

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 OSLO

Deres ref:

Vår ref:
18/00173-3

Dato:
13.12.2019

Råd om endringer i mandatet for forvaltningen av Statens Pensjonsfond Norge

Vi viser til brev 14. desember 2018 om gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond Norge (SPN), hvor vi varslet behov for å vurdere endringer i mandatet:

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 de siste ti årene. For å sikre gode rammebetingelser for forvaltningen av SPN også fremover, er det formålstjenlig å vurdere endringer i mandatet. Folketrygdfondet vil arbeide med slike vurderinger og komme tilbake til departementet med dette temaet i 2019.

Folketrygdfondet har avgrenset arbeidet til å belyse ulike problemstillinger knyttet til aksjeporteføljens størrelse på Oslo Børs. Folketrygdfondet har i dette arbeidet vurdert en rekke løsninger som alle er vurdert opp mot følgende sentrale kriterier:

1. Det er avgjørende for Folketrygdfondet å holde fast ved mandatets mål om å levere høyest mulig avkastning etter kostnader over tid, og mandatets presisering om at Folketrygdfondet skal drive ansvarlig forvaltningsvirksomhet.
2. Det er lagt til grunn at både høy aksjeandel samt en ansvarlig og aktiv forvaltning er sentrale elementer for å nå en slik målsetting.
3. Folketrygdfondet har stor nytte av et nordisk investeringsunivers, fordi dette har bidratt til bedre kvalitet i forvaltningen og til en portefølje med bedre risikostyrt avkastning.
4. Folketrygdfondets rolle som den største institusjonelle investoren i det norske finansmarkedet forplikter. Vi har derfor et ansvar for å utøve en aktiv eierrolle overfor selskapene og for å påvirke markedsplassens rammevilkår i en positiv retning.

1. Bakgrunn

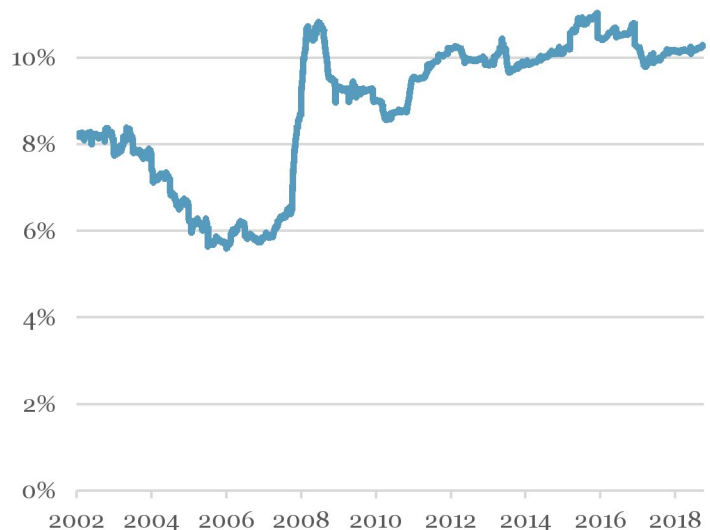
SPNs norske aksjer utgjorde per 30. september 2019 10,26 prosent av hovedindeksen ved Oslo Børs (OSEBX), og Folketrygdfondet var 31. desember 2018 blant de tre største aksjonærer i 41 selskaper. I seks selskaper hadde vi en eierandel over 10 prosent per 31. desember 2018.

Markedsverdien til SPN har siden 2007 økt i takt med markedenes utvikling. Under nedgangen i aksjemarkedet i 2008 og 2009 gjennomførte vi en betydelig tilbakevektning av aksjeandelen til SPN. Denne tilbakevektningen økte SPNs beholdning av norske aksjer regnet som andel av hovedindeksen fra 6,5 prosent til 10,7 prosent.

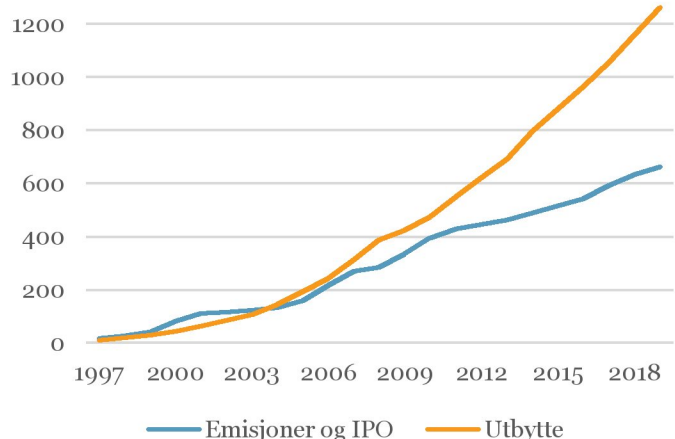
I tiden fra denne betydelige tilbakevektningen var fullført i februar 2009 og frem til nå har SPNs andel av hovedindeksen på Oslo Børs holdt seg høy. Det har i denne perioden blitt gjennomført fem tilbakevektninger med salg av aksjer og én tilbakevektning med kjøp av aksjer. Isolert sett ville disse tilbakevektningene ha redusert SPNs beholdning av norske aksjer som andel av hovedindeksen tilbake til utgangspunktet fra før finanskrisen. Imidlertid er denne andelen fortsatt over 10 prosent i dag (se figur 1). Hovedårsaken til dette er at selskapene på Oslo Børs i denne perioden har betalt langt mer i utbytte enn det har vært emisjoner og børsinstruksjoner (se figur 2). De utbytter som Folketrygdfondet mottar reinvesteres løpende i aksjeporteføljen, og reinvesteringen av utbytte har dermed motvirket effekten av tilbakevektninger med salg av aksjer.

I perioden fra 1. januar 2007 til 30. september 2019 har Folketrygdfondet oppnådd en avkastning for SPN på 7,32 prosent som årlig gjennomsnitt. Det er 1,01 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen. Høyere avkastning for SPN enn for referanseindeksen er også en medvirkende årsak til at SPNs norske aksjer per 30. september 2019 utgjør 10,26 prosent av

Figur 1 SPNs andel av hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX), 2002 - september 2019.



Figur 2 Emisjoner og børsintroduksjoner (IPO) og utbytte på Oslo Børs, akkumulerte tall i mrd. kroner, 1997 - september 2019.



kapitalen til hovedindeksen. Uten denne meravkastningen ville andelen av hovedindeksen vært om lag 1,1 prosentpoeng lavere.

