

FORVALTNING AV STATENS PENSJONSFOND NORGE

Av Jørn Nilsen

Denne artikkelen gir først et kortfattet historisk bilde av Folketrygdfondet som ble etablert i 1967, opprinnelig som en integrert del av folketrygden. I dag har Folketrygdfondet bare navnet til felles med folketrygden og er en statlig forvaltningsorganisasjon som forvalter Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Denne artikkelen ser på mandatet til Statens pensjonsfond Norge, hvordan forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge gjennomføres og på en del særtrekk ved forvaltningen.

1 – Innledning

Folketrygdfondet ble etablert gjennom lov om folketrygd som trådte i kraft 1. januar 1967. Ved starten var det en klar kobling mellom folketrygden og Folketrygdfondet, ved at innbetalte midler til folketrygden delvis skulle settes til side som fondsoppbygging i Folketrygdfondet. I de første årene skjedde det også en fondsoppbygging og frem til 1979 ble det overført 11,8 mrd. kroner til Folketrygdfondet fra folketrygden. Etter dette stoppet av ulike årsaker overføringene fra folketrygden opp og koblingen mellom folketrygden og Folketrygdfondet ble etter hvert mindre. Oppfølgingen av Folketrygdfondet ble da også flyttet fra Sosialdepartementet til Finansdepartementet på slutten av 1980-tallet.

Kapitalen som opprinnelig ble overført fra folketrygden ble forvaltet videre i Folketrygdfondet, først i obligasjoner og bankinnskudd og fra 1991 også i aksjer. I 2001 ble aksjeforvaltningen utvidet til også å omfatte plasseringer i Sverige, Danmark og Finland.

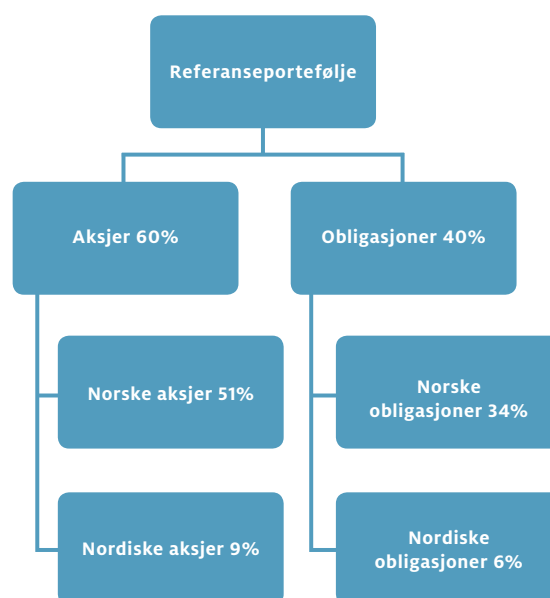
I slutten av 2005 ble lov om Statens pensjonsfond vedtatt og i 2007 lov om Folketrygdfondet. Gjennom dette opphørte den opprinnelige koblingen til folketrygden, og kapitalen i «gamle» Folketrygdfondet ble regnskapsmessig flyttet til Statens pensjonsfond Norge (SPN). SPNs kapital er et innskudd i Folketrygdfondet, som Folketrygdfondet videreplasserer i eget navn. I 2007 ble investeringsområdet til SPN utvidet med obligasjoner utstedt av danske, finske og svenske utstedere. Etter dette har Folketrygdfondet vært en ren kapitalforvaltningsorganisasjon, regulert som et særlovselskap. Folketrygdfondet skal også kunne utføre andre forvalteroppgaver som Finansdepartementet tillegger Folketrygdfondet, og fra 2009 forvalter Folketrygdfondet også Statens obligasjonsfond.

Denne artikkelen er knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge.

2 – Mandat

Finansdepartementet har presisert forvaltningsmandatet til SPN i egen forskrift og gjennom skriftlige retningslinjer. Det er også inngått en forvaltningsavtale mellom Folketrygdfondet som operativ forvalter og Finansdepartementet som oppdragsgiver. Aksjeplasseringer kan utgjøre 50–70 prosent av kapitalen til SPN, mens obligasjoner kan utgjøre 30–50 prosent. For aksjer er det krav om at aksjene noteres på regulert markedsplass i Norge, Danmark, Sverige eller Finland. For obligasjoner er det krav om at utsteder av obligasjonslån må være hjemmehørende, eller ha egenkapital til notering på regulert markedsplass, i ett av disse landene.

