrunnet i et behov for å se den samlede porteføljen samt ulike sektorer og aktive investeringsvalg i sammenheng. 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.

De nordiske porteføljene, både på aksje- og rentesiden,



ANNUALISERT MERAVKASTNING FOR SISTE 12 MÅNEDER OG FOR ULIKE DELPERIODER

Meravkastning i prosentpoeng	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	0,55	1,33	1,52	0,38	0,46
Stipulert meravkastning med dagens aktivasammensetning før 2007	0,55	1,33	1,32	0,62	0,74
Stipulert meravkastning med dagens aktivasammensetning før 2007 og OSEBX i 1998-2001	0,55	1,33	1,32	0,56	0,37

følger i hovedsak samme investeringsprofil- og prosess som de norske porteføljene. En viktig årsak til dette er de positive samspills- og kompetanseoverføringseffektene ved å forvalte både norske og nordiske porteføljer. Kompetanse og kunnskap som opparbeides gjennom arbeidet med den nordiske porteføljen er svært nyttig også i forvaltningen av den norske porteføljen, og omvendt.

I flere av bransjene hvor det i Norge er svært få børsnoterte selskaper, eksempelvis telekommunikasjon, finans og treforedling, er flere av konkurrentene børsnotert i andre nordiske land. 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.

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.

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.

### Meravkastning gjennom aktiv forvaltning

Folketrygdfondets aktive forvaltning har siden 1998 gitt en meravkastning på 0,46 prosentpoeng per år. I figuren på side 66 er den historiske meravkastningen til Folketrygdfondet og SPN for perioden 1998 frem til utgangen av 2010 vist. Den siste observasjonen for den blå linjen viser akkumulert årlig meravkastning for hele perioden på 13 år.

En del endringer i regelverk, forvaltningskapital og indekser i løpet av disse 13 årene gjør det riktignok noe vanskelig å evaluere fra år til år på et helt sammenlignbart grunnlag. Endringene innebærer at det i praksis har vært to ulike mandater i denne perioden, en for perioden før desember 2006 og en fra og med mars 2007.

Endringene består blant annet i følgende:

Før 2008 definerte Folketrygdfondet både referanseportefølje og risikoramme, mens det etter 2008 er en arbeidsdeling hvor Finansdepartementet definerer referanseportefølje og risikoramme, mens Folketrygdfondets

oppgave er å forvalte SPN innefor disse rammene. Før 2008 var regelverket for aktivasammensetningen til porteføljen knyttet opp mot historisk kjøpskurs, mens etter 2008 er regelverket knyttet til markedsverdier. I tillegg til endringene i styringsstruktur, ble det i 2006 gjennomført en tilbakebetaling til statskassen på 101,8 milliarder kroner. Denne tilbakebetalingen utgjorde nær halvparten av den forvaltede kapitalen. Samtidig ble det fastsatt nye rammebetingelser for forvaltningen av SPN med konsekvens at aksjeandelen økte og renteandelen ble redusert. I sum innebar disse hendelsene at regelverket ble endret fra at andelen 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 figuren på side 66 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 oransje linje med oppstart i mars 2007. Skiftet i regelverket medfører at det er lite relevant å fokusere på risikojusterte avkastningstall for hele perioden. Informasjonsraten (IR) for perioden fra og med mars 2007 frem til desember 2010 er på 0,65 som isolert sett er svært bra. Dette er imidlertid en kort periode i forhold til SPNs lange tidshorisont, og gir således begrenset informasjonsverdi.

Tabellen på side 66 viser annualisert meravkastning for siste 12 måneder og for ulike delperioder. I tabellen er det også tatt med en egen linje som viser hva meravkastningen ville vært historisk dersom man 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 0,74 prosentpoeng til 0,37 prosentpoeng når hovedindeksen også benyttes i 1998-2001.

Siden 1998 har årlig brutto meravkastning vært 46 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 37 basispunkter. Folketrygdfondets målsetting for den aktive forvaltningen er å oppnå en årlig meravkastning på 40 basispunkter (0,40 prosentpoeng) over tid, før forvaltningskostnadene trekkes fra.

**Kostnader ved forvaltning av Statens pensjonsfond Norge**

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. 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. Rapporten fra CEM for 2009 forelå 17. september 2010.

Folketrygdfondets totale kostnader for forvaltningen av SPN var i 2009 på 9,5 basispunkter<sup>6</sup>. Av kostnadene kan 3 basispunkter henføres til kontroll, depotutgifter og annet, som er i det øvre kostnadsbildet blant forvalterne. De siste

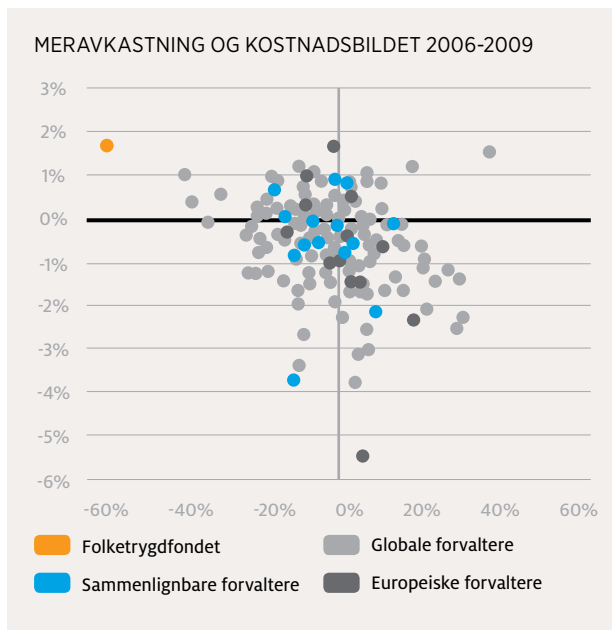
6,5 basispunktene kommer fra forvaltningen, hvor Folketrygdfondet har de laveste kostnadene i utvalget. Også totalt er det forvaltningen av SPN som kommer ut med de laveste kostnadene i utvalget til CEM.

