

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). 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 aksjeforfølje og én renteforfølje. 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 aksjeforføljen og renteforføljen 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.

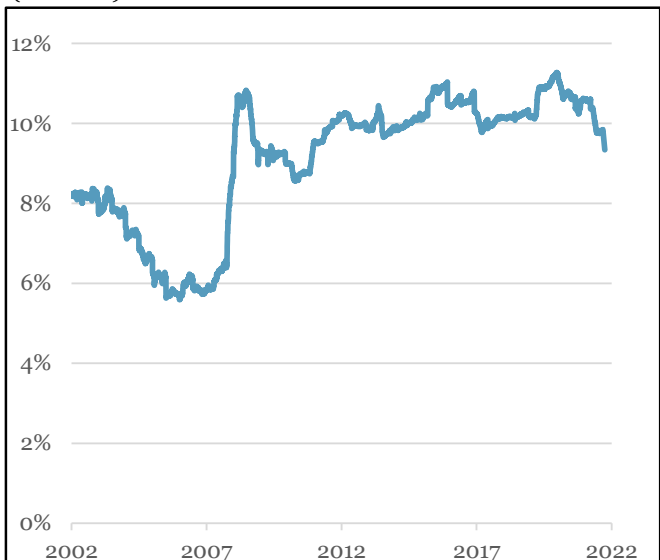
- • *Finansdepartementet ber om:*
Vurdere om den økte markedsverdien av SPN i perioden siden 2007 har påvirket mulighetene for verdiskaping i forvaltningen.

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)



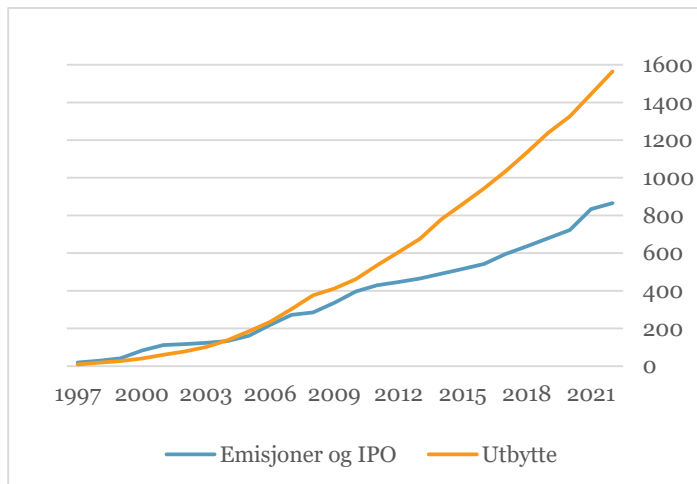
Isolert sett ville disse tilbakevektningene ha redusert SPNs andel norske aksjer av referanseindeksen om lag tilbake til utgangspunktet fra før finanskrisen. De første årene etter finanskrisen falt andelen, men fra 2012 og helt frem til i mai 2022 var andelen over 10 prosent. Størst var andelen i desember 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.

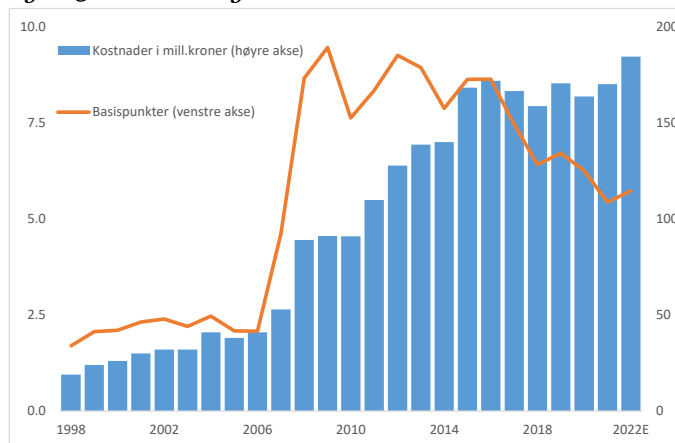
Figur 2 Emisjoner og børsintroduksjoner (IPO) og utbytte på Oslo Børs, akkumulerte tall i mrd. kroner, 1997 - september 2022.



- *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
Aksjeforvaltning	0,32	0,64
Kvalitetsselskaper	-0,02	0,32
Unngå overoptimisme	0,21	0,25
Strukturelle trender	0,02	0,01
Andre kriterier	0,12	0,06
Renteforvaltning	0,29	0,29
Kreditt effekter	0,28	0,28
Rente effekter	0,04	0,01
Andre effekter	-0,03	-0,01
Avledede strategier	0,03	0,03
Aktivklasseallokering	0,00	-0,01
Sum differanseavkastning	0,64	0,95
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: porteføljoptimalisering, 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 utlåsinntekter 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
Estimert meravkastning passiv strategi	-0,8	-2,4
Forvaltningskostnader ved en passiv strategi	2,9	3,7
Forvaltningskostnader ved eierskap	0,7	0,8
Forvaltningskostnader utlån	0,5	0,5
Forvaltningskostnader passiv strategi	4,1	5,0
Estimert meravkastning etter kostnader	- 4,9	- 7,9

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
Meravkastning etter kostnader	58,1	87,6

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
Estimert verdiskapning ved aktiv forvaltning	63,0	95,5

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.
- 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).

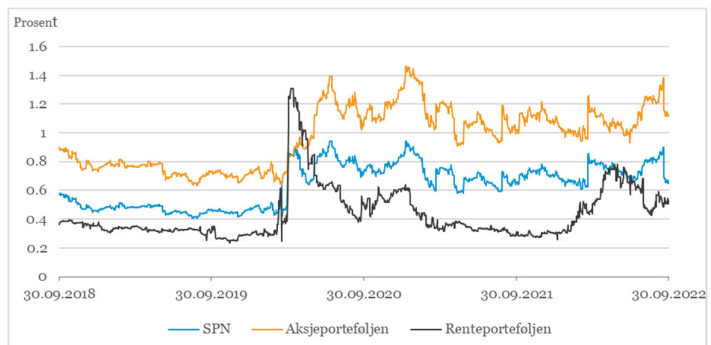
Vår aktive risikotaking målt ved forventet relativ volatilitet avtok i betydelig grad etter finanskrisen. Det er flere årsaker til dette. Vår størrelse i det norske aksjemarkedet (figur 1) reduserte mulighetsområdet for aktiv forvaltning. Vi har i vår aktive forvaltning valgt å ikke utnytte mulighetsområdet 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 kredittrisikoen 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
Statens pensjonsfond Norge	0,67	2,34
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:*

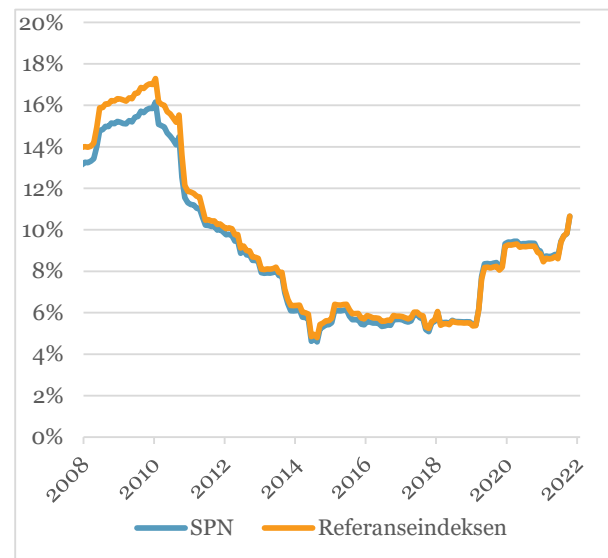
Analysere i hvilken grad forvaltningen har bidratt til å øke eller redusere fondets samlede risiko.

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

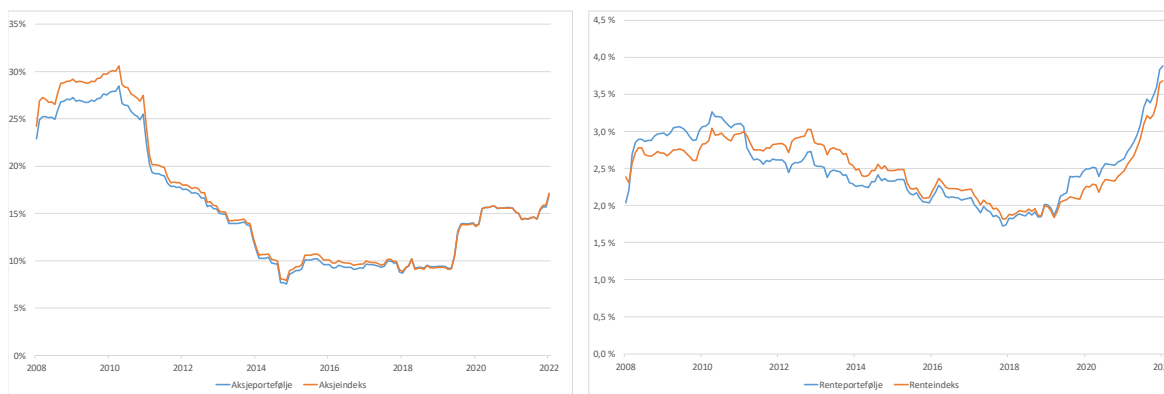
Et mål på den samlede risikoen er standardavviket til avkastningen for SPN. Figur 6 viser en beregning av rullerende annualiserte standardavvik for SPN og for referanseindeksen, basert på månedlige avkastningstall for siste 36 observasjoner.

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 porteføljens handler utgjøre en viss andel av den daglige omsetningen i de ulike verdipapirene. En slik tilnærming vil ved de periodevise indeksendringene normalt ha behov for en ramme for forventet relativ volatilitet på 0,5 til 1,0 prosentpoeng for SPN. Forventet relativ volatilitet vil normalt være lavere enn dette. Rent

unntaksvis vil en slik tilnærming kunne ha behov for en større ramme. 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,¹ 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»² 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 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.

¹ Prinsipper for ansvarlige forvaltningsvirksomhet (vedtatt av Folketrygdfondets styre den 15. juni 2021), tilgjengelig på www.ftf.no

² Folketrygdfondets eierskapsutøvelse (fastsatt av adm. dir.), tilgjengelig på 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.³ 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.⁴ 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

³ Strategisk plan for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (vedtatt av Folketrygdfondets styre desember 2021), tilgjengelig på www.ftf.no

⁴ Veiledning til selskaper (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 markeds plasser 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

STATENS PENSJONSFOND NORGE

Vedlegg til brev fra Folketrygdfondet 16.12.22

Dette vedlegget tar utgangspunkt i rapporten «Risikojustert avkastning 2022» og i Folketrygdfondets årsrapport for 2022 som begge publiseres i februar 2023. Alle analyser i dette dokumentet inkluderer tall frem til utgangen av 30.09.2022. I dette vedlegget benytter vi de delperioder som er spesifisert i Finansdepartementets oppdragsbrev, dvs. siden etablering av nytt rammeverk for forvaltning av SPN i 2007 (Siden 1.1.2007) og siste fire år (perioden fra 1.10.2018 til 30.09.2022)

Innhold

1. Avkastning	2
2. Finansiell risiko	13
3. Kostnader	20
4. Risikojustert differanseavkastning	26
5. Faktorjustert avkastning	28
6. Folketrygdfondets risikostyring	31

1. Avkastning

1.1. Avkastning for SPN og aktivaklasser

For hele perioden 1998-2022 er årlig avkastning for SPN på 7,1 prosent, mens årlig differanseavkastning (i forhold til den referanseindeksen som Finansdepartementet har definert i mandatet) er på 0,6 prosentpoeng (se tabell 1.1). Når avkastningsmålingene har 1998 som oppstart, skyldes det at beregningen av avkastningstallene fra 1998 har fulgt avkastningsberegningsstandarden GIPS®, og at beregningene både for porteføljen og for den sammensatte indeksen har blitt verifisert av revisor fra 1998 til og med 2021. Nåværende mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN) har vært gjeldende siden inngangen til 2007¹. Aktivasammensetningen av kapitalen i SPN ble vesentlig endret etter nytt mandat i 2007, og det gir liten verdi å sammenligne risikojusterte avkastningstall før og etter denne perioden. Vi vil i dette dokumentet derfor fokusere på tall for perioden etter 2007 og siste fire år.

For perioden siden 1.1.2007 (15,75 år frem til 30.9.2022) har SPN et porteføljeresultat på 197,2 milliarder kroner, som tilsvarer en årlig avkastning på 6,9 prosent. I samme periode har referanseindeksen en årlig avkastning på 5,9 prosent, og differanseavkastningen er dermed 1,0 prosentpoeng som utgjør om lag 40,1 milliarder kroner. For perioden 01.10.2018 - 30.09.2022 har SPN et porteføljeresultat på 42,5 milliarder kroner og en årlig avkastning på 3,9 prosent. Det er 0,6 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning for samme periode som utgjør om lag 7,4 milliarder kroner.