Folketrygdfondets strategiske plan bygger på en videreføring av en aktiv forvaltningsstrategi. Størrelsen på aksjeplasseringene i det norske markedet utfordrer allerede i dag vår evne til å ta risiko gjennom avvik fra referanseindeksen. Begrenset likviditet i aksjemarkedet reduserer manøvrerbarheten i porteføljen og dermed vår mulighet til å justere risiko. I den aktive forvaltningen er vi opptatt av at både overvekter og undervekter i forhold til referanseindeksens sammensetning skal kunne dekkes inn innenfor rimelig tid. Kombinasjonen av vår størrelse i det norske aksjemarkedet og markedets likviditet blir derfor styrende for avvikenes størrelse. Over tid vil handlingsrommet for aktiv forvaltning reduseres gradvis dersom SPNs andel av hovedindeksen øker videre.

Per 30. september 2019 var eierandelen i to av de norske selskapene i porteføljen på mer enn 14,4 prosent. Det er nær mandatets maksimale ramme på 15 prosent eierandel per selskap. Dersom porteføljestørrelsen for norske aksjer skulle øke (enten gjennom reinvestering av utbytte eller ved en tilbakevektning av aksjer), ville det være umulig å opprettholde overvekten for disse to selskapene, og dermed graden av aktiv forvaltning.

Utfordringen med aksjeporteføljens størrelse kan også illustreres ved et tenkt eksempel som simulerer markedsfallet under finanskrisen. Hvis porteføljen forvaltes likt med referanseindeksen, viser våre beregninger at vi ikke kan tilbakevekte aksjeandelen for SPN til 60 prosent etter et tilsvarende markedsfall som under finanskrisen (dvs. om lag 50 prosent) uten å bryte mandatets ramme for maksimal eierandel på 15 prosent per selskap.

Folketrygdfondet mener det er hensiktsmessig å foreslå en endring av mandatet for å unngå en situasjon hvor mandatets bestemmelser utfordres. Dette kan oppstå på kort sikt ved et kraftig markedsfall og tilhørende behov for en tilbakevektning av porteføljen. Slik vi vurderer situasjonen i dag, er det heller ikke rom for en vesentlig økning av eierandel på Oslo Børs uten at dette reduserer handlingsrommet for aktiv forvaltning. Vi oppfatter derfor at SPN i dag er nær fullinvestert i det norske aksjemarkedet. For å kunne opptre motsyklisk i urolige tider, er det tilrådelig at Folketrygdfondet også fremover har tilstrekkelig handlefrihet i forvaltningen av SPN.

I arbeidet med vårt råd om endringer i mandatet har vi lagt vekt på de fire kriteriene som er nevnt innledningsvis i brevet. Disse kriteriene legger føringer for hvilke mandatendringer vi anbefaler. Kravet om høyest mulig avkastning medfører at mandatet bør opprettholde en høy aksjeandel i porteføljen og legge til rette for et rimelig omfang av aktiv forvaltning. Forutsetningen om en ansvarlig og aktiv forvaltning fremgår i *Strategisk plan* og innebærer at Folketrygdfondet ved forvaltning av porteføljen bør ha tilstrekkelig mulighet til å avvike fra referanseindeksen samtidig som Folketrygdfondet fortsatt bør kunne utnytte relevante særtrekk. Det er sentralt å kunne videreføre et nordisk investeringsunivers for å bidra til kvalitet i forvaltningen og en høy risikojustert avkastning etter kostnader. Videre er det lagt til grunn at Folketrygdfondet bør bidra til velfungerende markeder gjennom motsyklisk adferd og aktiv og ansvarlig forvaltning av porteføljen.

2. Anbefalt endring av mandatet

2.1 Innledning

SPN er nær fullinvestert i det norske aksjemarkedet, og de problemstillinger dette reiser kan løses på ulike måter. Vi har vurdert flere mulige endringer, herunder om andre aktivaklasser bør være en del av løsningen, om eierandelsbegrensingen bør økes, eller om uttak fra SPN bør gjennomføres. Enkelte av disse mulige endringene eller tiltakene kan alene, eller i kombinasjon, være egnet, mens andre endringer frarådes.

2.2 Anbefalt løsning for aksjeporteføljen

For å løse utfordringene knyttet til størrelse i det norske aksjemarkedet anbefaler Folketrygdfondet at mandatet endres slik at andelen av aksjeporteføljen som investeres i Norge reduseres noe, mens andelen i Danmark, Finland og Sverige økes tilsvarende.

Folketrygdfondet foreslår videre at dagens regionfordeling for Norge og Norden (Danmark, Finland og Sverige) i den strategiske referanseindeksen for aksjer endres fra faste til flytende markedsvekter. Det vil kunne bidra til reduserte transaksjonskostnader i forbindelse med tilbakevektninger.

Den anbefalte endringen innebærer at norske aksjer i indeksen tilordnes en faktor mellom 10 og 18, mens aksjer i Danmark, Finland og Sverige gis en faktor på 1. Faktoren angir hvor mange ganger større markedsverdien av OSEBX skal være sammenliknet med markedsvekten til de øvrige nordiske landene i indekskonstruksjonen. Det vises til vedlegget for en anbefalt endring av § 3-3 i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. En slik modell med flytende markedsvekter og særskilte landfaktorer harmonerer for øvrig med bestemmelsene i mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland (SPU).

I vurderingen av størrelse på faktoren bør hensynet til mandatets rammer veies opp mot hensynet til å bygge videre på Folketrygdfondets fortrinn som en stor kapitalforvalter i Norge. Det tilsier at SPN ikke bør bli for lite i Norge.

Folketrygdfondet er den største institusjonelle investoren i det norske finansmarkedet og har dermed ansvar og mulighet til å påvirke selskapenes virksomhetsstyring og markeds plassens rammevilkår. Å ta dette ansvaret betyr å bidra til verdiskaping og utvikling i norsk næringsliv gjennom kapital til selskapene, ansvarlig eierskapsutøvelse, tiltak for gode kjørerregler og velfungerende markeder, samt å være en langsiktig og stabiliserende aktør i kapitalmarkedene.

Det er viktig for oss med grundig kjennskap til selskapene for å kunne gjøre gode investeringsbeslutninger, vurdere selskapenes kapitalbehov og kartlegge områder hvor Folketrygdfondet gjennom klare forventninger til selskapene kan bidra til positiv utvikling. Både aktiv forvaltning og eierskapsutøvelse krever inngående kjennskap til selskapene, og vi erfarer god vekselvirkning mellom aktiv forvaltning og eierskapsutøvelse.