Figur 1: Referanseportefølje Statens pensjonsfond Norge



Referanseporteføljen til SPN gjenspeiler Finansdepartementets nøytrale investeringsstrategi og er et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen og for å måle resultatene av Folketrygdfondets forvaltning av SPN.

De to aktivklassene aksjer og obligasjoner, og de to geografiske områdene Norge og Norden, er representert i referanseporteføljen ved indekser. Indeksene er hver for seg satt sammen av enkeltaksjer og enkeltobligasjoner på

en slik måte at indeksene skal reflektere verdiutviklingen i de ulike markedene.

Den strategiske referanseporteføljen er satt sammen av 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner. Av disse aktivavektene står nordiske instrumenter for 15 prosent og norske instrumenter for 85 prosent.

For norske aksjer har Finansdepartementet fastsatt at hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) er referanseindeks og for aksjeinvesteringene utenfor Norge har de fastsatt aksjeindeksen VINXB (uten norske og islandske selskaper) som referanseindeks. For obligasjoner er det brukt tre ulike utdrag av obligasjonsindeksen Barclays Capital Global Aggregate, henholdsvis den norske stat, norske private utstedere og danske, svenske og finske utstedere, som referanseindeks.

Markedsutviklingen for de fire delindeksene vil føre til at aktivavektene drifter bort fra vektene for den strategiske referanseporteføljen. Finansdepartementet har derfor fastsatt et regelverk for når og hvordan aktivavektene til referanseporteføljen skal bringes tilbake til aktivavektene i den strategiske referanseporteføljen (rebalansering).

Statens pensjonsfond Norge er et lukket fond hvor det ikke tilføres midler eller tas ut midler. I henhold til lov om Statens pensjonsfond kan midlene bare anvendes til å øke statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget. Som følge av at det ikke tilføres midler, må rebalanseringer gjennomføres ved overføringer mellom de ulike aktivaklassene.

3 – De fem risiki

I forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er det en rekke risikofaktorer Folketrygdfondet må forholde seg til. Noen av risikofaktorene oppstår som følge av bevisste valg og er en type risiko Folketrygdfondet i forvaltningen velger å ta med sikte på å oppnå god avkastning. Andre typer risiko oppstår uavhengig av investeringsvalgene, og er en type risiko som ikke er ønsket og heller ikke gir uttelling i form av bedre resultater. I Folketrygdfondets mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge fokuseres det på fem typer risiko: markedsrisiko, kreditt-risiko, motpartsrisiko, valutakursrisiko og operasjonell risiko. Folketrygdfondet legger betydelig vekt på å styre og kontrollere de ulike risikotypene og har fastsatt prinsipper for måling og styring av risiko og internkontroll.

3.1 – Markedsrisiko

For SPN er nivået på markedsrisikoen i stor grad bestemt av referanseporteføljens sammensetning, men påvirkes også av de avvik fra referanseporteføljens sammensetning som Folketrygdfondet foretar i forvaltningen. De viktigste kildene til markedsrisiko er svingninger i aksjekurser, valutakurser,

rentenivå og prisingen av kredittisiko. Et ofte brukt mål for markedsrisiko er volatiliteten til porteføljens avkastning. For å måle graden av aktiv forvaltning, fokuseres det ofte på volatiliteten til differanseavkastningen mellom porteføljen og referanseindeksen (relativ volatilitet). Finansdepartementet har fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet på 3,0 prosentpoeng for forvaltningen av SPN. 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.

3.2 – Kredittisiko

Mens markedsrisiko måler bidrag fra kredittsiden i form av svingninger i prisingen av kreditter, er kredittisiko mer knyttet til kreditthendelser. Kredittisiko er i denne sammenhengen risikoen for at en obligasjonsutsteder ikke er i stand til å betale renter eller avdrag på lån. Kredittisiko avhenger både av referanseindeksens sammensetning og de aktive investeringsvalgene.

For Folketrygdfondet er det et mål å redusere effekten av kreditthendelser fra en enkelt utsteder gjennom å ha en diversifisert kredittportefølje. Folketrygdfondets styre har derfor fastsatt kredittammer for obligasjonsforvaltningen som begrenser størrelsen på forventet tap mot en enkelt utsteder.