Tabell 1.1 SPN og delporteføljer, årlig avkastning og differanseavkastning 1998-2022

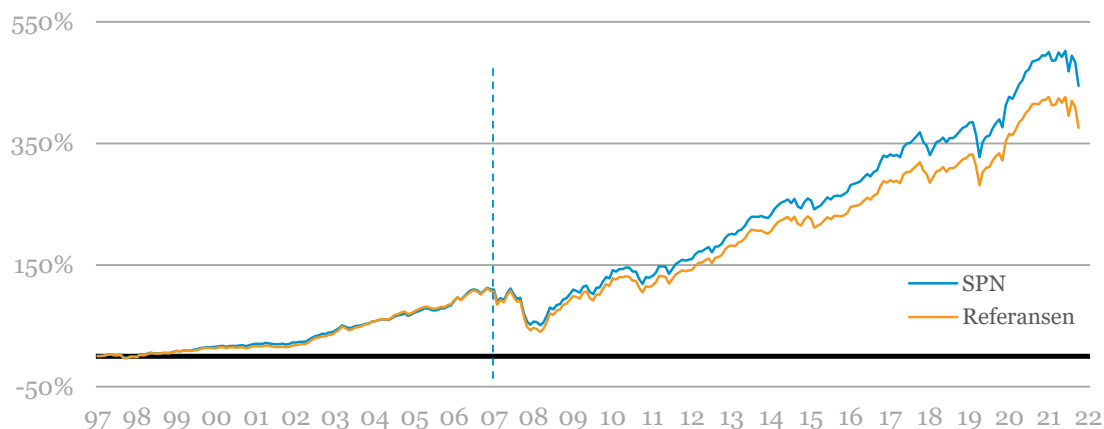
Avkastning i prosent og differanseavkastning i prosentpoeng, Tall per 30.09.2022.

	SPN	Aksjer	Renter
Siste 4 år			
Avkastning	3,86	5,61	0,34
Differanseavkastning	0,64	0,57	0,75
2007 - 2022			
Avkastning	6,88	7,64	4,19
Differanseavkastning	0,95	1,25	0,75
1998 - 2022			
Avkastning	7,09	8,62	4,69
Differanseavkastning	0,59	1,23	0,36

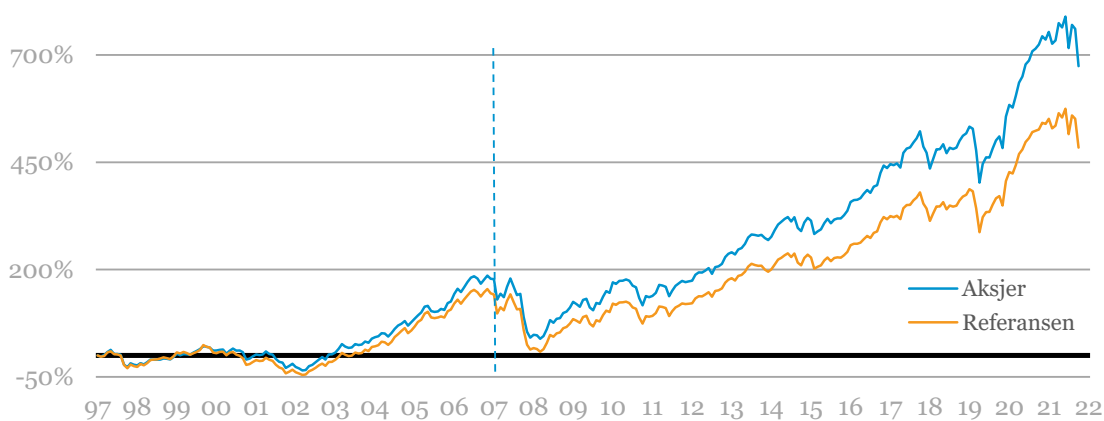
Årlig avkastning i perioden 2007-2022 er 7,6 prosent for aksjeporteføljen og 4,2 prosent for renteporteføljen. Resultatet av den aktive forvaltningen viser at differanseavkastningen har vært positiv for begge flerårsperiodene, både for hele SPN og for de to delporteføljene. I figurene under er den historiske avkastningen for hele perioden fra 1998 vist. Skiftet i mandat fra 1.1.2007 er markert.

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

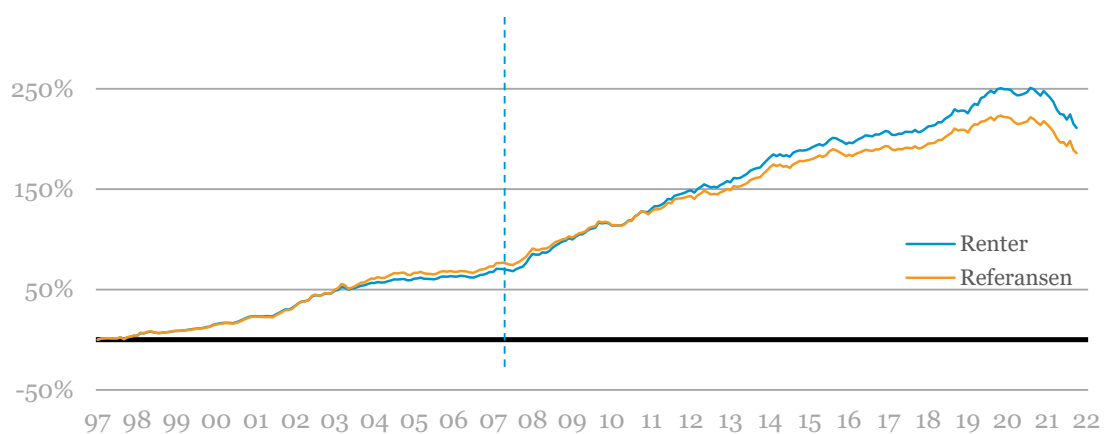
Figur 1.1 Akkumulert avkastning for SPN og referanseindeksen 1998-2022



Figur 1.2 Akkumulert avkastning for aksjer og aksjereferanseindeksen 1998-2022



Figur 1.3 Akkumulert avkastning for renter og rentereferanseindeksen 1998-2022



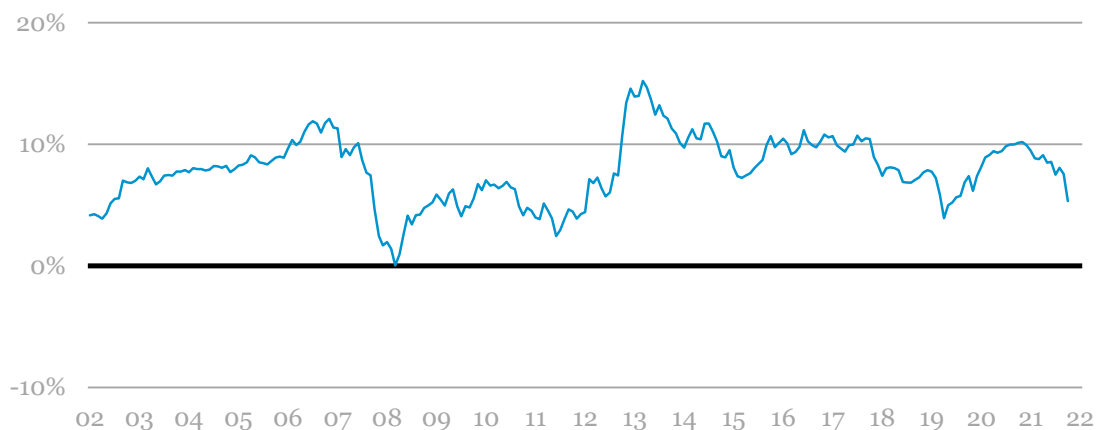
Folketrygdfondets strategi for forvaltningen av SPN har en lang tidshorison. Det innebærer at både de absolutte resultatene for SPN og resultatene av den aktive forvaltningen bør

evalueres over en lengre tidshorisont. Utviklingen før, gjennom og etter finanskrisen belyser nettopp dette.

Rullerende femårsavkastning SPN

For å illustrere resultatene til SPN over tid, viser vi i figur 1.4 årlig avkastning for rullerende femårsperioder. Femårsavkastningen har vært positiv i hele perioden. I perioden frem mot finanskrisen steg avkastningen målt som rullerende femårsavkastning opp mot 12,1 prosent, men falt raskt og var nær null gjennom finanskrisen. Den rullerende femårsavkastningen steg i tiden etter finanskrisen og nådde en topp på nær 15,2 prosent for femårsperioden frem til utgangen av februar 2014. Rullerende femårsavkastning per 30.09.2022 var 5,3 prosent.

Figur 1.4 Rullerende femårsavkastning (årlig), SPN

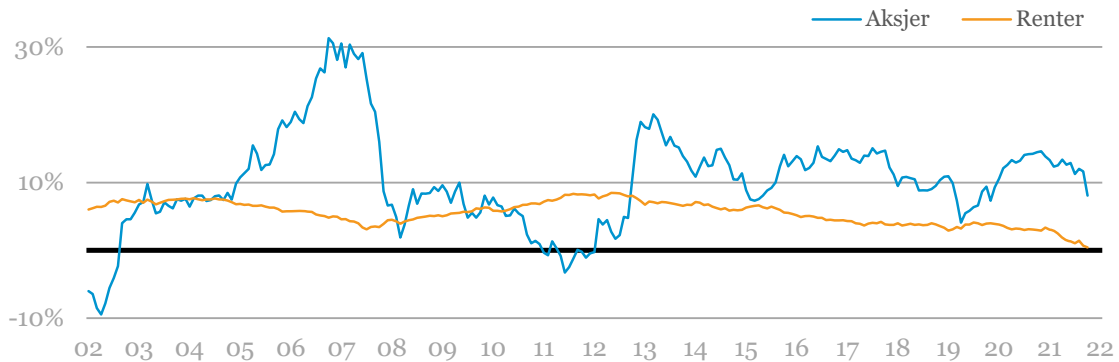


Rullerende femårsavkastning, aksjeporteføljen og renteporteføljen

Årlig rullerende femårsavkastning for aksjeporteføljen og renteporteføljen viser tydelig at avkastningsutviklingen for de to aktivklassene er forskjellig (se figur 1.5). Aksjeporteføljens rullerende femårsavkastning har variert langt mer enn tilsvarende avkastning for renteporteføljen. Femårsavkastningen for aksjeporteføljen nådde en topp på over 31 prosent for femårsperioden frem til oktober 2007. I perioden under og etter finanskrisen ble den rullerende femårsavkastningen for aksjeporteføljen rundt null eller negativ. Mot slutten av 2013 forsvant gradvis effekten av finanskrisen i de rullerende femårstallene, og rullerende femårsavkastning per 30.09.22 er 8,1 prosent.

Som følge av at det langsiktige rentenivået steg, falt renteporteføljens rullerende femårsavkastning fra et nivå på i overkant av 7,5 prosent ned mot om lag 3,1 prosent ved inngangen til finanskrisen sommeren 2008, se figur 1.5. Finanskrisen førte til at de langsiktige rentene falt betraktelig. Dette resulterte i at rullerende femårsavkastning økte for renteporteføljen opp mot nær 8,5 prosent i 2013. Økende rentenivå i 2022 har ført til negativ utvikling for obligasjonsverdier og rullerende femårsavkastning er nå på 0,4 prosent.

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



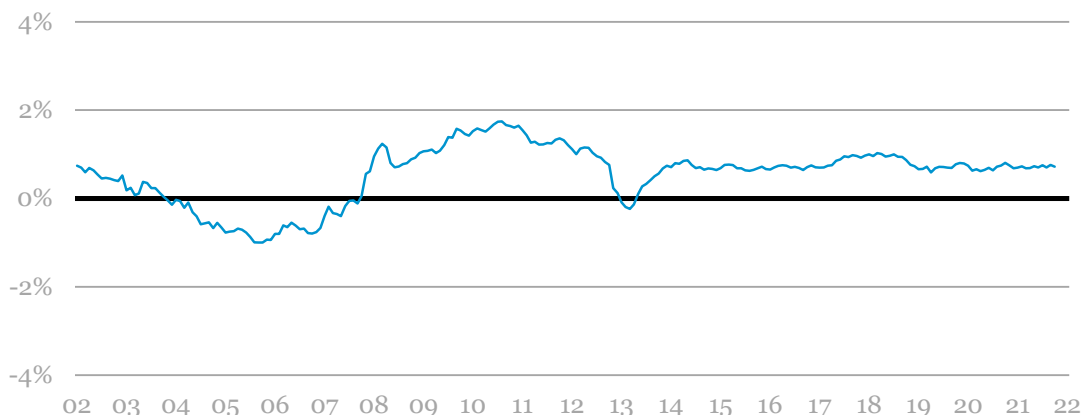
1.2. Differanseavkastning for SPN og aktivklasser

For hele perioden fra 1998 har den aktive forvaltningen gitt et positivt resultat på 0,59 prosentpoeng målt som årlig differanseavkastning. For perioden fra 1.1.2007 har den årlige differanseavkastningen vært 0,95 prosentpoeng, mens den var 0,64 prosentpoeng for siste 4 år.

Rullerende femårsdifferanseavkastning, SPN

For å illustrere resultatene av Folketrygdfondets aktive forvaltning av SPN over tid viser vi i figur 1.6 årlig differanseavkastning for rullerende femårsperioder. Differanseavkastningen var positiv frem til femårsperioden som sluttet høsten 2004 (se figur 1.6). Svake resultater i den aktive forvaltningen førte til at differanseavkastningen for rullerende femårsperioder falt ned mot -1,0 prosentpoeng for femårsperioden frem til sommeren 2006. Gjennom finanskrisen var resultatene av den aktive forvaltningen langt bedre, og for femårsperioden frem til slutten av 2008 var den årlige differanseavkastningen rundt 1,0 prosentpoeng. På det høyeste var differanseavkastningen 1,8 prosentpoeng for femårsperioden frem til midten av 2011. I tiden etter at effekten av finanskrisen gikk ut av femårstallene har femårsdifferanseavkastningen vært rimelig stabil og var 0,7 prosentpoeng 30.09.2022.