Som følge av mandatets bestemmelse om tilbakevektning har Folketrygdfondet en motsyklisk effekt i markedet. Denne effekten virker stabiliserende ved at aksjemarkedet tilføres likviditet ved

kraftige fall, og tilsvarende at likviditet trekkes ut etter sterk oppgang. Historisk har dette også gitt positive effekter på avkastningen i SPN.

Det er ønskelig å opprettholde en betydelig størrelse i det norske markedet over tid, blant annet for å kunne videreføre eierskapsarbeidet på en effektiv måte. Når det gjelder ulike nivåer for Norge-faktoren, er det derfor ønskelig å velge et nivå som balanserer hensynet til tilstrekkelig størrelse i Norge mot ønsket om tilstrekkelig evne til å drive aktiv forvaltning.

For å sikre at land-faktorene er robuste over tid må de gi tilstrekkelig handlefrihet til å gjennomføre tilbakevektning ved kjøp av aksjer etter et kraftig markedsfall. I våre simuleringer har vi sett på et hendelsesforløp hvor vi antar at det kommer en tilbakevektning ved kjøp av aksjer og at eierandelen på Oslo Børs kommer til å fortsette å øke med samme takt de neste 10 årene som de foregående 10 årene. Med en Norge-faktor på 10 vil vi unngå å ha over 15 prosent eierandel i noe selskap i en slik simulert tiårsperiode, også ved en større tilbakevektning. Med en Norge-faktor over 18 antas løsningen å være mindre robust over tid.

Vi anslår samlet sett at en faktor mellom 10 og 18 for Norge og 1 for Danmark, Finland og Sverige vil medføre at Folketrygdfondet får tilstrekkelig grunnlag til å utføre sitt oppdrag i overskuelig framtid. Folketrygdfondet vil da fortsatt ha en betydelig eierandel av det norske aksjemarkedet, men også handlefrihet til å opptre motsyklisk i markedet uten å utfordre mandatets eierbegrensning og målet om å drive aktiv forvaltning. Dette innebærer en andel norske aksjer for aksjereferanseindeksen på 62-75 prosent. Dagens andel i referanseindeksen på 85 prosent i Norge tilsvarende til sammenligning en faktor på 34 per 30. september 2019.

Folketrygdfondets investeringer utgjør per 30. september 2019 0,29 prosent av den nordiske referanseindeksen for aksjer. Folketrygdfondets høyeste eierandel i selskaper utenfor Norge var på samme tid 0,89 prosent, mot maksimalt 5 prosent angitt i mandatet. En økning av andelen utenfor Norge som anbefalt vil derfor ikke komme i konflikt med mandatets øvrige begrensninger.

2.3 Effekt på forventet avkastning av økt andel i Norden

En økt andel av aksjeporteføljen i Norden vil innebære en noe annen sammensetning av risiko-, selskaps- og sektoreksponering. Gjennomgående vil endringene gå i retning av høyere kvalitet i aksjeporteføljen ved at eksponeringen får lavere konsentrasjonsrisiko og bedre spredning på ulike sektorer og land. Med den foreslåtte endringen vil fortsatt hoveddelen av SPNs eksponering være mot selskaper notert på Oslo Børs.

En redusert eksponering mot selskaper på Oslo Børs og en tilsvarende økning i øvrige nordiske land antas å være nøytral med tanke på forventet totalavkastning. Historiske analyser viser at aksjemarkedsavkastning i Norge og de øvrige nordiske landene har vært sammenlignbar over tid. Det er Folketrygdfondets vurdering at dette også vil være det mest sannsynlige utfallet framover. De nordiske land har flere likhetstrekk når det gjelder samfunnsmessige forhold og markedsadgang. Landene har en noe ulik tilknytning til EU og noe ulik pengepolitikk, men det er ikke grunnlag for å anta store forskjeller i aksjemarkedsutvikling over tid.

Folketrygdfondet forvalter i dag både aksjer og rentepapirer i Norden, og har derfor allerede bygget opp intern kompetanse på nordisk nivå. I kraft av vår størrelse i Norge har Folketrygdfondet en noe tettere eierdialog i selskapene her enn i de øvrige nordiske landene. Den anbefalte løsningen med en høyere vekt i Norden vil i liten grad endre dette bildet. Folketrygdfondets gjennomsnittlige eierandel i det nordiske aksjemarkedet (utenom Norge) vil øke fra 0,29 prosent til 0,58 prosent hvis nordenandelen dobles fra dagens 15 prosent til 30 prosent. Forslaget vil derfor ikke medføre behov for endringer i Folketrygdfondets forvaltningsfilosofi og metode.

Erfaringene med utvidelse av investeringsuniverset til også å gjelde de øvrige nordiske land har vært positive. De nordiske aksjeinvesteringene startet i 2001, og siden da har Folketrygdfondet gjennomgående levert gode resultater for den aktive forvaltningen på aksjesiden. I 2007 ble investeringsuniverset utvidet til Norden også for renteinvesteringer. Også i denne porteføljen har resultatene av den aktive forvaltningen vært gode etter utvidelsen av investeringsuniverset. Forvaltningen ble fra 2014 lagt om fra fire delporteføljer (norske aksjer, nordiske aksjer, norske renter og nordiske renter) til én aksjeportefølje og én renteportefølje. Resultatene av den aktive forvaltningen etter omleggingen i 2014 har også vært gode, med en årlig meravkastning på 0,9 prosentpoeng per 30. september 2019.

Både i forvaltningen av aksjeporteføljen og renteporteføljen regnes Norge og Norden som én felles region. Det er derfor ikke relevant å tilordne historisk meravkastning til ulike regionale deler av porteføljen. Eksempelvis kan Folketrygdfondet ta posisjoner innen en sektor hvor over- og undervekter påvirker geografisk sammensetning, men hvor avvikene er basert på sektor- og selskapsvalg snarere enn geografiske valg.

Folketrygdfondet anser at dagens investeringsunivers er et sentralt utgangspunkt for å kunne levere god avkastning også fremover. Et nordisk univers innebærer en større tilgang på 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. Etter en samlet vurdering er det dermed ikke grunn til å forvente en vesentlig endring i Folketrygdfondets evne til å levere avkastning med den anbefalte løsningen. De alternative løsninger som vi har vurdert antas å gi lik eller lavere avkastning.