Kredittkarakter (rating) brukes i den interne kredittisiko-modellen. Få norske utstedere har en ekstern kredittkarakter fra en av de internasjonale ratingbyråene (Moody's, S&P eller Fitch). Folketrygdfondet etablerte derfor i 2008 interne kredittmodelleringsverktøy i samarbeid med Moody's Analytics (tidligere Moody's KMV), som fokuserer på sannsynligheten for en kreditthendelse. Sammen med ekstern rating der det foreligger, danner det interne kredittmodelleringsverktøyet et utgangspunkt for rammefastsettelsen. Rammestørrelsen avhenger av kredittkarakteren til den enkelte utsteder. Rammen er høyere for de utstedere som modellen anser som sikre og lavere for utstedere som har svak kredittkarakter.

3.3 – Motpartsrisiko

Folketrygdfondet blir eksponert for motpartsrisiko i den praktiske tilpasningen av porteføljen uavhengig av forvaltningsstrategien. Motpartsrisiko er knyttet til finansielle instrumenter og avtaler Folketrygdfondet inngår direkte med motparter (banker) i motsetning til verdipapirer som omsettes gjennom mellommann (megler). Folketrygdfondets motparts-eksponering er knyttet til ikke-børsnoterte derivater, valuta-

kontrakter og gjenkjøpsavtaler, i tillegg til at usikrede bankinnskudd også defineres som motpartsrisiko. Motpartsrisiko oppstår også overfor depotbank og overfor oppgjørssystemer.

Folketrygdfondet har fastsatt krav til motparter som er konsistente med krav Finansdepartementet har stilt om minst A-rating fra en av de tre internasjonale ratingbyråene. Endringer i motpartens kredittkarakter følges opp kontinuerlig. I likhet med kreditttrammene er motpartsrammene satt høyere for motparter med god kredittkarakter enn for motparter med svakere kredittkarakter. For å redusere

3.5 – Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er den underliggende risikoen knyttet til måten virksomheten organiseres og drives på. Operasjonell risiko favner over spekteret fra tap som følge av feil i daglige rutiner til kriminelle forhold som innbrudd i lokaler, korrupsjon, bedrageri og mislighold. Operasjonell risiko skal være lav og Folketrygdfondet arbeider kontinuerlig med å redusere operasjonell risiko. Det arbeides med å identifisere ulike typer operasjonell risiko og gjennomføre risiko-reducerende tiltak dersom risikoen overstiger en etablert

Tabell 1: Avkastning 1998–2009, Statens pensjonsfond Norge

	ett år	to år	tre år	fem år	ti år	hele perioden	Nordiske porteføljer siden oppstart*
	2009	2008-2009	2007-2009	2005-2009	2000-2009	1998-2009	
Statens pensjonsfond Norge (brutto)	33,51%	-0,02%	3,15%	5,86%	6,77%	6,35%	
Meravkastning (brutto)	-2,24%	1,65%	1,94%	1,06%	0,52%	0,45%	
Meravkastning (netto)	-2,34%	1,57%	1,86%	1,01%	0,48%	0,41%	
Norske aksjer (brutto)	58,98%	-10,10%	-2,01%	10,38%	8,73%	7,58%	
Meravkastning (brutto)	-5,80%	2,89%	3,50%	0,94%	2,42%	1,78%	
Norske renter (brutto)	10,38%	9,43%	7,23%	5,13%	6,32%	5,99%	
Meravkastning (brutto)	2,05%	1,35%	0,79%	0,41%	-0,08%	-0,06%	
Nordiske aksjer (brutto)	17,62%	-11,06%	-6,60%	4,82%			1,25%
Meravkastning (brutto)	-4,06%	1,71%	1,98%	1,24%			0,51%
Nordiske renter (brutto)	-6,33%	7,55%					6,21%
Meravkastning (brutto)	2,20%	0,78%					0,50%

* Oppstart nordiske aksjer mai 2001 og nordiske renter februar 2007

motpartsrisiko har Folketrygdfondet inngått avtale om motregningsrett og sikkerhetsstillelse med sine motparter for ikke-børsnoterte derivater (OTC) og vil tilsvarende inngå avtale om sikkerhetsstillelse med motparter for utlån av verdipapirer. Utlån av verdipapirer ble terminert under finanskrisen høsten 2008, som følge av at Folketrygdfondet vurderte motpartsrisikoen knyttet til verdipapirutlån uten sikkerhetsstillelse til å være for høy.