Figur 1.6 Rullerende femårsdifferanseavkastning (årlig), SPN

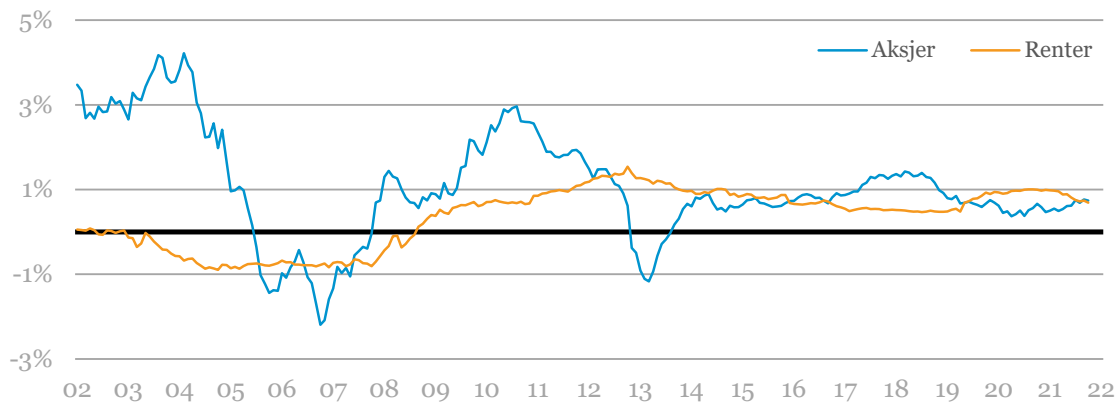


Rullerende femårsdifferanseavkastning, aksjeporteføljen og renteporteføljen

Figur 1.7 viser at aksjeporteføljens rullerende femårsdifferanseavkastning har variert langt mer enn renteporteføljens, med en topp på i overkant av 4,2 prosentpoeng i januar 2005 og en bunn på under -1,4 prosentpoeng i september 2006. Mandatendringen fra starten av 2007 innebar at aksjeandelen økte, og aksjeporteføljens betydning for SPNs aktive resultater økte følgelig også. Gode resultater av den aktive forvaltningen i siste del av 2008 og i januar 2009 er årsaken til at de rullerende femårstallene øker og når en topp på 2,9 prosentpoeng i juli 2010. Når de gode resultatene gradvis går ut av de rullerende femårstallene, mens svake resultater i februar 2009 til august 2009 fortsatt er med i femårssnittet, synker snittet frem mot en bunn på i underkant av -1 prosentpoeng i januar 2014, før snittet på nytt stiger og blir positivt. Femårsdifferanseavkastning for aksjeporteføljen er nå på 0,7 prosentpoeng.

Renteporteføljens rullerende femårsdifferanseavkastning var i perioden frem mot slutten av 2008 preget av svake resultater i den aktive forvaltningen i perioden før mandatendringen ved inngangen til 2007. I tiden etter finanskrisen har de rullerende femårsdifferanseavkastningene vært positive og var i overkant av 1,5 prosentpoeng på det høyeste. Femårsdifferanseavkastningen er nå 0,7 prosentpoeng.

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



1.3. Dekomponering av differanseavkastning

Dekomponering SPN

I Folketrygdfondets strategiske plan for forvaltningen av SPN er den aktive forvaltningen beskrevet som tre ulike hovedstrategier: aksjeforvaltning, renteforvaltning og avledede strategier.

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

Tabell 1.2 Bidrag til årlig differanseavkastning, SPN, tall per 30.09.2022.

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

For perioden 2007-2022 har aksjeforvaltningen bidratt med 0,64 prosentpoeng og renteforvaltningen med 0,29 prosentpoeng av den årlige brutto differanseavkastningen på 0,95 prosentpoeng. Avledede strategier (i hovedsak verdipapirutlån og merinntekter ved replassering av mottatt kontantsikkerhet) bidro med 0,03 prosentpoeng. Aktivaklasseallokering bidro med -0,01 prosentpoeng. Forvaltningskostnadene denne perioden var på 0,08 prosentpoeng per år.

De siste fire årene har aksjeforvaltningen bidratt med 0,32 prosentpoeng og renteforvaltningen med 0,29 prosentpoeng av den årlige brutto differanseavkastningen på 0,64 prosentpoeng. Avledede strategier forklarer 0,02 prosentpoeng av brutto differanseavkastning i perioden. Forvaltningskostnadene denne femårsperioden var på 0,06 prosentpoeng per år.

I strategisk plan for forvaltningen av SPN er det pekt på ulike elementer som er sentrale i forvaltningen. På de neste sidene er disse elementene kommentert for både aksje- og renteforvaltningen. I tabell 1.2 er bidragene fra aksjeforvaltning og renteforvaltning til differanseavkastningen for SPN samlet brutt ned på disse elementene. Det understrekes at metoden for å tilordne differanseavkastningen til de ulike elementene har svakheter, både metodisk og ved at klassifiseringen er foretatt i etterkant. Vi har likevel valgt å vise

resultatene av en slik analyse for å indikere hvordan momenter fra den strategiske planen har påvirket differanseavkastningen.

Dekomponering aksjeporteføljen

Aksjeporteføljen har en årlig differanseavkastning på 1,25 prosentpoeng for perioden etter omleggingen av mandatet i 2007 og 0,57 prosentpoeng de siste fire årene.

Som forklaring på differanseavkastningen til aksjeporteføljen over tid ser vi først på en sektororientert bidragsanalyse. Deretter vises en bidragsanalyse med et noe større kvalitativt og subjektivt innslag som søker å belyse i hvilken grad differanseavkastningen kan knyttes til de momenter som er formulert i strategisk plan for forvaltningen av SPN.

Siden 2007 har alle sektorer, unntatt kommunikasjon og forsyning, gitt positive bidrag til differanseavkastningen. Tabell 1.3 viser at de største bidragene er fra sektorene energi med 0,29 prosentpoeng, industri med 0,23 prosentpoeng, materialer med 0,16 prosentpoeng og forbruksvarer og finans med hhv. 0,12 og 0,12 prosentpoeng.

For siste fireårsperiode er de største positive bidragene fra følgende sektorer: industri med 0,24 prosentpoeng, eiendom med 0,15 prosentpoeng og forbruksvarer som forklarte 0,12 prosentpoeng. Største negative bidragster var energi med -0,12 prosentpoeng.

Tabell 1.3 Bidrag til årlig differanseavkastning, aksjeporteføljen, tall per 30.09.2022

Tall i prosentpoeng	Siste 4 år	2007-2022
Energi	-0,12	0,29
Materialer	0,01	0,16
Industri	0,24	0,23
Forbruksvarer	0,13	0,12
Konsumvarer	-0,05	0,09
Helse	0,12	0,05
Finans	0,03	0,12
Informasjonsteknologi	0,02	0,06
Kommunikasjon	0,05	-0,01
Forsyning	-0,04	-0,01
Eiendom	0,15	0,04
Kontanter og derivater	0,01	0,09
Aksjeutlån	0,04	0,04
Sum differanseavkastning	0,57	1,25

I strategisk plan for forvaltningen av SPN kommenteres det at aksjeforvaltningen har et utpreget selskapsfokus, og det er nettopp aksjeutvelgelse (verdipapirvalg) innenfor sektorene som i hovedsak har gitt bidrag til differanseavkastningen. Siden 2007 har annen sektoreksponering enn referanseindeksen (allokering) kun bidratt i mindre grad med 0,19 prosentpoeng. For siste 4 år forklarer annen sektorsammensetning -0,06 prosentpoeng.

Sektorinndelingen som er brukt her er en klassifisering basert på Global Industry Classification Standard (GICS). Den er utviklet og implementert av MSCI og Standard & Poor's, og var frem til nylig den klassifiseringen som Oslo Børs benyttet. Fra 1. desember 2020 hvor Oslo Børs endret handelssystem og ble mer integrert med Euronext har børsen skiftet klassifisering til ICB som er bygd opp på tilsvarende måte som GICS.

GICS-klassifiseringen gjøres på fire nivåer der det er elleve sektorer, 24 industrigrupper, 69 bransjer og 158 undernivåer på bransjer. Vi kommenterte over at det innenfor toppnivået, de elleve sektorene, i liten grad var allokeringbidrag. Dersom vi går ned på bransjenivå, finner vi imidlertid allokeringbidrag. På dette nivået er det (per 30.09.2022) imidlertid like mange bransjer som det er selskaper i hovedindeksen på Oslo Børs (69). For hele aksjeporteføljen og referanseindeksen er det i alt 12 av 69 bransjer som ikke er representert per 30.09.2022. Innenfor de enkelte bransjene innebærer dette at det er et fåtalls selskaper og det som fremstår i modellene som allokeringbidrag er derfor i stor grad preget av enkeltselskaper innenfor den enkelte bransje.

Avledede strategier, dvs. aksjeutlån, forklarte 0,04 prosentpoeng av differanseavkastningen i perioden 2007-2022 og 0,04 prosentpoeng av differanseavkastningen de siste fire årene. Aksjeutlånsaktiviteten ble midlertidig stoppet i 2008 mens Folketrygdfondet oppgraderte systemer og avtaleverk for sikkerhetsstillelse fra motparter, og startet opp igjen i slutten av 2010 etter at nye systemer, tjenesteleverandører og rutiner var etablert.

I strategisk plan er det videre pekt på tre ulike overordnede elementer for aksjeforvaltningen som kan skape høyere avkastning og lavere risiko over tid. Dette er: kvalitetsselskaper, strukturelle trender og unngå overoptimisme.

Tabell 1.4 Bidrag til årlig differanseavkastning, aksjeporteføljen, tall i prosentpoeng, tall per 30.09.2022

Tall i prosentpoeng	Siste 4 år	2007-2022
Aksjeforvaltning	0,53	1,21
Kvalitetsselskaper	-0,04	0,61
Unngå overoptimisme	0,34	0,41
Strukturelle trender	0,03	0,07
Andre kriterier	0,20	0,12
Avledede strategier	0,04	0,04
Sum differanseavkastning	0,57	1,25
Forvaltningskostnader	0,06	0,07

Den selskapsspesifikke vurderingen Folketrygdfondet har gjort som grunnlag for porteføljesammensetningen er basert på *både* kvalitative og kvantitative vurderinger. Inndelingen i bidrag til differanseavkastning, vist i tabell 1.4, er derfor en partiell analyse.

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

Selskapene som kommer i kategorien andre kriterier er selskaper som ikke entydig har blitt plassert eller hvor andre strategimomenter har vært bestemmende for investeringene.

Plasseringen av selskapene i de fire kategoriene unngå overoptimisme, kvalitetsselskaper, strukturelle trender og andre kriterier er for perioden frem til 2018 foretatt i ettertid, og må oppfattes som en subjektiv kategorisering. Etter dette er klassifiseringen foretatt ved inngangen til året eller ved inkludering i portefølje eller referanseindeks. Fra 2021 er det også tilfeller av at selskaper har skiftet kategorisering løpende gjennom året. Det understrekes at

det er flere tilfeller hvor ett og samme selskap kunne vært kategorisert i flere kategorier. I slike tilfeller har vi kategorisert selskapet etter beste skjønn. Det innebærer at metoden har svakheter, både metodisk og ved at klassifiseringen frem til 2018 er foretatt i etterkant. Vi har likevel valgt å vise resultatene av en slik analyse for å indikere hvordan momenter fra den strategiske planen har påvirket differanseavkastningen.

For perioden 2007-2022 forklarer kvalitetsselskaper 0,61 prosentpoeng av differanseavkastningen, unngå overoptimisme forklarer 0,41 prosentpoeng av differanseavkastningen og strukturelle trender forklarer 0,07 prosentpoeng. Kategorien andre kriterier forklarer 0,12 prosentpoeng.

For siste fire år forklarer kvalitetskriteriet -0,04 prosentpoeng av differanseavkastningen, unngå overoptimisme 0,34 prosentpoeng, strukturelle trender 0,03 prosentpoeng mens andre kriterier forklarer 0,20 prosentpoeng.

Dekomponering renteporteføljen

Renteporteføljen har en årlig differanseavkastning på 0,75 prosentpoeng siste fire år og 0,74 prosentpoeng for perioden siden 1.1.2007 (se tabell 1.5).

Kredittutstedere forklarer størstedelen av differanseavkastningen. I mandatet for forvaltningen av SPN har departementet presisert at det ikke skal tas aktive valutaavvik i forvaltningen. Dette er fulgt opp gjennom løpende valutastyring for å sikre at eksponeringen ikke avviker fra referanseindeksens valutaeksponering, og valutaeffekter forklarer svært lite av differanseavkastningen (og er i tabell 1.5 inkludert under andre effekter). Annen rentesammensetning enn referanseindeksen har gitt mindre effekter for periodene vist i tabell 1.5. Avledede strategier har gitt et positivt bidrag til differanseavkastningen på 0,02 prosentpoeng for begge flerårsperiodene. Den største kilden til avkastning for avledede strategier er videreplassering av mottatt kontantsikkerhet fra Folketrygdfondets motparter (frem til 2014 ble resultatet fra likviditetsforvaltning tilordnet renteporteføljen og fra 2015 fordelt på aksjeporteføljen og renteporteføljen).