2.4 Konsekvenser for renteporteføljen

Mandatet for forvaltningen av SPN har i dag en symmetri mellom aksjer og obligasjoner knyttet til fordeling mellom Norge og Norden. Vi anbefaler at denne symmetrien videreføres slik at vektningen av Norden økes også for renteindeksen og at den strategiske referanseindeksen for obligasjoner også endres fra faste til flytende markedsvekter.

Samtidig foreslår vi også enkelte justeringer for renteindeksen. I dagens mandat er det for norske obligasjoner en fast statsandel for referanseindeksen på 30 prosent, mens for nordiske obligasjoner er statsandelen for referanseindeksen bestemt av markedsvekten for statsobligasjoner i grunnlaget for renteindeksen Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index. Vi foreslår at referanseindeksen for renter deles i en statsandel og en selskapsdel hvor statsdelen settes lik 30 prosent hver måned. Dette er samme statsandel som norske obligasjoner

har i dagens referanseindeks, men innebærer noe lavere statsandel for den nordiske delen. Dagens sammensatte referanseindeks har en statsandel på 31,1 prosent.

Å bruke samme faktor for statsdelen av renteindeksen som for aksjer innebærer at fordelingen mellom Norge og Norden får tilnærmet samme endring som for aksjer. Bruk av samme faktor for selskapsdelen av renteindeksen som for aksjer innebærer en noe mindre nedgang for norske selskapsobligasjoner enn for aksjer. Årsaken til dette er at norske selskapsobligasjoner i referanseindeksen Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index utgjør en større andel innenfor det nordiske universet enn det norske aksjer gjør i universet for aksjer.

Vi ønsker å foreslå enkelte mindre tilpasninger av referanseindeksen for renter. Dette er endringer av teknisk karakter som har liten eller ingen betydning for forvaltningen. Forslagene fremgår av vedlegget.

2.5 Særskilt om konsolidering

Folketrygdfondet har undersøkt om det er administrative utfordringer knyttet til at Statens pensjonsfond også har investeringer i Norden gjennom Norges Bank Investment Managements (NBIM) forvaltning av SPU. Etter Folketrygdfondets oppfatning vil en endring som foreslått ikke påvirke NBIMs og Folketrygdfondets muligheter til å opptre som uavhengige kapitalforvaltere i samme marked.

Både Folketrygdfondet og NBIM er investert i selskaper notert i Sverige, Danmark og Finland. Folketrygdfondet og NBIM opererer uavhengig av hverandre, men som følge av at både SPN og SPU er eid av staten, har det vært spørsmål om eierandelene skal konsolideres. En konsolidering vil blant annet ha betydning for flaggeplikt, samt eventuelle andre begrensninger eller plikter som er knyttet til konsoliderte eierandeler.

I 2013 innhentet Finansdepartementet vurderinger fra de nordiske finanstilsynene om hvorvidt SPNs og SPUs eierandeler burde konsolideres i henholdsvis Sverige, Danmark og Finland. Konklusjonen var den gang at eierandelene ikke skulle konsolideres.

Dersom mandat for forvaltningen av SPN endres slik at nordenandelen økes, er det økt risiko for at enkelte investeringer i Norden overstiger flaggegrenser på konsolidert grunnlag. Vi har derfor innhentet oppdaterte vurderinger av om det er endringer i praksis eller lovregler knyttet til konsolidering og flagging i de respektive landene. Konklusjonen i de oppdaterte vurderingene er at det verken er endringer i praksis eller i lovregler knyttet til konsolidering og flaggeplikt.

I tilknytning til de vurderingene som ble gjort i 2013 uttalte finanstilsynene i henholdsvis Sverige, Danmark og Finland at det ikke er flaggeplikt for staten på konsolidert grunnlag. De oppdaterte vurderingene viser også til at nasjonale statseide fond og selskaper som kan sammenliknes med SPU og SPN ikke konsolideres i tilknytning til flaggereglene. Det anbefales imidlertid at man igjen tar kontakt med de respektive finanstilsynene for å få bekreftet gyldigheten av tidligere praksis.

2.6 Overgangsordning og kostnader

Forslaget om en høyere andel i de nordiske markedene vil i liten grad påvirke Folketrygdfondets ressursbruk. Vi ser derfor ikke at forslaget om endring i mandatet vil innebære vesentlige konsekvenser for de kostnader Folketrygdfondet belaster SPN. En endring av regionfordeling vil imidlertid innebære transaksjonskostnader samt noe økning i kildeskatt.

Det er en betydelig risiko for markedspåvirkning ved nedvekting av investeringer i det norske aksje- og rentemarkedet og oppvekting av investeringer i de nordiske aksje- og rentemarkedene. Likviditeten kan settes under press, og andre markedsaktører vil kunne tilpasse sin aktivitet til hva Folketrygdfondet skal foreta seg. En slik omvekting bør derfor strekke seg over tid, slik at porteføljen kan tilpasses på en kostnadseffektiv måte. Kostnadene kan reduseres ved at en omvekting skjer i takt med andre aktiviteter i SPNs portefølje, for å ta hensyn til blant annet utbytte, kuponger, forfall, tilbakevektinger og salgsproveny fra selskaper som kjøpes opp.

3. Alternative endringer av mandatet

I tillegg til det anbefalte forslaget i punkt 2, har Folketrygdfondet vurdert andre mulige justeringer av mandatet som hver for seg eller sammen kan adressere de problemstillinger som følger av at SPN er nær fullinvestert i det norske aksjemarkedet.

3.1. Økt nordenandel med faste vekter

Som et alternativ til den foreslåtte løsningen i punkt 2, hvor en høyere andel av SPN investeres i øvrige nordiske land samtidig med en overgang til flytende regionvekter med en særskilt justeringsfaktor for Norge, kan mange av de samme effektene oppnås ved å endre de faste regionvektene i dagens mandat. Ved å endre vektene fra dagens 85 prosent i Norge og 15 prosent i Norden til en fast vekt innenfor et intervall på 62-75 prosent Norge og et intervall på 25-38 prosent Norden, oppnås om lag den samme effekten som det anbefalte forslaget i punkt 2. Forskjellen er at ved faste vekter skal det også gjennomføres en tilbakevekting til de regionale vektene innenfor henholdsvis aksjer og renter samtidig som aksjeandelen tilbakevektes til 60 prosent.