3.4 – Valutakursrisiko

Valutakursrisiko er en del av markedsrisikoen som Finansdepartementet har fastsatt at Folketrygdfondet i forvaltningen av SPN ikke kan bruke som et aktiv forvaltningsverktøy. Folketrygdfondets styre har derfor fastsatt rammer for størrelsen på valutaposisjoner som oppstår i forvaltningen, for eksempel som følge av meravkastning innenfor en valuta-sort. Ved avvik utover rammene, brukes blant annet valuta-sikringsinstrumenter i styringen av valutaeksponeringen.

toleransegrense.

Risikoreducerende tiltak gjennomføres for å bringe risiko ned på et akseptabelt nivå. I vurderingen av hva som er akseptabelt risikonivå etter tiltak, vurderes nytten av å redusere risikoen opp mot kostnaden ved en reduksjon. Registrering av uønskede hendelser danner grunnlag for analyser av operasjonell risiko og vurdering av eksisterende og eventuelt nye tiltak for å unngå tap som følge av operasjonell risiko.

4 – Forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge

Det er en målsetting for Folketrygdfondet å oppnå meravkastning i forhold til den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastsatt. Investeringshorisonten til Statens pensjonsfond Norge er lang, og lengre enn for de fleste andre fond. Samtidig er SPN en stor aktør både i det norske aksjemarkedet og i det norske obligasjonsmarkedet. Begge forhold trekker i retning av at forvaltningen må evalueres over lengre tid enn ett enkelt år.

For hele perioden 1998–2009 var avkastningen for SPN (fra 1998–2006 Folketrygdfondet) 6,35 prosent. Det er 0,45 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen. Fratrasket forvaltningskostnader var meravkastningen 0,41 prosentpoeng. God avkastning for de to aksjeporteføljene er hovedårsaken til meravkastningen. For de siste fem årene er meravkastningen for SPN 1,01 prosentpoeng (etter forvaltningshonorar) og positiv også for renteporteføljen.

Folketrygdfondets forvaltningsoppdrag kan deles i fire:

- Forvalte de investerte midlene med sikte på å oppnå markedseksponering på en kostnadseffektiv måte
- Øke avkastningen gjennom aktive investeringsvalg
- Eierskap
- Gi Finansdepartementet råd om den langsiktige investeringsstrategien

De to første punktene er nært knyttet sammen som følge av størrelsen til Statens pensjonsfond Norge. Den norske aksjeporteføljen til SPN utgjorde 4,4 prosent av verdien til alle aksjer notert på Oslo Børs ved årsskiftet. En stor andel av aksjene på Oslo Børs anses ikke som fritt omsettelige (fri flyt). Dette gjelder aksjer eid direkte av staten og aksjer eid av innsidere i selskapene. Hovedindeksen på Oslo Børs justerer vekten av aksjene i indeksen ved at aksjer som er utenfor fri flyt ikke inngår i indeksen (i tillegg til andre kriterier knyttet til likviditet og bransjeeksponering). Av selskapene som inngår i hovedindeksen er det 49 selskaper av totalt 53 som har begrensninger på fri flyt. Regnet som andel av hovedindeksen utgjorde SPNs norske aksjeportefølje 9,3 prosent ved årsskiftet. Når porteføljen utgjør en så stor andel av den indeksen som avkastningen måles mot, fører manglende likviditet i enkelte aksjer og obligasjoner som inngår i referanseporteføljen til at skillet mellom aktiv og passiv forvaltning vanskelig gjøres fordi det i utøvelsen av passiv forvaltning må foretas aktive valg.