Tabell 1.5: Bidrag til årlig differanseavkastning, renteporteføljen, tall per 30.09.2022

Tall i prosentpoeng	Siste 4 år	2007 - 2022
Renteforvaltning	0,73	0,72
Kredittutstedere	0,71	0,70
Kredittutstedere, hendelser	0,00	0,01
Kredittutstedere, utenom hendelser	0,71	0,69
Renteeffekter	0,10	0,03
Andre effekter	-0,08	-0,01
Avledede strategier	0,02	0,02
Sum differanseavkastning	0,75	0,74
Forvaltningskostnader	0,06	0,08

For kredittutstedere er differanseavkastningen ytterligere oppdelt i tabell 1.5. I strategisk plan for forvaltningen av SPN er det for renteporteføljen pekt på at vi vil bruke vår forvalterkompetanse til å sette sammen en mer diversifisert portefølje med bedre langsiktige avkastningsegenskaper enn referanseindeksen og høste en strukturell kredittpremie. Vi vil legge vekt på solid kredittanalyse for å bygge en balansert kredittportefølje med lav risiko for kreditttap. En mer diversifisert portefølje enn referanseindeksen innebærer at vi kan ta høyere

kredittrisiko i porteføljen, men at porteføljen vil oppleve små, men hyppigere kreditthendelser enn tilfellet er for referanseindeksen. Over tid vil vi forvente at kreditthendelser gir et negativt bidrag til differanseavkastningen, men at det positive bidraget fra kredittutstedere uten hendelser mer enn oppveier for dette.

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

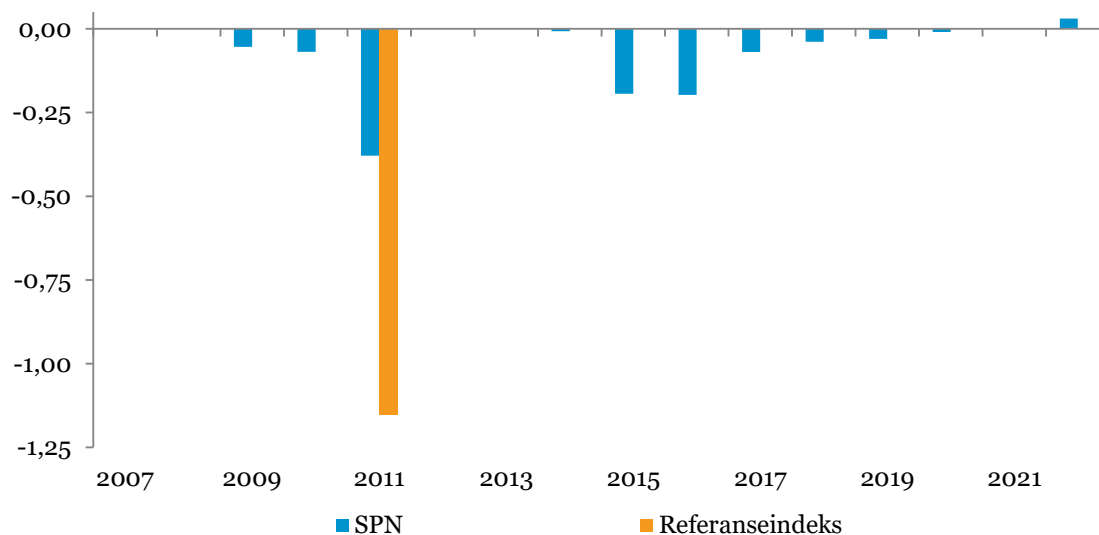
Tabell 1.6: Kredittutstedere med registrert hendelse 2007-2022, tall per 30.09.2022

	SPN	Referanseindeks	Bidrag differanseavkastning
Antall selskaper med hendelse	74	1	
Antall registrerte hendelser	112	1	
Antall selskaper med negativ hendelse	19	1	
Verditap som årlig pst., siste 4 år	0,00 %	0,00 %	0,00 %
Verditap som årlig pst., siden 1.1.2007	0,06 %	0,07 %	+0,01 %

Tabell 1.6 viser kredittutstedere med registrerte hendelser. Vi har registrert i alt 74 selskaper i porteføljen hvor det har vært en form for hendelse. Blant disse 74 selskapene har vi registrert totalt 112 ulike hendelser. Noen av de registrerte hendelsene er innkalling til obligasjonseiermøte for å oppnå aksept for restrukturering av gjeld med positivt utfall, for eksempel førtidig innfrielse av gjeld mot ekstra kompensasjon fra låntager. I andre tilfeller har vi registrert at hendelsen har blitt oppfattet som nøytral, i den forstand at hendelsen ikke har ført til vesentlig endring i verdsettelsen av obligasjonsgjelden. Vi har registrert i alt 19 selskaper med negativ hendelse i hele perioden. I totalt 15 selskaper har vi registrert én eller flere hendelser som medførte en negativ endring i verdsettelsen av obligasjonsgjelden, enten ved offentliggjøring av hendelsen eller gradvis over tid. Ytterligere fire selskaper er registrert som negativ hendelse som følge av at vi gjennom salg til kurs under 80 har realisert et tap. Av selskapene med registrerte negativ hendelser har enkelte selskaper et akkumulert verditap over flere år på opp mot 95 prosent. Noen av selskapene med registrert negativ hendelse som ikke er solgt, har senere innhentet deler av eller hele tapet for porteføljen.

Verditapet som er oppgitt i tabell 1.6 er registrert som nye hendelser det året hvor et obligasjonseiermøte (eller lignende) først gang skjer. I 2022 var det ikke registrert hendelser med tap for porteføljen. Derimot er det ett tilfelle hvor et selskap som bidro med negativ verdiendring (tap) i 2016 og senere, nå i 2022 har vist en positiv verdiendring. I dette tilfellet har obligasjonseierne realisert panteverdier og solgt aktiva og deler av lånet er tilbakebetalt.

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



For de siste fire år har vi registrert et samlet verditap for renteporteføljen som følge av de kreditthendelser på om lag 0 årlig (se tabell 1.6). Verditalet er 0,06 prosentpoeng årlig for hele perioden etter 1.1.2007. En av de registrerte hendelsene inntraff både i porteføljen og i referanseindeksen. Dette skjedde i november 2011, da Eksportfinans ble nedgradert av Moody's og enkelte kreditorer anla sak mot selskapet. Eksportfinans ble tatt ut av indeksen ved utgangen av november 2011 som følge av nedgraderingen, og verdien av selskapets gjeld i referanseindeksen falt med 20 prosent denne måneden. Denne hendelsen påvirket referanseindeksen negativt, og mer negativt enn den samme hendelsen påvirket porteføljen (figur 1.8). Effekten av det var et positivt bidrag til differanseavkastningen for renteporteføljen for perioden siden 1.1.2007 for selskaper med kreditthendelser.

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

I strategisk plan trekker vi frem tidsvarierende likviditetspremie og kredittpremie som et moment i renteforvaltningen. I figur 2.7 viser vi eksponeringen mot stat for renteporteføljen og for referanseindeksen for perioden 2007-2022. Videre ser vi at statsandelen gikk ned fra 2007 frem til midten av 2011. Lavere statsandel innebærer at kredittandelen i porteføljen økte i denne perioden. En tilsvarende endring kan vi se i første kvartal 2020. I begge tilfeller var det sammenfallende i tid med økning i kredittpremier for kredittobligasjonsmarkedet. I takt med at kredittpremiene sank, ble kredittandelen i porteføljen redusert. Dette er i tråd med punktet fra strategisk plan om å øke/reducere innslaget av kredittrisiko i porteføljen i perioder hvor slik risiko er høyt/lavt priset.

2. Finansiell risiko

Det er Finansdepartementets valg av referanseindeks som i stor grad er avgjørende for hvor mye avkastningen til SPN er forventet å variere. Forventet volatilitet var ved utgangen av september 2022 på 12,3 prosentpoeng.

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

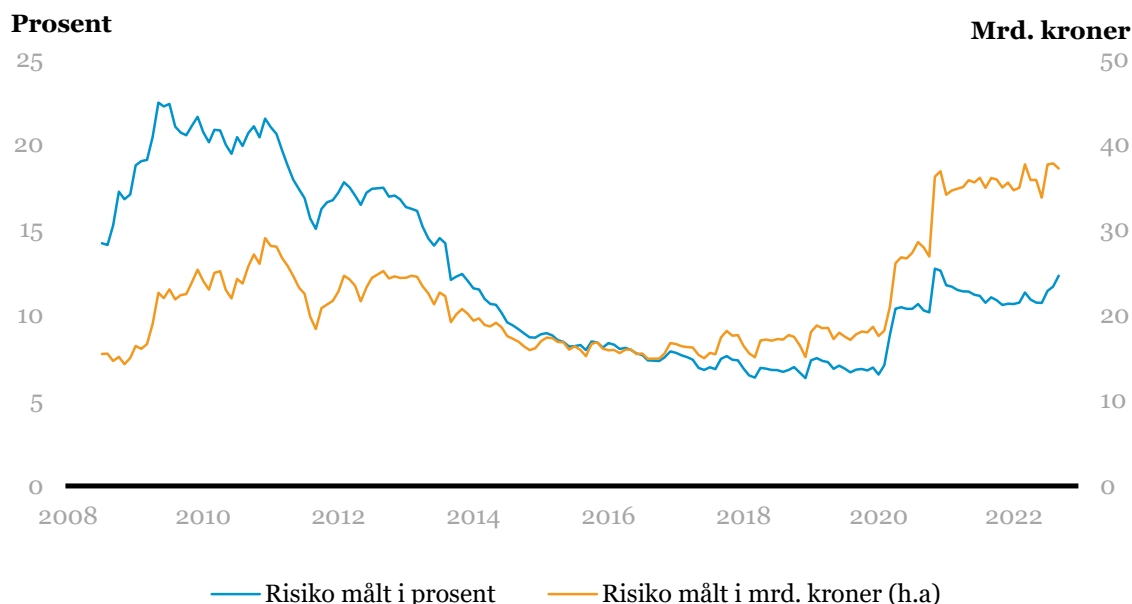
Forventet absolutt volatilitet og forventet relativ volatilitet er beregnet ved å bruke fem års månedlig avkastningshistorikk, hvor nye observasjoner vekter mer enn eldre observasjoner (nedvektingsfaktor 0,97). Måling og styring av markedsrisiko gjøres gjennom verktøyet Riskmanager fra MSCI. Modellen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

Absolutt risiko

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

Volatiliteten regnet i prosent falt mye fra toppen i 2009 og helt frem mot at markedene ble mer volatile i 2020 som følge av pandemiutbruddet. Risikoen målt i kroner falt ikke like mye etter toppen i 2009 som følge av at forvaltningskapital økte. Etter pandemiutbruddet i 2020 og uro i kapitalmarkedet knyttet til krigen i Ukraina og forventninger om økt inflasjon har volatiliteten igjen økt i perioden og var ved utgangen av september på 12,3 prosentpoeng.

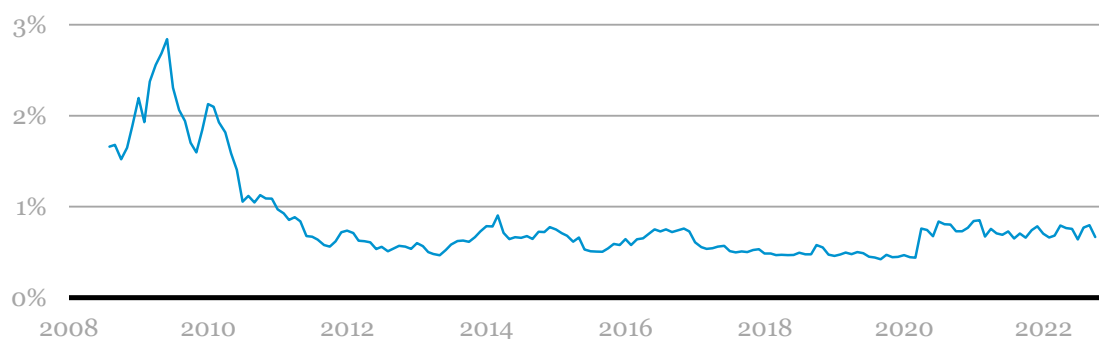
Figur 2.1: Utvikling i forventet absolutt volatilitet SPN



Relativ risiko

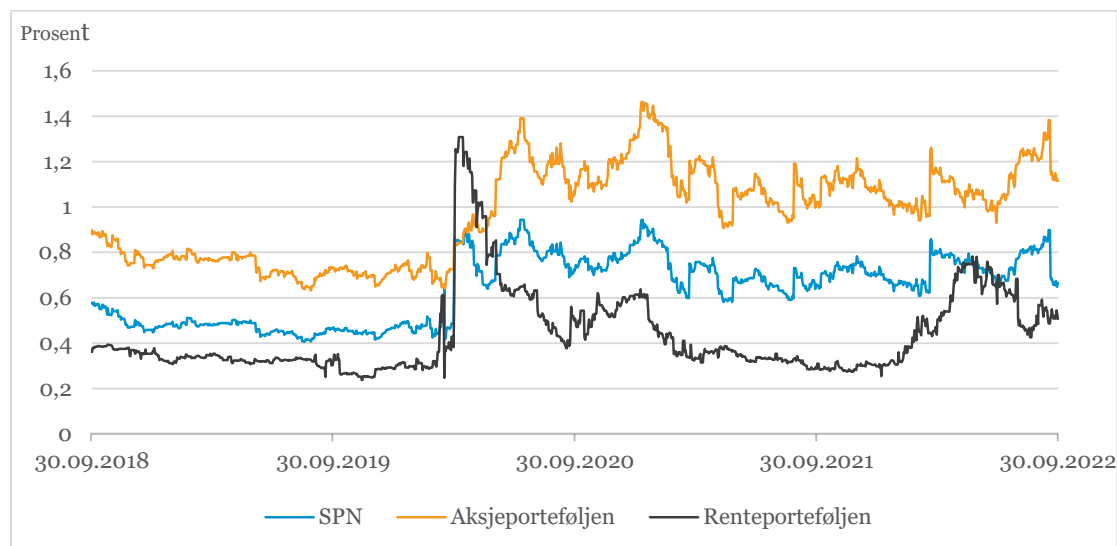
Det overbyggende målet for risiko i den aktive forvaltningen av SPN er definert som forventet relativ volatilitet. I mandatet har Finansdepartementet fastsatt at forventet relativ volatilitet i normale markeder ikke skal overstige 3 prosentpoeng.