Folketrygdfondets 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.

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 figuren under til venstre er kostnadsbildet for de siste fire årene vist sammenlignet med oppnådd meravkastning. Siste fire 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 for den perioden rapporten dekker (2006-2009). Kostnadsbildet er vist som prosent av kostnadene for sammenlign-



	Differanseavkastning, målt i basispunkter
<b>Mål for brutto differanseavkastning porteføljen</b>	<b>+40</b>
Faktiske forvaltningskostander	-10
<b>Netto meravkastning porteføljen</b>	<b>+30</b>
Referanseporteføljens avkastning	0
Transaksjonskostader ved passiv forvaltning	-6 til -10
Rebalanseringskostander	-3
Inntekter fra garantiprovisjon	0 til 1
Inntekter fra verdipapirutlån	2 til 4
<b>Anslag for brutto differanseavkastning passiv forvaltning</b>	<b>-4 til -11</b>
Forvaltningskostander	-6 til -8
<b>Netto differanseavkastning passiv forvaltning</b>	<b>-10 til -19</b>
<b>Netto verdiskapning ved aktiv forvaltning</b>	<b>+40 til +49</b>

bare fond. Ingen fond har så lave kostnader som Folketrygdfondet ved forvaltningen av SPN målt som prosent av kostnadene for sammenlignbare fond. Dette indikerer at Folketrygdfondet har gode forutsetninger for aktiv forvaltning. Meravkastningen de siste fire årene er imidlertid særskilt god, og høyere enn man kan forvente over lengre tidsrom.

Også en passiv forvaltningsstil har sine kostnader. De viktigste kostnadskomponentene er rebalanseringskostnader, kostnader ved løpende indekstilpasninger og forvaltningskostnader.

Rebalanseringskostnader er knyttet til transaksjonskostnader som oppstår når porteføljen må rebalanseres for å bringe aktivasammensetningen tilbake til utgangspunktet for de strategiske vektene til referanseporteføljen. Rebalanseringskostnadene i 2008 og 2009 er beregnet til henholdsvis 4 og 5 basispunkter. 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.

Også for et passivt forvaltet fond vil indeksendringer medføre endringer av porteføljesammensetningen og dermed medføre både 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 kan anslås å medføre kostnader på 6 basispunkter i året, mens indirekte kostnader er forsiktig anslått til å være ytterligere 4 basispunkter.

Forvaltningskostnadene til SPN var i 2009 på nær 10 basispunkter og om lag 8 basispunkter i 2010. 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. Det anslås at ¼ av kostnadene også vil påløpe ved passiv forvaltning, dvs. at forvaltningskostnadene ved passiv forvaltning kan anslås til 6-8 basispunkter.

Også ved passiv forvaltning vil enkelte inntektskomponenter være oppnåelige som ikke er inkludert i indeksen. De viktigste kildene er garantiprovisjon ved fortrinnsret-

tede emisjoner og utlånsinntekter. Garantiprovisjonen vil variere over tid fra 0 til 1 basispunkt, og antas å utgjøre 1 basispunkt i 2010. Inntekter fra aksjeutlån vil kunne utgjøre 2 - 4 basispunkter. Det kan like fullt stilles spørsmål ved hvor mye av utlånsinntektene som vil være oppnåelig ved passiv forvaltning.

I sum, og avrundet, vil følgelig passiv forvaltning kunne utgjøre forvaltningskostnader på 10 basispunkter.

I tabellen på side 68 er brutto og netto meravkastning beregnet på bakgrunn av Folketrygdfondets daglige avkastningsberegninger, indeksleverandørens daglige beregninger og regnskapstall for faktiske forvaltningskostnader. Begrepet netto verdiskapning 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.

Basert på de forutsetninger som er gjort 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 fratrukk 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.

### Oppsummering

Som vi har sett, gjør særtrekkene i de norske verdipapirmarkedene at passiv forvaltning ikke er særlig velegnet for Statens pensjonsfond Norge, kanskje ikke en gang gjennomførbart. Fondets størrelse og langsiktighet er i stedet forhold som Folketrygdfondet kan utnytte gjennom aktiv forvaltning. Merkostnadene ved aktiv forvaltning er også begrensede, og Folketrygdfondet har historisk skapt meravkastning for Statens pensjonsfond Norge både målt som brutto- og nettoavkastning. En aktiv forvaltningsstil synes derfor å være best egnet til å oppfylle rammebetingelsene som er gitt i mandatet, målsettingen om en styrt og balansert markedsportefølje, en kompetent og ansvarlig eierskapsutøvelse og en forvaltning som skaper merverdier over tid. ●

<sup>6</sup> Forvaltningskostnadene som er oppgitt er beregnet av CEM og avviker noe som andel av kapitalen fra det som er oppgitt i styrets beretning. Årsaken til dette er at CEM omregner forvaltningskostnader og kapital til samme valuta i sin database for alle forvaltere. Forskjellen skyldes derfor ulik valutakurs ved starten og slutten av 2009.

# Folketrygdfondet

Haakon VII's gate 2    Tlf: 23 11 72 00  
Postboks 1845 Vika    folketrygdfondet@ftf.no  
0123 Oslo            www.ftf.no