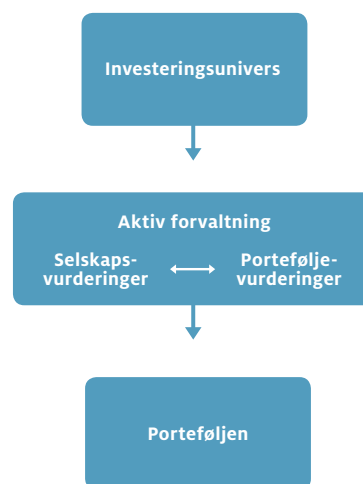
I Folketrygdfondet har vi anslått at dersom forvaltningen av den norske aksjeporteføljen slavisk skulle følge utviklingen av indeksen, ville de praktiske problemstillingene knyttet til ut- og innfasing av selskaper med lav likviditet isolert sett kreve en ramme for forventet relativ volatilitet på opp mot 2,0 prosentpoeng for den norske aksjeporteføljen. I dette anslaget har det blitt tatt høyde for endringer i indekssammenstillingen og størrelsen på de rebalanseringer som har blitt gjennomført de siste to årene (aksjekjøp finansiert med obligasjonssalg og omvendt). Det er gjort en forutsetning om at Folketrygdfondets andel av omsetningen i de aktuelle selskapene er på nivå med andelen Folketrygdfondet eier av indeksen. For de minst likvide selskapene på børsen som har

gått inn eller ut av indeksen de siste årene, er omsetningen så liten at denne gjennom et normalår er mindre enn det Folketrygdfondet må kjøpe eller selge ved ren passiv forvaltning.

Problemstillingene knyttet til lav likviditet i en del selskaper og størrelsen til SPN i det norske markedet har også betydning for transaksjonskostnadene. Lang innfasing av endringer i porteføljen kombinert med at andre aktører ved passiv forvaltning har kjennskap til indeksendringene og derfor også hva passive forvaltere gjør og kommer til å gjøre, er årsaken til at Folketrygdfondet har frarådet passiv forvaltning for SPN overfor Finansdepartementet.

Det er altså ikke mulig for Folketrygdfondet å være en passiv investor fullt ut i forvaltningen av den norske aksjeporteføljen.

Figur 2: Folketrygdfondets investeringsprosess



føljen til SPN. Den samme størrelsessammenhengen er også gyldig for forvaltningen av den norske obligasjonsporteføljen.

Dette forholdet gjør at det i Folketrygdfondets forvaltning ikke er noe naturlig skille mellom å oppnå kostnadseffektiv markedseksponering og aktive investeringsvalg.

Ved aktiv forvaltning deles ofte strategiene opp i tre hoveddeler. Forvaltning av markedsporteføljen, selskaps-spesifikke valg og valg knyttet til systematiske risikofaktorer.

For Folketrygdfondet dreier forvaltning av markedsporteføljen seg om aktive valg knyttet til tidspunkt for kjøp av verdipapirer som kommer inn i indeksen (og tilsvarende for salg), om SPN skal delta i emisjoner og ikke minst hvordan rebalansering av referanseporteføljen skal håndteres på en kostnadseffektiv og sikker måte. Referanseporteføljen for norske obligasjoner er norske utstedere i valutaene NOK, GBP, USD og EUR som inngår i indeksen Barclays Capital

Global Aggregate. Porteføljen har et langt mindre innslag av lån i fremmed valuta enn referanseporteføljen. For den norske obligasjonsporteføljen er derfor immunisering av renteporteføljens renterisiko i de fire valutaene i forhold til referanseporteføljens renterisiko en sentral oppgave i forvaltningen av markedsporteføljen.

Selskappsspesifikke valg står sentralt i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Dette gjelder særlig for forvaltningen av norske aksjer og norske obligasjoner. De selskappsspesifikke valgene er basert på to hovedkriterier. Kvantitative (fundamentale) investeringskriterier og kvalitative investeringskriterier.

De kvantitative investeringskriteriene omfatter verdi- vurdering basert på blant annet kontantstrøm og balanse. Relevante forholdstall og prisingsmultipler inngår også som kvantitative investeringskriterier. De kvantitative vurderingene av selskapet sammenlignes med tilsvarende vurderinger for andre selskaper i samme bransje og for markedet som helhet (relativ prising).

Resultatene av de kvantitative kriteriene for ett enkelt selskap vurderes opp mot hvordan bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko for porteføljen påvirkes av selskappssammensetningen. I disse analysene legges det til grunn at selskapet må forsvare en aktiv posisjon over lengre tid, som følge av transaksjonskostnader og innlåsnings effekter som noen ganger gjør det vanskelig å endre posisjonen. Både overveker og underveker må forsvares ved de kvantitative vurderingskriteriene.

De kvalitative kriteriene som vurderes er selskapenes

strategi, konkurransefortrinn, vekstmuligheter, ledelse, styresammensetning, eierstruktur og etiske kriterier. De to hovedkriteriene må begge gi god uttelling for et selskap som overvekes i porteføljen.