Figur 2.21: Utvikling i forventet relativ volatilitet SPN



Porteføljens forventede relative volatilitet var størst i perioden 2008-2009. Høyeste måling var 2,84 prosentpoeng i juni 2009. Etter 2009 har endringer i portefølje og indeks, samt endringer i markedsvolatiliteten og samvariasjoner, bidratt til at den relative risikoen har falt. Forventet relativ volatilitet for SPN var 0,42 prosentpoeng på sitt laveste i oktober 2020. Aktiv risiko har etter dette vært noe høyere og var ved utgangen av september på 0,67 prosentpoeng. Gjennomsnittlig forventet relativ volatilitet har vært 0,83 prosentpoeng i hele perioden og 0,65 prosentpoeng siste fire årene.

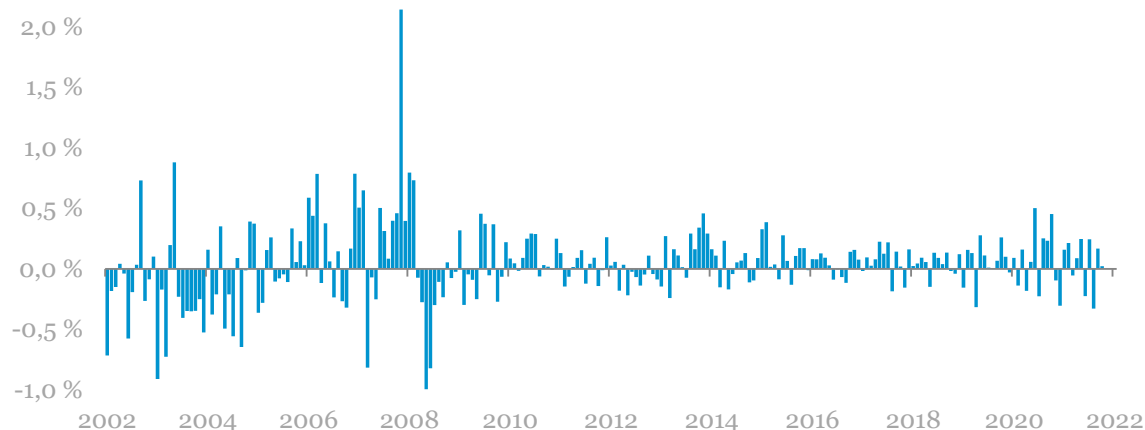
Figur 2.22: Relativ volatilitet for SPN og de to underporteføljene siste fire år



For å fange opp risiko som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av beregningen av forventet relativ volatilitet, har Folketrygdfondet fastsatt rammer for minste sammenfall mellom porteføljen og referanseindeks for aksjeporteføljene, fastlagt egne rammer for belåning samt

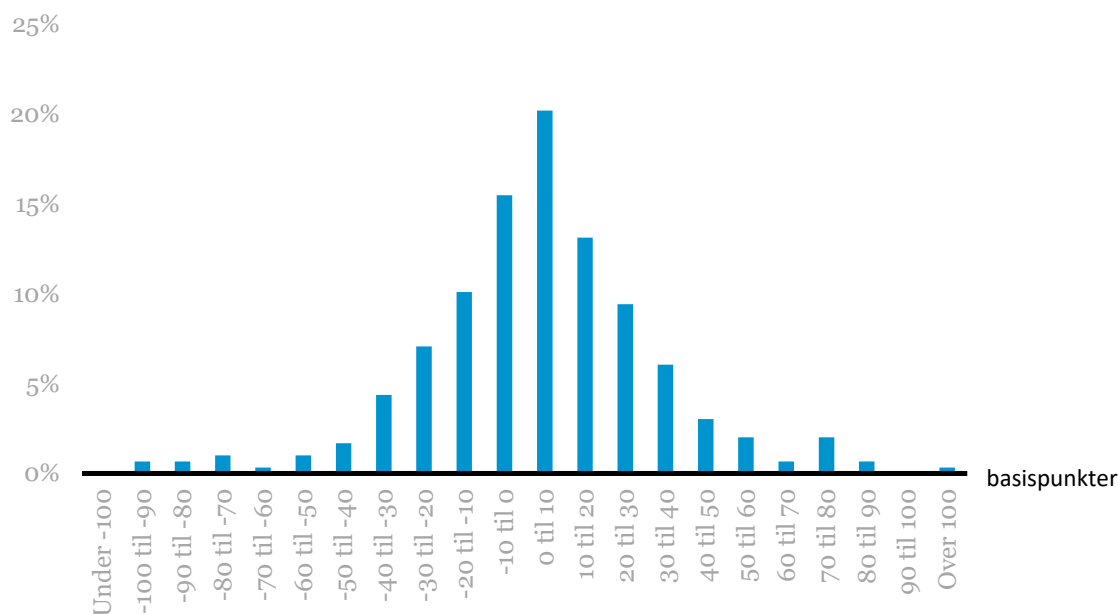
rammer for likviditetsrisiko. Folketrygdfondet benytter blant annet stresstester for å analysere porteføljens absolute og relative eksponering mot ekstremhendelser.

Figur 2.3: Månedlige differanseavkastninger SPN



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

Figur 2.4: Fordeling over månedlige differanseavkastninger (1998-2022), SPN



Figur 2.4 viser fordelingen av de månedlige differanseavkastningene siden 1998, hvor x-aksen viser intervaller for differanseavkastning målt i basispunkter. Fordelingen synes å være ganske tung i området rundt null og har også en del observasjoner med store verdier både positive og negative. Den månedlige differanseavkastningen over hele perioden har et snitt på 0,04% med et tilhørende standardavvik på 0,32%. Den største differanseavkastningen var på

2,15 prosentpoeng i oktober 2008, og er i figur 2.4 vist som en av flere observasjoner samlet i «Over 100». Den svakeste differanseavkastning var på -1,00 prosentpoeng i april 2009.

Betinget forventet tap og value at risk

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

Relativ value at risk og relativt betinget forventet tap for SPN ved utgangen av september 2022 var på henholdsvis 1,09 prosentpoeng og 2,34 prosentpoeng årlig. Vi har i beregningen av relativ VaR (95%) og relativ CVaR (97,5%) benyttet ukentlige observasjoner fra perioden før finanskrisen uten nedvektning.

Tabell 2.1: Forventet relativ volatilitet, relativ VaR og relativ CVaR per 30.09.2022

	Forventet relativ volatilitet	Relativ VaR	Relativ CVaR
SPN	0,67	1,06	2,34

Dekomponering av relativ volatilitet

Den relative volatiliteten for SPN kan dekomponeres på forskjellige måter. I Folketrygdfondet skiller vi mellom aktivaallokering og verdipapirvalg. Aktivaallokering er risiko som oppstår når man vekter de to aktivaklassene aksjer og renter forskjellig fra indeks. Ved utgangen av september 2022 var denne vektingen så lik indeks at aktivaallokering ikke bidro til relativ volatilitet. Historisk har det også vært svært små bidrag til relativ volatilitet fra allokering, noe som også gjenspeiles i dekomponeringen av avkastning, se tabell 1.2 og 1.3. Verdipapirvalg er risiko som følger av aktive valg innad i aktivaklassen. Avledede strategier ga svært små bidrag til forventet relativ volatilitet knyttet til replassering av mottatt kontantsikkerhet.

Tabell 2.2 viser at aksjer er den desidert største bidragsyteren til den totale relative volatiliteten på 0,67 prosent, med et bidrag på 0,62 prosentpoeng.

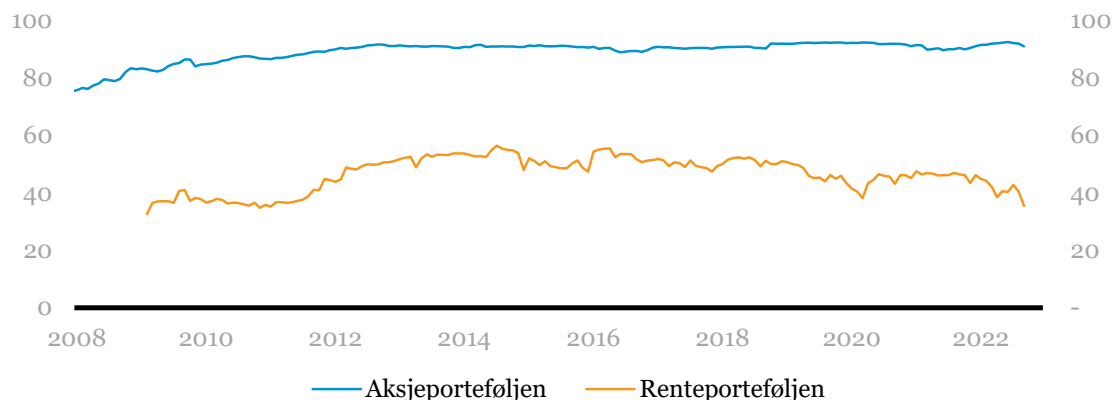
Tabell 2.2: Bidrag til forventet relativ volatilitet for SPN per 30.09.2022

	Risikobidrag (bp)
Aksjeforvaltning	0,62
Unngå overoptimisme	0,43
Kvalitetsselskaper	0,01
Strukturelle trender	0,00
Andre kriterier	0,18
Renteforvaltningen	0,05
Renterisiko	0,04
Kredittrisiko	0,01
Sum	0,67

Figur 2.5 viser utviklingen i sammenfall målt i prosent for aksjeporteføljen og renteporteføljen. Overlapp måler andel av porteføljen som er investert likt som referanseporteføljen. For renteporteføljen viser figuren sammenfall i utstedernavn. Sammenfall er et mål som ikke avhenger av forutsetninger om samvariasjon og svingninger. Styret i Folketrygdfondet har satt en supplerende risikoramme for sammenfall for

aksjeporteføljen på 60 prosent, mens det ikke er satt en ramme for renteporteføljen. For renteporteføljen starter målingen i februar 2009, som var starten for bruk av indekser med bare Bloomberg (daværende Lehman) som leverandør.

Figur 2.5: Utvikling i sammenfall for aksjer og renter (tall i prosent 2008-2022)



Aksjeporteføljen

Som vi så i dekomponeringen av SPN ovenfor, er aksjeporteføljen den største bidragsyteren til SPNs relative volatilitet. Vi kan dekomponere den relative volatiliteten i aksjeporteføljen videre ned på sektorvalg og selskapsvalg. Relativ volatilitet fra sektorvalg innebærer forskjellig vekt i sektoren sammenlignet med referanseindeksen, mens relativ volatilitet fra selskapsvalg kommer som følge av forskjellig vektning av selskapene innad i sektoren. Den relative volatiliteten i aksjeporteføljen var ved utgangen av september på 1,11 prosent.

Tabell 2.3 viser at selskapsvalg er den største bidragsyteren til relativ volatilitet med et bidrag på 1,09 prosentpoeng til totalen. Industri er den sektoren som bidrar mest, med 0,52 prosentpoeng. Av disse kommer 0,49 prosentpoeng fra selskapsvalg. Negative verdier betyr at avviket i en sektor eller selskap bidrar til å redusere den totale relative volatiliteten.

I tabell 2.4 viser vi bidraget til forventet relativ volatilitet fra ulike strategier

Tabell 2.3: Bidrag til forventet relativ volatilitet for aksjeporteføljen per 30.09.2022

Tall i prosentpoeng	Sektor	Selskap	Total
Energi	-0,01	0,21	0,20
Materialer	0,00	0,00	0,01
Industri	0,02	0,49	0,52
Forbruksvarer	0,02	0,03	0,04
Konsumvarer	0,00	-0,01	-0,01
Helse	0,00	0,12	0,12
Finans	0,00	0,00	0,00
Informasjonsteknologi	-0,02	0,18	0,16
Kommunikasjon	0,00	0,05	0,05
Forsyning	-0,01	-0,01	-0,02
Eiendom	0,02	0,03	0,05
Sum	0,02	1,09	1,11

Tabell 2.4: Bidrag til forventet relativ volatilitet fordelt på strategi aksjeporteføljen per 30.09.2022

Strategi	Forventet relativ volatilitet (prosentpoeng)
Unngå overoptimisme	0,74
Kvalitetsselskaper	0,03
Strukturendringer	-0,02
Andre kriterier	0,36
Sum aksjeportefølje	1,11

Renteporteføljen

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

Ved utgangen av september var den relative volatiliteten i renteporteføljen på 0,51 prosent. Av disse kommer 0,20 prosentpoeng fra renteposisjoner og 0,31 prosentpoeng fra selskapsvalg. Bidraget fra renteposisjoner er i hovedsak basisrisiko mellom statsrenter og swaprenter. Denne basisrisikoen oppstår som følge av at porteføljen har et stort innslag av norske utstedere i norske kroner, mens referanseindeksen har et større innslag av norske utstedere i euro og dollar. For å sikre porteføljens renterisiko i euro og dollar til samme nivå som indeksen benyttes renteswapper som prises på swapkurve. Basisrisikoen oppstår som følge av at kredittpåslaget for utstedere i disse valutaene prises over statsrente i stedet for swaprente og differansen mellom swaprente og statrente varierer over tid, men har på grunn av uroen i rentemarkedet siste år vært større enn tidligere.