Denne løsningen kan gjennomføres for både aksje- og renteporteføljen uten ytterligere tilpasninger i mandatet. Som for den anbefalte løsningen bør en slik endring gjennomføres over noe tid slik at kostnadene begrenses.

Folketrygdfondet vil ikke fraråde en økning i nordenandel med faste vekter.

3.2. Øke maksimal eierandel

En voksende aksjeportefølje i Norge kan i økende grad utfordre mandatets bestemmelse om en maksimal eierandel i enkeltelskaper på 15 prosent. Dette kan løses ved å øke grensen for maksimal eierandel per selskap til for eksempel 20 prosent. Mandatets øvrige bestemmelser og forvaltningsstrategien kan da videreføres som i dag. En slik endring reiser imidlertid andre problemstillinger.

Dagens grense på 15 prosent for SPN i Norge er allerede relativt høy sammenlignet med tilsvarende grense for SPN utenfor Norge (5 prosent) og SPU (10 prosent).

Mandatet fastslår at Folketrygdfondet er en finansiell investor som skal søke høyest mulig avkastning etter kostnader over tid. For at Folketrygdfondet fortsatt skal kunne opptre som en finansiell eier, må våre posisjoner være relativt likvide og kunne eies uten at det stilles krav til vår deltagelse i strategiske beslutningsprosesser. Økt eierandelsgrense i Norge kan skape uklarhet om Folketrygdfondets etablerte rolle som finansiell investor og skape et feilaktig inntrykk av at Folketrygdfondet går mot en rolle som strategisk investor.

Strategiske eierposter i et selskap kan defineres som kontrollerende aksjeposisjoner. En eierandel over 50 prosent gir eier direkte innflytelse over selskapet. Normalt anses også en langt lavere andel å være en kontrollerende post, typisk om lag 20 prosent. Ved et slikt eierskap vil det være mulig å utøve tilnærmet full kontroll i de fleste selskaper med ellers åpen aksjonærstruktur. Ved en eierandel over 10 prosent kan man i praksis blokkere for et oppkjøp. En slik post har dermed strategisk verdi, selv om posten forvaltes ut fra finansielle kriterier. Folketrygdfondet hadde per 31. desember 2018 en eierandel over 10 prosent i seks selskaper, var største aksjonær i fire selskaper og var blant de tre største aksjonærene i 41 selskaper.

Dagens størrelse på norske aksjeinvesteringer vurderes å være håndterbar, men en vesentlig økning vil kunne utfordre Folketrygdfondets manøvrerbarhet i enkelt-selskaper. Folketrygdfondet vil imidlertid ikke fraråde en økning i maksimal eierandel i norske selskaper.

3.3. Infrastruktur og eiendom

Når det gjelder aktivaklassene eiendom og infrastruktur i SPN har Folketrygdfondet lagt til grunn at dette spørsmålet nylig er behandlet av Stortinget. I Innst. 326 S (2015-2016) uttaler Finanskomiteen blant annet følgende:

Komiteen viser til at investeringsstrategien for SPN ikke er basert på en bredest spredning av risiko og at referanseindeksen består hovedsakelig av noterte aksjer og obligasjoner i Norge. Staten ivaretar allerede bred risikospredning gjennom sine investeringer i SPU. Komiteen viser videre til at staten allerede er en stor eier av eiendom og infrastruktur i Norge og at dette er et viktig hensyn ved en vurdering av om statens samlede risiko reduseres ved at SPN eventuelt går inn i investeringer i unotert eiendom og unotert infrastruktur. Særlig infrastrukturmarkedet er lite i Norge, og SPNs muligheter vil antagelig primært ligge i å overta strukturer som staten allerede eier eller bruker, slik at risikoen ikke påvirkes og at kostnadene ved slike transaksjoner normalt er relativt høye.

Folketrygdfondet har på denne bakgrunn ikke vurdert disse aktivaklassene.

3.4. Unoterte aksjer

Investeringer i unotert egenkapital kan redusere utfordringer knyttet til størrelsen på aksjeinvesteringer i Norge. Folketrygdfondet har i arbeidet med dette rådet gjennomgått det unoterte markedet i Norge. Selv om det unoterte markedet består av mange selskaper og utgjør en stor del av norsk økonomi, har det svak likviditet. Innenfor en rimelig tidshorisont vil dette markedet neppe kunne absorbere tilstrekkelig kapital fra den noterte norske porteføljen til å løse problemstillingen med aksjeporteføljens størrelse på Oslo Børs.

Etter vår oppfatning er det uansett hensiktsmessig å vurdere en endring i mandatet når det gjelder unoterte selskaper. I dagens mandat heter det at Folketrygdfondet kan investere i «unoterte selskaper hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke om notering på regulert markedsplass». Vår erfaring er at denne bestemmelsen er krevende å operasjonalisere, og Folketrygdfondet har i liten grad benyttet seg av denne muligheten historisk. Selskapers styre kommuniserer sjelden en klar strategi om børsnotering. Selskapers strategi for mulig børsnotering kan også endres over tid. Vi mener at investeringer i unoterte aksjer bør ha en lang investeringshorisont uavhengig av om selskapet faktisk gjennomfører børsnotering eller ikke.

Folketrygdfondet vurderer det unoterte markedet som en anledning til å få eksponering mot selskaper som har tilsvarende risikoprofil som noterte selskaper, og som generelt antas å være aktuelle for børsnotering på et senere tidspunkt. Dette innebærer at aktuelle investeringer vil være i modne selskaper med en viss markedsverdi, og hvor Folketrygdfondet kan få en eksponering som er av økonomisk betydning for porteføljen. Det legges til grunn at slike investeringer vil skje ved direkte aksjeeierskap.

Folketrygdfondet erfarer videre at en stor andel av emisjonene i aksjemarkedet baserer seg på notering gjennom spredningssalg, og ikke gjennom emisjon av nye aksjer i det aktuelle selskapet. Børsintroduksjonen er da motivert ut fra eksisterende aksjonærs ønske om likviditet, snarere enn selskapets behov for ny kapital til vekst og investering. For en aktør som Folketrygdfondet kan det i slike situasjoner være krevende å få etablert en tilstrekkelig posisjon i forbindelse med børsintroduksjonen, og Folketrygdfondet ville blitt kjøper av aksjer gjennom andrehåndsmarkedet. I enkelte tilfeller vil det kunne være et alternativ å etablere en posisjon i selskapet forut for børsintroduksjon slik at dette unngås.