Systematiske faktorer er faktorer som påvirker avkastning og risiko på tvers av de selskappsspesifikke valgene. Håndtering av systematiske faktorer er også en sentral del av den aktive forvaltningen. For Folketrygdfondet er systematiske faktorer mer fremtredende i obligasjonsforvaltningen enn i aksje- forvaltningen. Generell kredittspredutgang (forskjell mellom rentenivå for selskapsobligasjoner og statsobligasjoner) i samband med finanskrisen og den tilsvarende gjeninn- henting var en dominerende bidragsyter til meravkastning for de to obligasjonsporteføljene i 2009. Spreadutgangen var spesielt stor for ansvarlige lån (tier 2) og fondsobligasjoner (tier 1). Både den generelle kredittspredutgangen og utgangen for ansvarlige lån og fondsobligasjoner var større enn det våre kredittmodeller kunne forklare. Størrelsen kunne forstås blant annet som feilprising av to systematiske faktorer, volatilitet og likviditet. Folketrygdfondet brukte spreadutgangen til å øke eksponeringen mot kredittpapirer, mot lengre kreditter, mot kreditter med lavere rating og mot ansvarlige lån. Gjennom disse endringene i porteføljen økte eksponeringen mot de nevnte systematiske faktorene som ble vurdert som feilpriset.

Systematiske faktorer er vanskeligere å bruke i forvaltningen av den norske aksjeporteføljen enn i forvaltningen av de tre andre delporteføljene. En av årsakene til det er størrelse. Næs, Skjeltorp og Ødegaard (2009)¹ finner at noen faktorer har gitt et systematisk bidrag over tid i det norske aksjemarkedet. De

Tabell 2: Statens pensjonsfond Norges, trefaktor regresjonsanalyse norske aksjer

	Antall observasjoner	R-kvadrert	Alfa, annualisert*	Beta ³	HML	SMB
Norsk aksjeportefølje	144	0,97	2,16	0,91	-0,00	-0,03
t-verdi			1,71	-5,13	-0,04	-1,14
p-verdi			0,09	0,00	0,97	0,25

*Alfa er i regresjonen beregnet månedlig. I tabellen er alfa vist årlig som 12 ganger månedlig alfa

Trefaktormodellen er i regresjonsanalysen definert ved $R_p - R_f = \alpha + \beta_3(R_m - R_f) + h \cdot HML + s \cdot SMB + \epsilon$, hvor R_p er porteføljens avkastning, R_f er risikofri rente, R_m er markedets avkastning (referanseporteføljen er brukt som uttrykk for markedets avkastning i regresjonen). Alfa (α) fremkommer som konstantleddet i regresjonen (minste kvadraters metode), hvor α er et såkalt standardfeilledd med forventning lik 0. Beta₃ (β_3) uttrykker hvor mye av porteføljens avkastning som kan forklares av markedet (i dette tilfellet av referanseporteføljen). Den skiller seg fra ϵ i CAPM ved at det her er to tilleggsfaktorer. HML (h) er eksponeringen mot verdifaktoren og uttrykker hvor mye av avkastningen som kan forklares av denne. SMB (s) er eksponeringen mot småselskapsfaktoren og uttrykker hvor mye av avkastningen som kan forklares av denne. Alfa tolkes som den del av avkastningen som ikke er forklart ved de tre faktorene.

to faktorene som gir bidrag, småselskaper (den klassiske SML-faktoren til Fama og French) og likviditet, er begge vanskelige å høste.

For Folketrygdfondet vil eksponering mot SML-faktoren innebære en betydelig økning av porteføljen med hensyn på antall selskaper. En slik strategi vil gi særskilte utfordringer i eieroppfølgingen som vil medføre et behov for økte ressurser.

Den andre faktoren, likviditet, er en faktor det tar svært lang tid å oppnå eksponering mot, og som til en viss grad henger sammen med SML-faktoren.