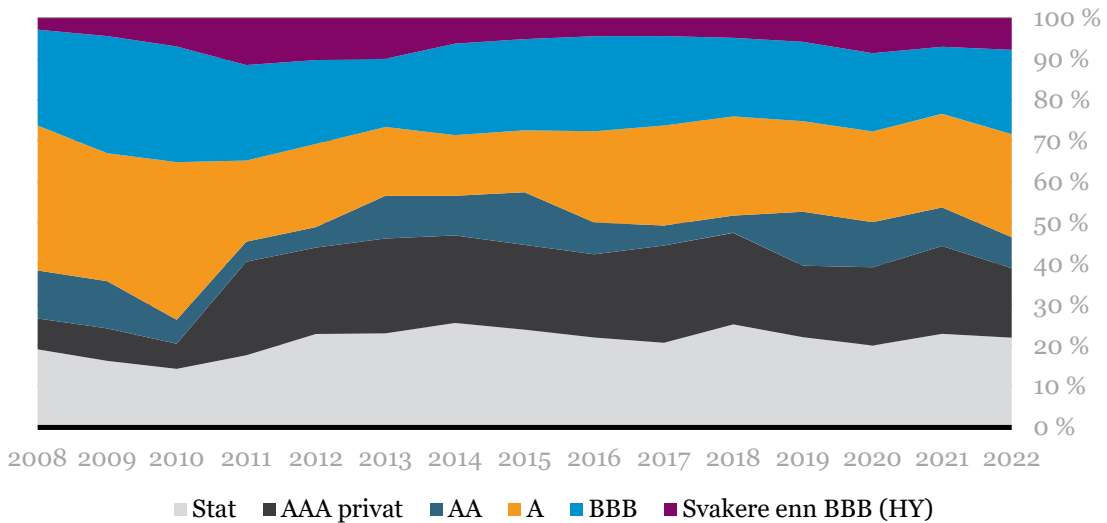
Tabell 2.5: Bidrag til forventet relativ volatilitet i prosentpoeng for renteporteføljen per 30.09.2022

	Renteposisjoner	Selskapsvalg	Total
Renteporteføljen	0,20	0,31	0,51

Kredittrisiko

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

Figur 2.6: Utvikling i fordeling av rating i SPNs obligasjonslån 2007-2022

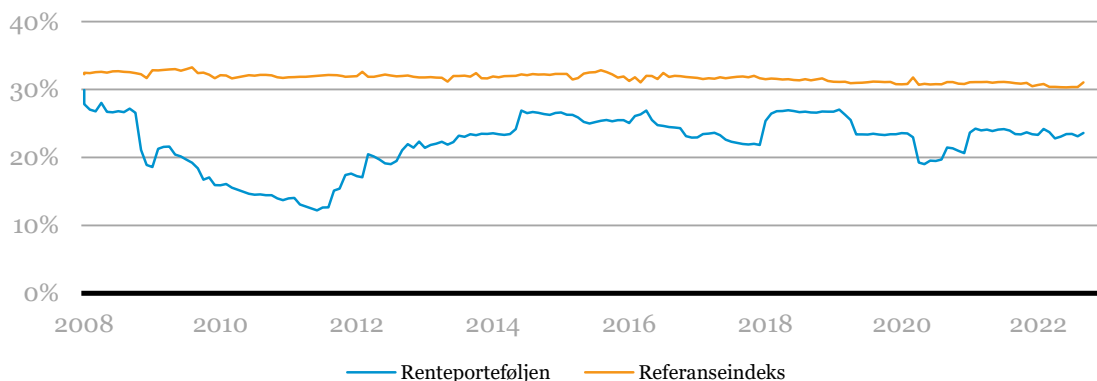


Kredittrisiko er risiko for tap som følge av en kreditthendelse (konkurs, uteblitt kupongbetaling, restrukturering eller liknende). Folketrygdfondet begrenser konsentrasjonsrisiko for kredittrisiko ved å sette en grense for forventet tap som skyldes en enkelt utsteder. Rammeverket for kredittrisiko er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

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

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

Figur 2.7: Statsandel for renteporteføljen i perioden 2008-2022



Motpartsrisiko

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

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

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

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

3. Kostnader

3.1. Historiske kostnader

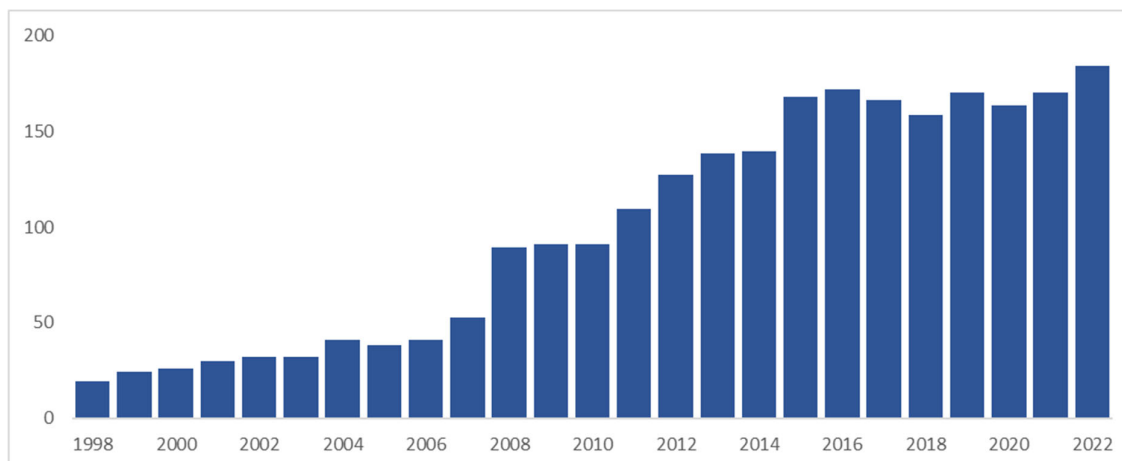
Folketrygdfondet publiserer avkastning og resultat for SPN kvartalsvis. Resultatregnskapet følger fra og med regnskapsåret 2012 de internasjonale regnskapsstandardene IFRS, mens avkastningsberegningene er gjort etter avkastningsstandarden GIPS® fra 1998. Rapportert avkastning er justert for Folketrygdfondets skatteposisjon². Transaksjonskostnader trekkes fra ved beregningen av porteføljeresultatet og reduserer den rapporterte avkastningen. Folketrygdfondets kostnader utenom de rene transaksjonskostnadene er derimot ikke trukket fra ved beregning av den rapporterte avkastningen.

Finansdepartementet har i mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge fastsatt at "Folketrygdfondet skal innen 1. desember hvert år sende departementet et begrunnet forslag til ramme for forvaltningskostnader knyttet til forvaltningen av SPN basert på et overslag over neste års forvaltningskostnader." Forslaget gir grunnlag for at departementet fastsetter en ramme for forvaltningskostnadene som et kronebeløp. Totale faktiske forvaltningskostnader Folketrygdfondet har knyttet til forvaltningen av SPN, samt midler til

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

å dekke utbytte fra den innskutte ansvarlige kapitalen i Folketrygdfondet, trekkes fra SPNs bruttoavkastning.

Figur 3.1: Forvaltningskostnader belastet SPN, millioner kroner



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

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

Kostnadene som har blitt belastet SPN økte særsilt i 2015 som følge av at den daværende ytelsesbaserte pensjonsordningen for ansatte i Folketrygdfondet ble erstattet med en innskuddsbasert pensjonsordning. I 2016 ble ansattes oppsatte rettigheter ved den avviklede ytelsesbaserte ordningen overført fra Folketrygdfondet til Statens pensjonskasse. Dette innebar at SPN ble belastet engangskostnader på 27 millioner kroner i 2015 og 12 millioner kroner i 2016. I 2017 var det ikke slike engangskostnader, og det er hovedårsaken til at kostnadene var lavere i 2017 enn de to årene før. For 2018 var kostnadene lavere enn året før som følge av engangseffekter. For 2019 var kostnadsbildet i mindre grad påvirket av engangseffekter. Etableringen av Statens obligasjonsfond i 2020 medførte at 10 millioner 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 er Folketrygdfondets kostnader forbundet med å forvalte Statens obligasjonsfond belastet Statens obligasjonsfond.

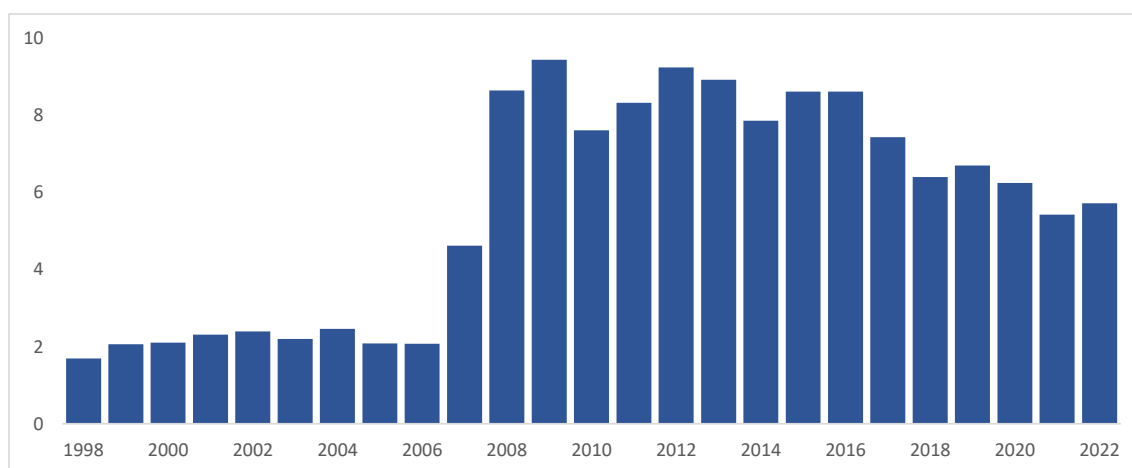
De underliggende kostnadene for Statens pensjonsfond har frem til 2022 hatt en lavere stigningstakt enn prisstigning og lønnsutvikling. Årsaken til dette er at Folketrygdfondet i denne perioden har effektivisert driften, hovedsakelig gjennom å ta ned antallet IT-systemer,

automatisere tidligere manuelle prosesser og ved å ta hjem tidligere utkontrakterte tjenester. I 2020 og 2021 var kostnadene lave som følge av at aktivitetsnivået har vært noe redusert som følge av pandemien. I 2022 har aktivitetsnivået i mindre grad vært påvirket av pandemien og en økning i antall ansatte samt høyere pris og lønnsstigning har medført en økning i de totale kostnadene.

Kostnader i basispunkter

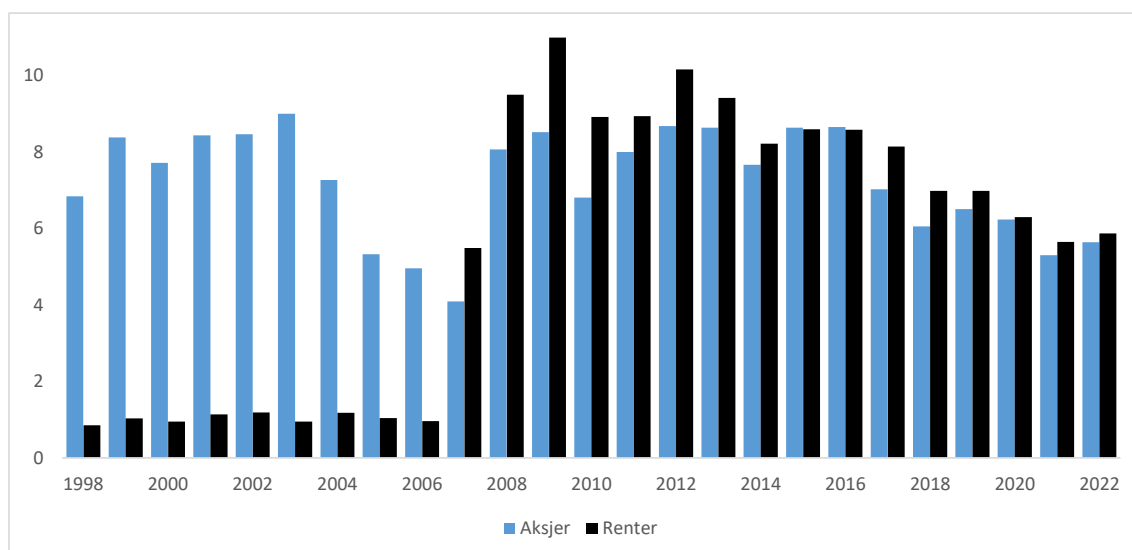
Målt som andel av gjennomsnittlig forvaltningskapital økte kostnadene særskilt fra 2006 til 2007. Dette var resultatet av at forvaltningskapitalen til SPN ble redusert med 101,8 milliarder kroner i desember 2006 på grunn av avviking av kontolånsordningen. I perioden etter 2008 har forvaltningskostnadene variert mellom 5,4 basispunkter og 9,5 basispunkter, og forventes å være på 5,7 basispunkter i 2022.

Figur 3.2: Forvaltningskostnader belastet SPN, basispunkter



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

Figur 3.3: Forvaltningskostnader per aktivklasse, basispunkter



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

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

Tabell 3.1: Forvaltningskostnader i basispunkter av SPNs kapital (gjennomsnitt per år)

Tall i basispunkter	Siste 4 år	2007-2022
Aksjeforvaltning	3,2	3,9
Renteforvaltning	2,3	3,1
Avledede strategier	0,5	0,5
SPN	6,0	7,5

I tabell 3.2 er kostnadene fordelt til hhv. aksje- og renteporteføljen som andel av kapital for disse to delporteføljene.