Folketrygdfondet vil anbefale at det opprettes en egen ramme i mandatet for investeringer i unoterte aksjer, og at denne rammen erstatter dagens ordlyd om investering i unoterte selskaper. En hensiktsmessig ramme kan være på 2-3 prosent av aksjeporteføljen. Folketrygdfondet er per 30. juni 2019 investert i 139 ulike selskaper med en gjennomsnittlig markedsverdi per eierpost på om lag 1,1 mrd. kroner. Det er imidlertid naturlig å forvente at eierposter i unoterte aksjer normalt vil være klart lavere enn dette.

Det er Folketrygdfondets vurdering at unoterte aksjer ikke alene vil løse utfordringene med aksjeporteføljens størrelse. Vi vil likevel anbefale en endring i mandatets ordlyd slik at investering i unoterte aksjer ikke knyttes opp til et konkret vedtak om å søke børsnotering. Vi anser ikke at forslaget om en egen ramme for investeringer i unoterte aksjer vil ha vesentlige organisasjonsmessige eller kostnadsmessige konsekvenser.

3.5. Årlig uttak

Et årlig uttak fra SPN vil redusere veksten og bidra til å begrense eierandelen i norske selskaper. Det kan være naturlig at en eventuell årlig uttaksmekanisme kobles opp mot SPNs årlige forventede netto kontantstrøm.

Våre beregninger viser at utbyttene som andel av markedsverdien på selskapene i OSEBX de siste 10 årene har vært på omtrent 4 prosent per år, mens kapitalbehovet i indeksen har vært på omtrent 1,1 prosent per år. Gitt at forholdet mellom utbytter og kapitalbehov fortsetter i samme

takt, må utbetalingen fra aksjeporteføljen i SPN være på om lag 2,9 prosent for å holde eierandelen på Oslo Børs på dagens nivå. For renteporteføljen har vi beregnet at løpende avkastning (netto yield) i porteføljen tilsvarer 1,9 prosent over tid. Samlet innebærer dette at et utbytte fra SPN på om lag 2,5 prosent per år vil hindre en økning i SPNs eierandel på Oslo Børs.

I en situasjon med tilbakevekting med kjøp av aksjer, vil ikke et årlig utbytte fra SPN løse utfordringen med aksjeporteføljens størrelse i det norske aksjemarkedet alene. En eventuell årlig uttaksmekanisme bør derfor kombineres med andre tiltak.

Det er ikke noen fast mekanisme for uttak av SPN i dag. Hvorvidt det er ønskelig med en årlig uttaksmodell, avhenger av vurderinger som typisk faller utenfor Folketrygdfondets ansvarsområde, herunder samordning med statens samlede finanssparing. Det vises i denne sammenhengen til at spørsmålet om handlingsregelen for bruk av midler i Statens pensjonsfond også bør omfatte SPN ble behandlet i St. meld 12 (2004-2005). Her heter det blant annet:

Handlingsregelen er etablert for å gi en forsvarlig og jevn innfasing av petroleumsinntektene. Dette er nødvendig av hensyn til konkurranseutsatt sektor og en balansert utvikling i norsk økonomi. Ved fortsatt å knytte handlingsregelen til kapitalen i Petroleumsfondet (Statens pensjonsfond utenlandsdel) vil budsjettunderskuddet framover også synliggjøre bruken av «oljepenger». Dersom handlingsregelen i stedet hadde vært knyttet til den samlede kapitalen i Petroleumsfondet og Folketrygdfondet, ville det langsiktige innstrammingsbehovet i statsfinansene ha økt. Regjeringen finner det ikke naturlig at etableringen av Statens pensjonsfond, som har som siktemål bl.a. å knytte statens formuesoppbygging nærmere med pensjonsforpliktelsene, skal ledsages av fondsløsninger som reduserer statens finansielle sparing.

Folketrygdfondet ønsker på faglig bakgrunn ikke å fraråde at det etableres en ordning med årlig uttak.

3.6. Engangsuttak

Et stort engangsuttak fra SPN vil redusere størrelsen på kapitalen og dermed bidra til å begrense eierandelen i selskapene. Det legges til grunn at et engangsuttak innebærer at hele kapitalen reduseres, ikke bare investeringene i det norske aksjemarkedet.

Finansdepartementet har én gang tidligere utført et stort engangsuttak fra SPN. I 2006 ble vel 110 mrd. kroner av SPNs beholdning av kontolån tilbakeført til statskassen. I retur fikk Folketrygdfondet omtrent 10 mrd. kroner i norske statsobligasjoner. Selve transaksjonen foregikk utenfor markedsplassen og påvirket derfor ikke denne. Et engangsuttak fra SPN i dag vil ikke kunne utføres på en like skånsom måte og vil medføre et større salg av verdipapirer i det åpne markedet. Et slikt salg kan gi vesentlig markedspåvirkning og transaksjonskostnader.

Folketrygdfondet har gjort framskrivninger under ulike forutsetninger som viser at et engangsuttak i dag på 30-70 mrd. kroner i de fleste scenarioer vil motvirke effekten av økende eierandel på Oslo Børs over en periode på 10 år. De samlede kostnadene er beregnet til om lag 100 mill. kroner, gitt at tilpasningen skjer over en avgrenset tidsperiode på fire måneder og at det

er relativt god likviditet både i aksje- og obligasjonsmarkedet. Dersom tilpasningen skjer over lengre tid, kan kostnadene reduseres noe.

Folketrygdfondet har over tid oppnådd gode resultater i forvaltningen av SPN. Etter vårt syn er det grunn til å anta at en alternativ plassering av midlene vil gi en lavere risikojustert avkastning enn om midlene forblir i SPN og forvaltes av Folketrygdfondet.

Folketrygdfondet vil fraråde et engangsuttak fra SPN.

3.7. Redusert aksjeandel

En redusert aksjeandel, med salg av aksjer i Norge og Norden og et eventuelt tilsvarende kjøp av obligasjoner, vil bidra til lavere eierandel i norske selskaper. Dette tiltaket vurderes som lite treffsikkert for å redusere utfordringen med aksjeporteføljens størrelse i det norske aksjemarkedet.

