



Folketrygdfondet

Årsrapport 2006

Folketrygdfondet forvalter  
Statens pensjonsfond – Norge

40 år

Folketrygdfondet



## Innholdsfortegnelse

Formål og virksomhet	3
Nøkkeltall og viktige begivenheter	4
Ny tid for Folketrygdfondet	6
Beretningsdel	
Styrets beretning for 2006	8
Styret i Folketrygdfondet	13
Resultatregnskap	14
Balanse	15
Regnskapsprinsipper	16
Revisjon	16
Noter til regnskapet	17
Markedsutviklingen i 2006	23
Porteføljeutvikling, avkastning og risiko	26
Mandat for forvaltningen	
Reglement for Folketrygdfondet	34
Forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge	36
Organisering av forvaltningen	
Folketrygdfondets administrasjon	38
Temadel	
Folketrygdfondet i skiftende tider	39
Porteføljeegenskaper Statens pensjonsfond – Norge	48
Folketrygdfondet – en ansvarlig og langsiktig finansiell investor og eier	51
English summary	
Purpose and operations	55
Extracts of the Board of Directors' Report for 2006	56
Key Figures	58

# Formål og virksomhet

## Opprettelse

Folketrygdfondet ble opprettet i 1967 i medhold av lov om folketrygd av 17. juni 1966.

Med virkning fra 1. januar 2006 ble Statens pensjonsfond etablert som en overbygning over det som tidligere var Statens petroleumsfond og Folketrygdfondet. Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland ivaretas av Norges Bank, mens Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond – Norge på vegne av Finansdepartementet.

Statens pensjonsfond – Norge er anbrakt som et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet. Finansdepartementet har fastsatt Forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, gjeldende fra 1. januar 2007.

## Formål

Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter.

## Styre

Folketrygdfondet ledes av et styre på ni medlemmer, som med personlige vara-medlemmer oppnevnes av Kongen for fire år om gangen. Styret har ansvaret for at midlene i Statens pensjonsfond

– Norge anbringes med sikte på best mulig avkastning over tid i norske kroner under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet.

## Virksomhetsområde

Det fremgår av Forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge, at midlene kan plasseres i

- aksjer
- grunnfondsbevis
- obligasjoner
- sertifikater
- som innskudd i forretnings- og sparebanker

Innenfor en ramme på 50 prosent av kapitalen målt til anskaffelseskost kan midlene plasseres i aksjer og grunnfondsbevis notert på norsk børs eller på børs i Danmark, Finland eller Sverige, børsnoterte konvertible obligasjoner, børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper og, etter godkjenning fra Finansdepartementet, i aksjer i norske selskaper ellers hvor aksjene er gjenstand for regelmessig og organisert omsetning. Plassering i aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige må samlet ikke overstige 20 prosent av rammen for aksjeplasseringer. Innenfor rammen for aksjeplasseringer kan midlene plasseres i ikke-børsnoterte aksjer i norske selskaper som har søkt eller har konkrete planer om å søke børsnotering. Plassering i denne type aksjer kan ikke overstige 5 prosent av rammen for aksjeplasseringer.

Inntil 10 prosent av kapitalen målt til anskaffelseskost kan plasseres i obligasjoner og sertifikater av utstedere hjemmehørende i Danmark, Finland eller Sverige.

Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 5 prosent av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland og Sverige.

Folketrygdfondet skal utøve eierrettigheter for Statens pensjonsfond – Norge. Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre de finansielle interessene.

Folketrygdfondet kan, etter nærmere retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet, inngåsalgs- og gjenkjøpsavtaler knyttet til egenkapitalinstrumenter og rentebærende instrumenter der erververen av instrumentene etter avtalen har plikt til å tilbakeføre disse til selger.

Folketrygdfondet kan benytte rente- og valutaderivater i styring av porteføljen av renteinstrumenter.

## Revisjon

Regnskapet revideres av Riksrevisjonen.

## Nøkkeltall

- Sterkt norsk aksjemarked i 2006
- Stigende, men fremdeles lave, renter
- Resultat: 17,4 mrd. kroner
- Avkastning: 11,1 prosent
- Avkastning 1,1 prosentpoeng høyere enn referanseporteføljen

Avkastning 2006 for Statens pensjonsfond – Norge (SPN)

	SPN	Referanseindeks	Mer-/ mindreavkastning
Norske aksjer	32,08 %	32,43 %	-0,36 %
Nordiske aksjer	24,16 %	25,31 %	-1,16 %
Renter	1,33 %	0,72 %	0,61 %
Totalporteføljen	11,10 %	9,99 %	1,11 %