Tabell 3.2: Forvaltningskostnader i basispunkter av delporteføljenes kapital (gjennomsnitt per år)

Tall i basispunkter	Siste 4 år	2007-2022
Aksjeporteføljen	5,9	7,2
Renteporføljen	6,2	8,0

Kostnadene til aksje-/renteforvaltning er i tabell 3.3 videre fordelt på de grunnkostnader som ville fulgt av passiv forvaltning, de merkostnader som følger av Folketrygdfondets arbeid med eierskap og merkostnad som følger av de to aktive strategiene aksjeforvaltning og rente/kredittforvaltning. En slik fordeling er delvis foretatt på basis av kostnadsarter som lar seg direkte henføre til de ulike aktivitetene og delvis basert på en skjønnsmessig fordelingsnøkkel.

Tabell 3.3: Årlige forvaltningskostnader i basispunkter fordelt på ulike aktiviteter

	Siste 4 år	2007-2022
Grunnkostnader passiv forvaltning	2,9	3,9
Merkostnader eierskap	0,7	0,8
Merkostnader renteforvaltning	1,0	1,2
Merkostnader aksjeforvaltning	0,9	1,2
Avledede strategier	0,5	0,5
SPNs samlede forvaltningskostnader	6,0	7,5

Det er tre trekk med kostnadsfordelingen over tid som fremgår av underlaget til tabell 3.1 - 3.3. For det første er anslaget for grunnkostnader passiv forvaltning lavere de siste årene.

Årsaken til dette er at kostnadsøkningen i de første årene fra 2007 og fremover i stor grad var knyttet til implementering av nye systemer og andre oppstartskostnader som følge av strengere krav til styring og kontroll. Et siste trekk er kostnadsnedgangen målt i basispunkter for perioden etter 2016, se også figur 3.2.

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

3.2. Differanseavkastning og verdiskapning

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

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

Forvaltningskostnader ved en passiv strategi

I tabell 3.3 er kostnadene til passiv forvaltning vist slik de fremkommer for en tenkt passiv strategi. En slik fordeling er basert på de faktiske kostnadene for hvert år fratrukket kostnader til eierskap og aktive forvaltningsstrategier. Finansdepartementet har i mandatets kapittel 2 satt krav om ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Kostnader ved å oppfylle denne delen av mandatet vil også måtte påløpe ved en passiv strategi.

Til sammenligning er forvaltningshonoraret for norske og svenske aksjeindeksfond i underkant av 10 basispunkter. Årsaken til at de anslåtte kostnadene ved passiv forvaltning for SPN er lavere enn tilsvarende kostnader for indeksfond, er delvis stordriftsfordeler for SPN ved passiv forvaltning og delvis at indeksfond har kostnader som ikke er relevante for SPN. Eksempler på dette er markedsføringskostnader og kostnader forbundet med å rapportere til et stort antall kunder.

Tilbakevektingskostnader

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

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

transaksjonskostnader enn om vi hadde vektlagt å opprettholde porteføljesammensetningen innenfor henholdsvis aksje- og renteporteføljen. Vi har ikke estimert indirekte transaksjonskostnader.

Kostnader ved løpende indekstilpasninger

Sammensetningen av referanseindeksen endres gjennom året i tråd med det regelverket Euronext (OSEBX) og Nasdaq (VINXB) har etablert for aksjeindeksene og Bloomberg har etablert for obligasjonsindeksene.

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

Garantiprovisjon ved fortrinnsrettede emisjoner

Folketrygdfondet blir i noen tilfeller bedt om å garantere for gjennomføringen av emisjoner sammen med andre investorer og/eller banker. De fleste emisjoner med garantiprovisjoner er fortrinnsrettede emisjoner, og disse justeres også i hovedindeksen på Oslo Børs. Garantiprovisjon vil derfor være en oppnåelig inntekt også ved passiv forvaltning. Omfanget av fortrinnsrettede emisjoner har vært lav de senere årene og utgjør under 1 basispunkt.

Inntekter fra utlån av verdipapirer

Inntekter fra verdipapirutlån er inkludert i rapportert avkastning for SPN. Akkurat som annen forvaltning må basere seg på aktive beslutninger og kompetanse hos forvalter, må også utlånsvirksomheten gjøre det. Det er derfor en løpende aktiv beslutning om noe, og i så fall hvor mye som skal lånes ut. Beslutninger knyttet til videreplassering av mottatt kontantsikkerhet er også en aktiv beslutning. Det kan derfor stilles spørsmål ved hvor mye av utlånsinntektene som vil være oppnåelig ved passiv forvaltning. I tabell 3.4 er merinntekter ved verdipapirutlån tatt med, dvs. inntekter slik de fremkommer i tabell 1.2 fratrukket kostnader ved forvaltningen av verdipapirutlån (avledede strategier) fra samme tabell.

Forskjellen mellom SPNs faktiske differanseavkastning etter kostnader og estimert differanseavkastning ved passiv strategi (med verdipapirutlån) gir et anslag på den verdiskaping som forvaltningen av SPN gir. For hele perioden siden 1.1.2007 anslås verdiskapingen til 95 basispunkter per år. For de siste fire årene er anslaget for verdiskaping på 63 basispunkter per år.

Tabell 3.4: Estimert differanseavkastning ved en passiv strategi, årlige tall i basispunkter

	Siste 4 år	2007-2022
Forvaltningskostnader ved en passiv strategi	- 2,9	- 3,7
Forvaltningskostnader ved eierskap	- 0,7	- 0,8
Tilbakevektingskostnader	- 1,0	- 1,3
Kostnader ved løpende indekstilpasninger	- 3,1	- 4,9
Garantiprovisjon	-	+ 0,3
Netto inntekter fra utlån av verdipapirer	2,8	+ 2,5
Estimert differanseavkastning ved en passiv strategi	- 4,9	- 7,9

Tabell 3.5: Kostnadsjustert anslag på verdiskaping, årlige tall i basispunkter

	Siste 4 år	2007-2022
SPNs faktiske differanseavkastning før kostnader	64,1	95,1
SPNs faktiske kostnader	- 6,0	- 7,5
Estimert differanseavkastning ved en passiv strategi	4,9	7,9
Verdiskaping	63,0	95,5

4. Risikojustert differanseavkastning

Vi kommenterer her fire risikojusterte avkastningsmål.

Sharperaten

Sharperaten er et forholdstall som brukes for å sammenligne avkastning mellom porteføljer eller for en portefølje i forhold til en referanseindeks. Sharperaten er avkastning utover risikofri rente i forhold til standardavviket til avkastningen. For en relativ investor er det nødvendig å se på differansen mellom porteføljens sharperate og referanseindeksens sharperate for å bedømme bytteforholdet mellom avkastning og risiko. Sharperaten er høyere enn for referanseindeksen for alle porteføljer for alle delperioder (se tabell 4.2-4.4).

Informasjonsraten (IR)

Informasjonsraten (IR) er et risikojustert avkastningsmål som måler differanseavkastning i forhold til historisk relativ volatilitet. For at IR skal være positiv, må porteføljen ha positiv differanseavkastning. En høy IR kan tolkes som dyktighet i forvaltningen. IR er beregnet ved å ta gjennomsnittet av differanseavkastningen i perioden dividert på standardavviket til differanseavkastningen (relativ volatilitet). IR er positiv for alle porteføljer for alle delperioder (se tabell 4.2-4.4).

Jensens alfa

Jensens alfa er differanseavkastningen justert for systematisk risiko (differanseavkastning som ikke er forklart ved eksponering mot markedet). Jensens alfa er positiv for alle porteføljer for alle delperioder (se tabell 4.2-4.4).

Alfa/residualrisiko (AR)

Et supplerende mål til IR er AR (alfa/residualrisiko), som fokuserer på den delen av differanseavkastningen som ikke er forklart ved eksponering mot markedet. AR er definert som Jensens alfa dividert på den usystematiske risikoen – den delen av totalvariansen til porteføljen som ikke kan forklares gjennom eksponering mot markedet. Her ser vi et skifte de siste årene. Tidligere har AR vært vesentlig høyere enn IR som følge av at markedseksponeringen for SPN har vært lav (Beta under 1). Dette forholdet har de siste årene endret seg, og AR er nå mer lik IR. Det innebærer at en mindre del av meravkastningen for kortere tidsperioder kan forklares ved at markedseksponeringen er høyere i porteføljen enn for referanseindeksen. For lengre tidsperioder er fortsatt AR større enn IR.

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

	Siste 4 år		Siden 2007	
	Før kostnader	Etter kostnader	Før kostnader	Etter kostnader
SPN				
Avkastning (%)	3,86	3,80	6,88	6,80
Differanseavkastning (prosentpoeng)	0,64	0,58	0,95	0,87
Aksjeporteføljen				
Avkastning (%)	5,61	5,55	7,64	7,56
Differanseavkastning (prosentpoeng)	0,57	0,51	1,25	1,17
Renteporteføljen				
Avkastning (%)	0,34	0,28	4,19	4,10
Differanseavkastning (prosentpoeng)	0,75	0,69	0,75	0,66

Tabell 4.2 SPN – risikjustert differanseavkastning

SPN	Siste 4 år		Siden 2007	
	Før kostnader	Etter kostnader	Før kostnader	Etter kostnader
Standardavvik portefølje (%)	9,99	9,99	9,91	9,91
Standardavvik referanse (%)	9,98	9,98	10,33	10,33
Sharpe-rate til porteføljen	0,36	0,36	0,56	0,55
Sharpe-rate til referanse	0,30	0,30	0,45	0,45
Sharpe-rate differanse	0,06	0,06	0,11	0,10
Relativ volatilitet (%)	0,63	0,63	1,00	1,00
Informasjonsrate	0,98	0,89	0,85	0,78
AR (alfa/residualrisiko)	0,99	0,89	1,20	1,11
Alpha (%)	0,62	0,56	1,06	0,99

Tabell 4.3 Aksjeporteføljen – risikjustert differanseavkastning

Aksjeporteføljen	Siste 4 år		Siden 2007	
	Før kostnader	Etter kostnader	Før kostnader	Etter kostnader
Standardavvik portefølje (%)	16,07	16,07	17,02	17,02
Standardavvik referanse (%)	16,22	16,22	17,85	17,85
Sharpe-rate til porteføljen	0,38	0,38	0,42	0,42
Sharpe-rate til referanse	0,35	0,35	0,36	0,36
Sharpe-rate differanse	0,03	0,03	0,06	0,06
Relativ volatilitet (%)	1,00	1,00	1,71	1,70
Informasjonsrate	0,52	0,46	0,60	0,55
AR (alfa/residualrisiko)	0,59	0,53	0,91	0,86
Alpha (%)	0,58	0,52	1,32	1,25

Tabell 4.4 Renteporteføljen – risikjustert differanseavkastning

Renteporteføljen	Siste 4 år		Siden 2007	
	Før kostnader	Etter kostnader	Før kostnader	Etter kostnader
Standardavvik portefølje (%)	3,69	3,69	2,95	2,94
Standardavvik referanse (%)	3,53	3,53	2,97	2,97
Sharpe-rate til porteføljen	-0,02	-0,02	0,15	0,14
Sharpe-rate til referanse	-0,06	-0,06	0,10	0,10
Sharpe-rate differanse	0,05	0,04	0,04	0,04
Relativ volatilitet (%)	0,70	0,70	0,64	0,63
Informasjonsrate	1,09	1,00	1,14	1,02
AR (alfa/residualrisiko)	1,15	1,06	1,16	1,04
Alpha (%)	0,79	0,73	0,74	0,66

5. Faktorjustert avkastning

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

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

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

MKT

Markedsfaktoren er meravkastningen til referanseporteføljen utover risikofri rente. Risikofri rente er definert som renteindeksen ST1X frem til og med 2020. Deretter benytter vi renteindeksen NOGOVD3M som et mål på risikofri rente.

SMB

Representerer avkastningen til en selvfinansierende (lang/kort) portefølje med positiv eksponering mot selskaper med lav markedsverdi og negativ eksponering mot selskaper med høy markedsverdi basert på det europeiske markedet. Faktoren er hentet direkte fra Kenneth French sin hjemmeside.

HML

Representerer avkastningen til en selvfinansierende (lang/kort) portefølje med positiv eksponering mot verdiselskaper og negativ eksponering mot vekstselskaper basert på det europeiske markedet. Faktoren er hentet direkte fra Kenneth French sin hjemmeside.

RMW

Representerer avkastningen til en selvfinansierende (lang/kort) portefølje med positiv eksponering mot selskaper med robust inntjening (sterk lønnsomhet) og negativ eksponering mot selskaper med svak inntjening (svak lønnsomhet). Faktoren er hentet direkte fra Kenneth French sin hjemmeside.

CMA

Representerer avkastningen til en selvfinansierende (lang/kort) portefølje med positiv eksponering mot selskaper med lav investeringsaktivitet og negativ eksponering mot selskaper med høy investeringsaktivitet.

DEF

En faktor som hensyntar eksponering mot kreditt-/misligholdsrisiko. Denne faktoren er internt beregnet til og med 2013, og skjøttet på med data fra Nordic Bond Pricing etter dette.