For å oppnå en tilstrekkelig effekt på den norske aksjeporteføljen, bør en eventuell reduksjon i aksjeandel være i størrelsesorden 7-16 prosentpoeng. Hvis vi legger til grunn en langsiktig aksjerisikopremie som overstiger tilsvarende premier i obligasjonsmarkedet, vil dette redusere forventet avkastning i SPN.

Folketrygdfondet vil fraråde redusert aksjeandel.

4. Løsninger innenfor rammen av dagens mandat

4.1. Indeksner forvaltning

Ved å redusere nivået på aktiv forvaltning kan man redusere utfordringen med aksjeporteføljens størrelse ved å la porteføljen nærme seg referanseindeksen. En slik tilpasning er mulig innenfor rammen i dagens mandat, og vil redusere behovet for ytterligere tilpasninger. Det vises i denne sammenhengen til Folketrygdfondets brev 14. desember 2018 hvor vi kommenterte effekter av indeksner forvaltning. Etter våre beregninger gir dette liten eller ingen kostnadsbesparelse og har en negativ effekt på forventet avkastning.

Folketrygdfondet vil også framheve den positive effekten vår dialog med selskapene og den aktive forvaltningen har på verdiskapingen. Ved en overgang til mer indeksner forvaltning vil Folketrygdfondets eierdialog anta andre former enn i dag. Redusert mulighet til å overvekte og undervekte selskaper vil kunne gi lavere likviditet i markedet over tid. De positive effektene Folketrygdfondets aktiviteter har på verdiskapingen vil dermed kunne forringes. Effekten av dette er ikke mulig å isolere, men vil etter vår vurdering være negativ.

Samlet sett legger vi til grunn at effekten av mer indeksner forvaltning er negativ. Det vises for øvrig til punkt 1 for en drøfting av mulige konsekvenser av at mandatet ikke endres.

4.2. Benytte eksterne forvaltning

En alternativ løsning innenfor rammen av mandatet er å utkontraktere deler av aksjeporteføljen til eksterne som kan forvalte midler i eget navn på vegne av Folketrygdfondet. Dermed reduseres Folketrygdfondets eierandeler i enkeltelskaper uten at eksponeringen for SPN samlet sett

endres. En utkontraktering vil måtte ha en betydelig størrelse for å bidra vesentlig til lavere direkte eierandeler. Det vil være krevende for Folketrygdfondet å administrere dette på en måte som sikrer en helhetlig eierstyring og en hensiktsmessig prosess rundt oppdraget. Folketrygdfondet finner det derfor ikke forretningsmessig interessant å benytte ekstern forvaltning.

5. Konklusjon

Folketrygdfondet anbefaler at mandatet for forvaltningen av SPN endres på følgende måte:

- a. Andelen i Norge reduseres og andelen i Danmark, Finland og Sverige økes både for aksje- og renteporteføljen.
- b. Dagens regionfordeling endres fra faste til flytende markedsvekter ved at Norge får en faktor på mellom 10 og 18, mens Danmark, Finland og Sverige får en faktor på 1.
- c. Det opprettes en egen ramme for investeringer i unoterte aksjer. Investering i unoterte aksjer knyttes ikke lenger opp mot et konkret vedtak om å søke børsnotering.
- d. Statsandelen i renteindeksen settes til 30 prosent.
- e. Det gjøres enkelte mindre, tekniske justeringer av renteindeksen.

Forslag til endringer i mandatet fremgår av vedlegget.

Med vennlig hilsen
Folketrygdfondet



Siri Teigum
Styreleder

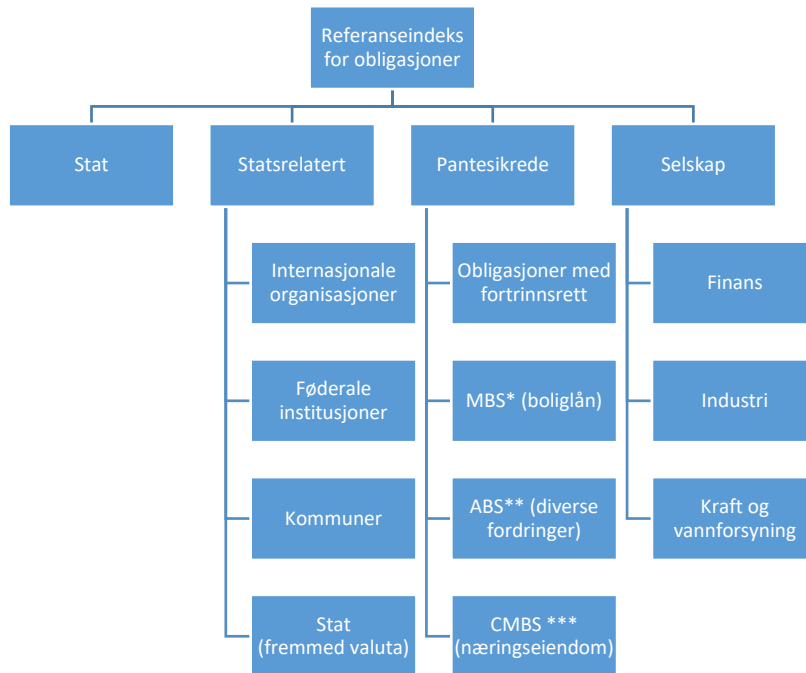


Kjetil Houg
Administrerende direktør

Vedlegg

1. Justering av referanseindeksen for selskapsobligasjoner

Dagens rentereferanseindeks tar utgangspunkt i referanseindeksen Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index. Indeksleverandøren deler inn ulike obligasjoner i fire delmarkeder; stat, statsrelaterte obligasjoner, pantsikrede obligasjoner og selskapsobligasjoner:



* MBS står for "Mortgage Backed Securities". Dette er obligasjoner med pantsikkerhet i en portefølje av boliglån.

** ABS står for "Asset Backed Securities". Dette er obligasjoner med pantsikkerhet i ulike fordringer, for eksempel billån eller kredittkortgjeld.

*** CMBS står for "Commercial Mortgage Backed Securities". Dette er obligasjoner med pantsikkerhet i en portefølje av lån til næringseiendom.

Dagens referanseindeks inneholder i utgangspunktet alle lån innenfor de fire delmarkedene med unntak av internasjonale organisasjoner som følge av at referanseindeksen tar utgangspunkt i lån med norske, danske, finske eller svenske utstedere. Internasjonale organisasjoner er klassifisert av indekseleverandøren med «Supranational» som utstederland.