I Folketrygdfondets årsberetning for 2009 har vi gjennomført en regresjonsanalyse for å belyse avkastningen til SPNs norske aksjeportefølje. Vi har i denne omgang sett på Fama og French sin klassiske trefaktormodell. Til denne analysen har vi hentet tallseriene for faktorene fra hjemmesiden til professor Bernt Arne Ødegaard ved Universitet i Stavanger.² Lars Qvigstad Sørensen har i dette nummeret av Praktisk økonomi & finans gjennomført en tilsvarende analyse for norske aksjefond.³

Statens pensjonsfond Norges norske aksjeportefølje har med bruk av denne modellen oppnådd en alfa på 2,16 prosentpoeng årlig. Denne alfaen er signifikant på 90 prosentnivå. Alfa er med det høyere enn meravkastningen i perioden. Modellen viser at porteføljen har hatt en beta mot markedet på 0,91, som er signifikant lavere enn 1. Meravkastningen oppstår dermed på tross av markedsutviklingen. Eksponeringene mot verdi- og småselskapsfaktorene har vært små og ikke-signifikante. Dette indikerer at den oppnådde meravkastningen er et resultat av god aktiv forvaltning, og ikke et resultat av eksponeringer mot de tre systematiske risikofaktorene i trefaktormodellen.

En del av den meravkastning som historisk har blitt oppnådd i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, skyldes at Folketrygdfondet har unngått flere av de selskapene som har hatt et betydelig verdifall. Ett selskap kan belyse dette. Opticom ble inkludert i den daværende totalindeksen på Oslo Børs ved inngangen til 1999. Da var kursen 1 700 kroner per aksje og selskapet utgjorde 4,7 prosent av indeksen. Da selskapet gikk ut av indeksen i 2006, var kursen 132 kroner per aksje. Investorene som unngikk Opticom, oppnådde et akkumulert bidrag til meravkastning på om lag 0,17 prosentpoeng årlig for perioden 1998–2009. For Folketrygdfondet/SPN ville passiv forvaltning i dette tilfellet gitt et tap på 613 mill. kroner. Aktiv forvaltning og bruk av de kvantitative investeringskriteriene medførte at Folketrygdfondet/SPN unngikk et slikt tap.

Den tredje oppgaven i forvaltningsoppdraget, eierskap, er på mange måter en oppgave som oppstår uavhengig av om

porteføljen i det aktuelle selskapet er overvektet, likevektet eller undervektet. Styret i Folketrygdfondet har fastsatt retningslinjer og prinsipper for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse og etikk. Et av grunnlagene for disse prinsippene har vært at aktiv eierskapsutøvelse er en viktig forutsetning for å sikre langsiktig verdiskapning og at grunnlaget for god eierutøvelse øker ved aktiv forvaltning.

5 – Oppsummering

Denne artikkelen er knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Mandatet gitt av Finansdepartementet er kommentert, og de ulike risikofaktorene som det fokuseres på i mandatet er omtalt. Statens pensjonsfond Norge utgjør en stor andel av aksje- og obligasjonsmarkedet i Norge. Det har ført til at Folketrygdfondet har frarådet passiv forvaltning av Statens pensjonsfond Norge overfor Finansdepartementet.

For hele perioden 1998–2009 var avkastningen for SPN - fra 1998–2006 Folketrygdfondet) 6,35 prosent. Det er en meravkastning på 0,41 prosentpoeng per år etter fratrukk for forvaltningskostnader.

Jørn Nilsen er direktør, forvaltningsstøtte i Folketrygdfondet. Han er siviløkonom fra Norges Handelshøyskole (NHH), har høyere avdelingseksamen fra NHH og er også autorisert finansanalytiker. E-post: Jorn.Nilsen@ftf.no

Noter

Takk til Jørn Terje Krekling, Dag Eriksson og Jørgen Krog Sæbø i Folketrygdfondet for nyttige kommentarer til denne artikkelen. Takk også til Nils Bastiansen, Lars Tronsgaard og Jørn Terje Krekling i Folketrygdfondet for de diskusjoner som ligger bak delkapitlet om forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge.

1. Næs, Skjeltorp og Ødegaard (2009), er tilgjengelig på www1.uis.no/ansatt/odegaard/wps/factors_ose/wp_factors_ose_nov_2009.pdf
2. www1.uis.no/ansatt/odegaard/financia_data/ose_asset_pricing_data/index.html, Bernt Arne Ødegaard er varamedlem i Folketrygdfondets styre.
3. Lars Qvistad Sørensen (2010), Norske aksjefonds prestasjoner, artikkel i dette nummer av *Praktisk økonomi & finans*.