TERM

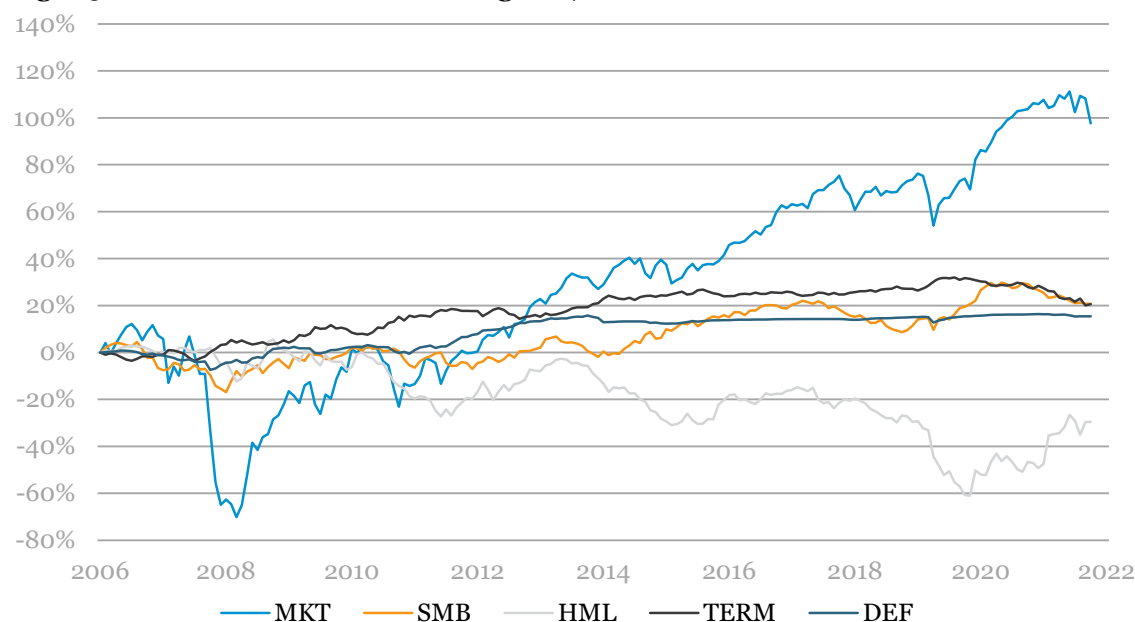
Dette er terminpremien. Denne faktoren måles som forskjellen mellom avkastningen til statsobligasjoner med lang rente (ST5X, NOGOVD5) og avkastningen til korte statspapirer (ST1X, NOGOVD3M). Terminfaktoren representerer en risikopremie ved å investere i rentepapirer med lang rentebinding.

Figur 5.1 viser den akkumulerte faktoravkastningen for MKT, SMB, HML, TERM og DEF for SPN. Tabell 5.1 oppsummerer estimatene for regresjonene for totalporteføljen, aksjeporteføljen og renteporteføljen. For totalporteføljen forklarer faktorene i regresjonene mellom 10 og 30 prosent av den totale variasjonen i differanseavkastningen for de to periodene: siden 2007 og siste fire år. Differanseavkastningen for totalporteføljen har negativ eksponering til markedsfaktoren (MKT). Eksponeringen mot småselskapsfaktoren (SMB) har ikke vært signifikant for begge perioder. I tillegg har den relative avkastningen hatt en positiv eksponering til faktoren som tar hensyn til eksponeringen mot selskaper med lav kontra høy investeringsaktivitet (CMA) i den lengste perioden. Alfa er positiv og signifikant i begge periodene og indikerer at den oppnådde differanseavkastningen er god, også når vi justerer for andre systematiske faktorer. Etter kostnader er den annualiserte alfaen for SPN 83 basispunkter for den lange perioden og 59 basispunkter for den korte perioden. En tolkning av resultatene er at differanseavkastningen i stor grad er skapt av verdipapirvalg og i mindre grad av eksponering mot systematiske faktorer.

For aksjeporteføljen har vi valgt å bruke en modell som kombinerer faktorene for marked, SMB, HML, RMW og CMA. Forklaringsgraden varierer mellom 7 og 32 prosent for henholdsvis den korte og lange perioden. I denne modellen er den annualiserte alfaen signifikant for den lange perioden med en verdi på 112 basispunkter.

Renteporteføljens meravkastning forklares ved å bruke en modell hvor kredittpremien og terminpremien inngår som forklaringsfaktorer. Forklaringsgraden varierer mellom 24 og 29 prosent for henholdsvis den lange og korte perioden. Det er kun faktoren for mislighold (DEF) som er signifikant i begge perioder. Alfa er signifikant for den lange perioden, og har en annualisert verdi på 46 og 65 basispunkter for henholdsvis perioden siden 2007 og for siste 4 år.

Figur 5.1 Akkumulert faktoravkastning 2007 - 2022



Tabell 5.1 Regresjonsanalyse av relativ avkastning i NOK etter kostnader

Periode Portefølje Modell*	Siste 4 år			Siden 2007		
	SPN (2)	Aksjer (3)	Renter (6)	SPN (2)	Aksjer (3)	Renter (6)
Alfa, bps annualisert	59	62	65	83	112	46
Marked (MKT)	-0,02	-0,02		-0,02	-0,04	
Små vs store (SMB)	0,02	0,05		-0,01	-0,02	
Verdi (HML)	0,01	0,02		-0,02	-0,03	
Inntjening (RMW)	0,02	0,06		0,01	0,01	
Investering (CMA)	0,01	0,05		0,05	0,09	
Mislighold (DEF)	0,16		0,28	0,07		0,15
Terminpremie (TERM)	-0,04		0,04	0,00		0,02
Forklart varians R ² (%)	10	7	29	30	32	24

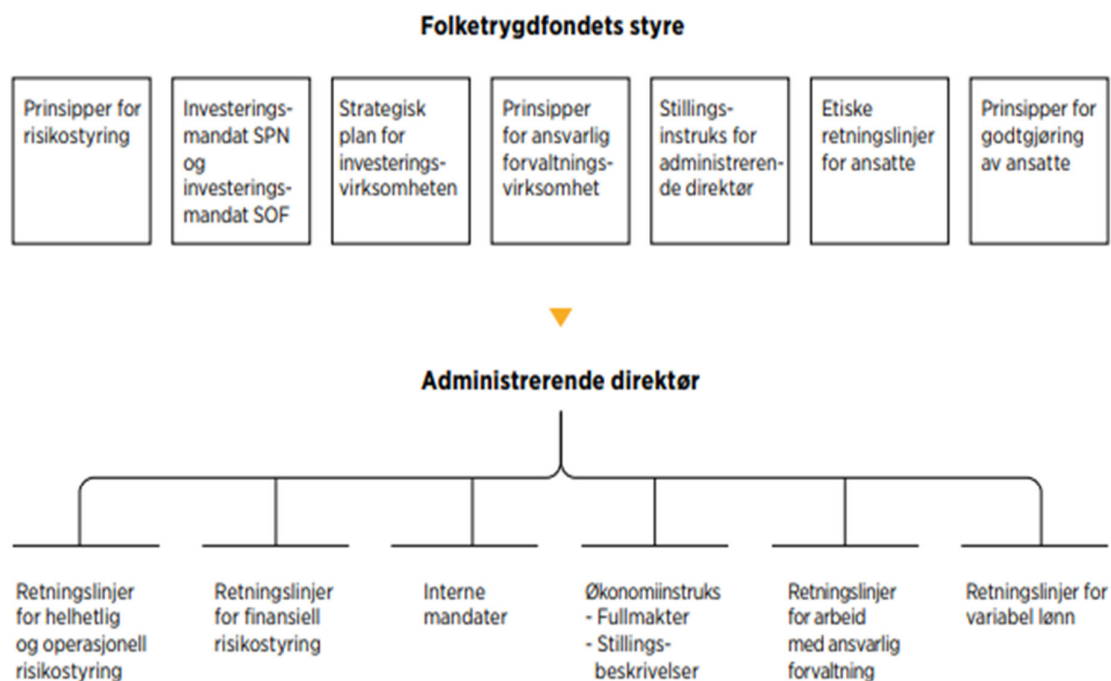
Kilde: Folketrygdfondet, Kenneth French. Fet skrift indikerer at koeffisienten er statistisk signifikant på 5 prosent konfidensnivå.
 *For aksjeporteføljen benyttes Fama & French femfaktormodell, og for renteporteføljen benyttes Fama & French faktormodell for renter. For SPN benyttes en kombinasjon av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

6. Folketrygdfondets risikostyring

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

Styrende dokumenter og åpenhet

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



Prinsipper for risikostyring

Finansdepartementets mandat setter krav om at Folketrygdfondet skal følge forskrift om risikostyring og internkontroll («risikostyringsforskriften») fastsatt av Finanstilsynet så langt

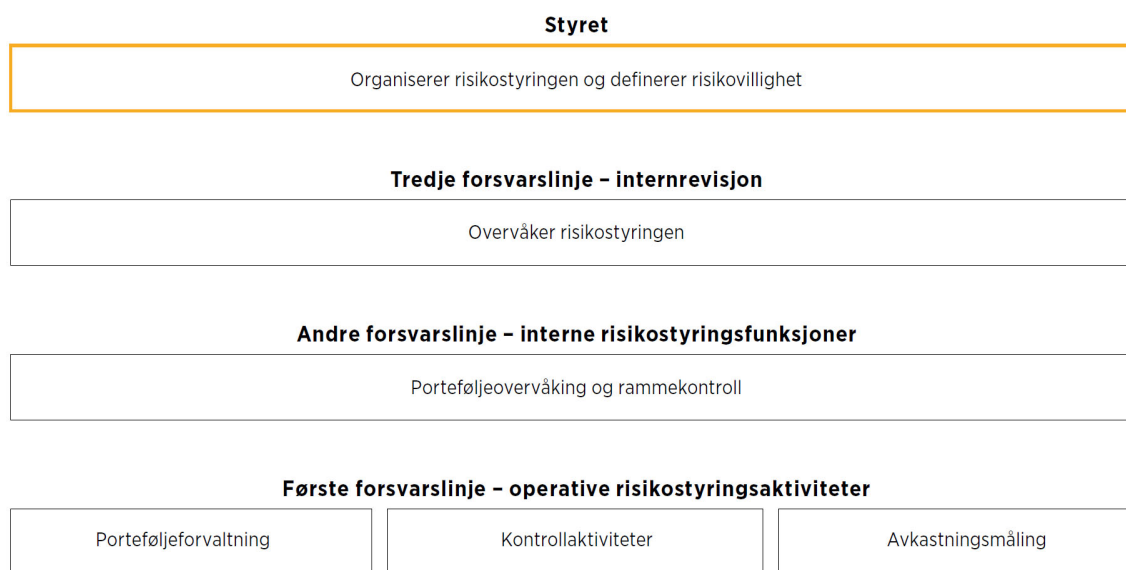
denne passer, og at det skal fastsettes prinsipper for verdivurdering, avkastningsmåling og styring samt måling og kontroll med risiko. Gjennom prinsipper for risikostyring har styret fastsatt at risikostyringsforskriften skal gjelde for hele virksomheten og at helhetlig risikostyring skal benyttes som en del av arbeidet for å nå Folketrygdfondets finansielle mål, operasjonelle mål og etterlevelsesmål. Som et rammeverk for helhetlig risikostyring har Folketrygdfondet valgt å ta utgangspunkt i COSO ERM, et rammeverk som er utarbeidet av The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission sist oppdatert i 2017.

Investeringsmandater

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

Styrets organisering av risikostyringen

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



Oppfølging og anvendelse

Folketrygdfondet arbeider systematisk med internkontroll og risikostyring. Risiko som ikke fanges opp av kvantitative målemetoder skal vurderes gjennom særskilte risikoanalyser. Disse analysene inkluderer både en vurdering av hvor sannsynlig det er at en hendelse inntreffer og hvilke konsekvenser det kan få for Folketrygdfondets måloppnåelse dersom det skjer. I løpet av året er det gjennomført analyser for å identifisere risikoer Folketrygdfondet

er utsatt for, og aktuelle risikoreduserende tiltak er iverksatt før restrisiko er vurdert og akseptert. Alle ledere har ansvar for risikostyring innen sitt ansvars- og myndighetsområde. Risikovurderinger skal være en integrert del av forretningsprosessene og omfatter også risikostyring for eventuelle utkontrakterte tjenester.

Første forsvarslinje – operative risikostyringsaktiviteter

Operative risikostyringsaktiviteter skjer ved at aksje- og renteavdelingen i forkant av investeringsbeslutninger vurderer disse opp mot fullmaktsgrenser, risikorapporter og rammer. Avstemming og kontroll gjennomføres i avdelingen økonomi og risikostyring, mens avkastningssmåling og -attribusjon gjøres i avdelingen operasjoner og IT.

Andre forsvarslinje – interne risikostyringsfunksjoner

Avdeling for økonomi og risikostyring og avdeling for compliance og juridisk er ansvarlig for å kontrollere at rammer, retningslinjer og fullmakter overholdes. Avdelingene har varslet løpende og rapportert ukentlig til investeringskomiteen og kvartalsvis til ledergruppen og styret om eventuelle avdekkede brudd på fastsatte rammer, fullmakter og retningslinjer.

Avdelingene har tilrettelagt for god internkontroll og risikostyring, herunder prosesser for godkjenning av nye instrumenter og IKT-systemer. Det er etablert en investeringskomité og en risikokomité som gir råd til administrerende direktør i arbeidet med å gjennomføre risikostyringen. Investeringskomiteen har løpende fulgt opp porteføljenes avkastningsutvikling og utviklingen av finansiell risiko (markeds-, kreditt-, og motpartsrisiko). Risikokomiteen har bistått administrerende direktør i etablering og oppfølging av internkontroll og risikostyring i organisasjonen. Alle vedtak som administrerende direktør fatter med hensyn til risikostyring blir behandlet enten i ledergruppemøter eller i en av komiteene, slik at det sikres god behandling og forankring i organisasjonen.

Tredje forsvarslinje – internrevisjon

Internrevisjonen er underlagt styret og skal, uavhengig av administrasjonen, foreta systematiske risikovurderinger og verifisere at risikostyringen fungerer som forutsatt. Årsplan for internrevisjonen fastsettes av styret, og internrevisor rapporterer halvårlig til styret og styrets revisjonsutvalg.

Rapportering

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

Evaluering

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

Operasjonell risiko

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

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