Vi foreslår at kun statsobligasjoner utstedt i hjemlandets valuta inngår i referanseindeksen. Det er i dag et fåtall lån i referanseindeksen, med svensk eller finsk stat som er utstedt i annen valuta enn hhv. svenske kroner og euro, som ved dette forslaget tas ut av indeksen (ca 0,53 prosent av den sammensatte indeksen). Avgrensingen av hvilke statsobligasjoner som kan inngå i statsdelen for SPNs referanseindeks til statsobligasjoner i egen valuta («treasury») er i tråd med grunnlaget for nominelle statsobligasjoner i referanseindeksen for SPU. Referanseindeksen for statsobligasjoner for SPU inneholder også realrenteobligasjoner utstedt av nasjonalstatene, men som følge av at dette delmarkedet for de nordiske nasjonalstatene er begrenset, har vi ikke ansett realrenteobligasjoner som relevante for SPNs renteindeks.

For selskapsdelen av referanseindeksen for renter foreslår vi også noen mindre tilpasninger. Vi foreslår at obligasjoner innenfor delmarkedet pantsikrede obligasjoner av referanseindeksen Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index innsnevres ved at utelukkende obligasjoner med fortrinnsrett inngår. Det innebærer at undergruppene MBS («Mortgage Backed Securities») som har pantsikkerhet i en portefølje av boliglån, ABS («Asset Backed Securities») som har pantsikkerhet i ulike fordringer (for eksempel billån eller kredittkortgjeld) og CMBS («Commercial Mortgage Backed Securities») som har pantsikkerhet i en portefølje av lån til næringseiendom utgår. Denne innsnevringen har liten eller ingen praktisk betydning. Det er i dag ingen lån i disse kategoriene i referanseindeksen, men det har historisk vært noen danske MBS-lån i referanseindeksen.

Vi foreslår videre at obligasjoner innenfor delmarkedet statsrelaterte obligasjoner også innsnevres ved at kun de to undergruppene føderale institusjoner og kommuner inngår. I undergruppen føderale institusjoner inngår også selskaper som har nasjonalstatene som hovedeier (Equinor, Telenor, Norsk Hydro, Statkraft, Statnett og Kommunalbanken). Det innebærer at undergruppene stat i fremmed valuta (jf. over) utgår. Delmarkedet statsrelatert inneholder også undergruppen internasjonale organisasjoner, men som følge av kravet i mandatet om landtilhørighet i Norge, Sverige, Danmark eller Finland er denne undergruppen i realiteten også i dag utenfor referanseindeksen for renter.

2. Forslag til mandatsendringer:

§ 3-2. Strategisk obligasjonsindeks

- (1) Den strategiske obligasjonsindeksen har faste vekter med månedlig tilbakevekting til følgende delindekser:
 - a. Statsdel: 30 pst.
 - b. Selskapsdel: 70 pst
- (2) Statsandel av obligasjonsindeksen består av lån som inngår i renteindeksen Bloomberg Barclays Global Treasury Bond Index og de ulike obligasjonene tilordnes følgende faktor avhengig av landtilhørighet:
 - a. Norge: X
 - b. Danmark, Sverige og Finland: 1
 - c. Øvrige land tilordnes en faktor på 0

- (3) Hvert land inngår i statsandelen i obligasjonsindeksen med vekt i henhold til følgende formel:

$$\frac{\text{Markedskapitalisering}_i \times \text{faktor}_i}{\sum_i \text{Markedskapitalisering}_i \times \text{faktor}_i}$$

der i representerer landene med tilhørende faktor, jf. § 3-2 andre ledd.

- (4) Selskapsdelen av obligasjonsindeksen består av lån som inngår i delmarkedet selskapsobligasjoner, undergruppen obligasjoner med fortrinnsrett (innenfor delmarkedet pantsikrede) og undergruppene kommuner og føderale institusjoner (innenfor delmarkedet statsrelatert) i renteindeksen Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index.
- (5) Selskapsdelen av obligasjonsindeksen kan bestå av lån utstedt i norske kroner, svenske kroner, danske kroner, euro, britiske pund og amerikanske dollar.

- (6) Selskapsdelen av obligasjonsindeksen tilordnes følgende faktor avhengig av landtilhørighet for den enkelte utsteder:
- Norge: X
 - Danmark, Sverige og Finland: 1
 - Øvrige land tilordnes en faktor på 0.

- (7) Hvert land inngår i selskapsdelen i obligasjonsindeksen med vekt i henhold til følgende formel:

$$\frac{\text{Markedskapitalisering}_i \times \text{faktor}_i}{\sum_i \text{Markedskapitalisering}_i \times \text{faktor}_i}$$

der i representerer landene med tilhørende faktor, jf. § 3-2 fjerde ledd.

- (8) Selskapsdelen av obligasjonsindeksen skal for lån med norsk utsteder kurssikres mot norske kroner.

§ 3-3. Strategisk aksjeindeks

- (1) Den strategiske aksjeindeksen er satt sammen med utgangspunkt i de to aksjeindeksene
- Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX)
 - VINX Benchmark (CMVINXBINN).
 - Selskaper som er børsnotert på Island og i Norge inngår ikke i indeksgrunnlaget for aksjeindeksen nevnt i bokstav b. Aksjer Folketrygdfondet ikke kan plassere i, jf. § 3-5 første ledd bokstav b, inngår ikke i indeksgrunnlaget. Selskapsfordelingen innenfor de enkelte land fastsettes på grunnlag av indekssleverandørenes regelverk for de to aksjeindeksene. Strategisk aksjeindeks skal ikke kurssikres mot norske kroner.
- (2) Aksjene i referanseindeksen tilordnes følgende faktorer avhengig av landtilhørighet:
- Norge: X
 - Danmark, Sverige og Finland: 1

- (3) Hvert land inngår i referanseindeksen med vekt i henhold til følgende formel:

$$\frac{\text{Markedskapitalisering}_i \times \text{faktor}_i}{\sum_i \text{Markedskapitalisering}_i \times \text{faktor}_i}$$

der i representerer landene med tilhørende faktor, jf. § 3-3 andre ledd. Beregningen av markedskapitaliseringen og justering for fri flyt for Norge følger metodikken til OSEBX, mens beregning av markedskapitaliseringen og justering for fri flyt for Danmark, Sverige og Finland følger metodikken til VINX Benchmark.

- (4) Referanseindeksen justeres for Folketrygdfondets skatteposisjon.