Nøkkeltall 2002 – 2006

		2002	2003	2004	2005	2006
<b>Resultat/avkastning</b>						
Verdikorrigert resultat	mill. kroner	2 444	22 198	17 146	15 861	17 385
Verdikorrigert avkastning	prosent	1,9	16,2	10,6	9,0	11,1
Avkastning norsk aksjportefølje	prosent	-27,5	47,0	36,5	31,9	32,1
OSEBX - avkastning	prosent	-31,1	48,4	38,5	40,5	32,4
Avkastning nordisk aksjportefølje	prosent	-43,5	45,0	18,9	25,1	24,2
NOREX - avkastning	prosent	-43,5	46,4	19,6	24,5	25,3
Avkastning renteporteføljen	prosent	8,8	11,1	5,2	2,8	1,3
Referanseindeks renteporteføljen - avkastning	prosent	8,8	12,2	7,2	3,7	0,7
<b>Markedsverdier</b>						
Norske aksjer	mill. kroner	19 176	25 575	33 783	41 895	52 471
Norske aksjer	prosent	14,1	16,2	19,3	21,9	49,1
Nordiske aksjer	mill. kroner	882	5 469	7 058	8 679	10 937
Nordiske aksjer	prosent	0,6	3,5	4,0	4,5	10,2
Rentepapirer	mill. kroner	116 010	127 210	134 249	140 741	45 640
Rentepapirer	prosent	85,2	80,3	76,7	73,6	40,7
Kapitalen i Statens pensjonsfond – Norge	mill. kroner	136 133	158 331	175 477	191 338	106 940

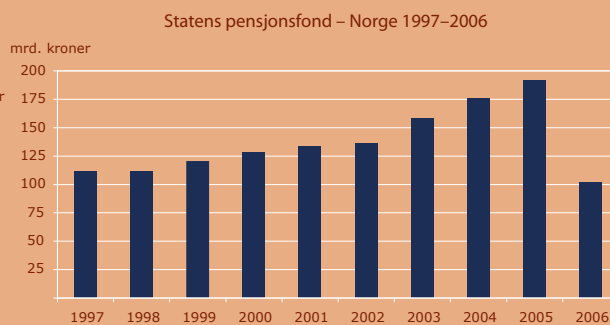
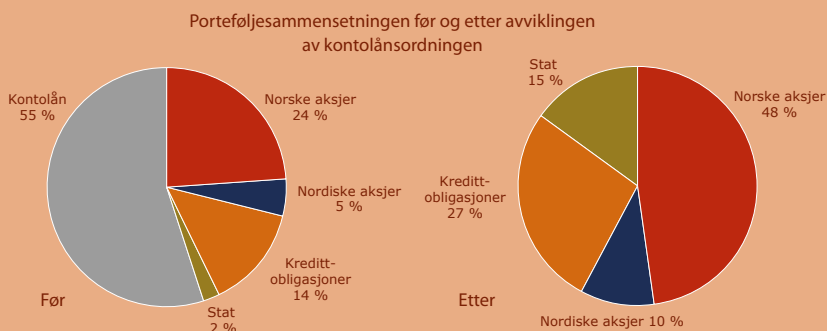
## Viktige begivenheter

- Ny forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge fastsatt
- Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond – Norge på vegne av Finansdepartementet
- Folketrygdfondets rolle som kapitalforvalter av statlige midler tydeliggjøres
- Ny styreleder og tre nye styremedlemmer
- Ny administrerende direktør
- Kontolånsordningen til statskassen avvikles
- Nye plasseringsrammer fra 1. januar 2007
- Utvidede investeringsmuligheter i Norden

Den 7. desember 2006 ble kontolånsordningen til statskassen avviklet og kapitalen i Statens pensjonsfond – Norge således redusert med ca 100 mrd. kroner. Avvikling av kontolånsordningen innebærer også store endringer for porteføljesammensetningen i Statens pensjonsfond – Norge.

Fra 1. januar 2007 trer ny forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge i kraft. Fra samme tidspunkt iverksettes de nye plasseringsrammene som blant annet innebærer at 50 prosent av kapitalen kan plasseres i aksjer.

En høyere aksjeandel i totalporteføljen innebærer at vi fremover må forvente større svingninger i avkastningen enn det vi har sett til nå. Imidlertid vil denne ulempen oppveies med høyere forventet avkastning over tid.



# Ny tid for Folketrygdfondet

Overgangen til 2007 markerer et skille i rammebetingelsene for Folketrygdfondet, 40 år etter at Folketrygdfondet ble opprettet og de første overføringene av midler fant sted. Fra 2006 fikk Folketrygdfondet, gjennom lov om Statens pensjonsfond, en fornyet og klarere formell forankring som forvalter av statlige pensjonsmidler. Fra 1. januar 2007 ble Folketrygdfondet underlagt en ny forskrift.

Den nye forvaltningsforskriften tydeliggjør et skille mellom organisasjonen Folketrygdfondet som kapitalforvalter, og Statens pensjonsfond – Norge, hvis midler er plassert som et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet. Videre innebærer endringen at kontolån til staten til en verdi av vel 100 mrd. kroner ble nedskrevet før årsskiftet, slik at kapitalen ved årets slutt var på 107 mrd. kroner. Sammenmedendrede plasseringsregler, innebærer dette at Folketrygdfondet fremstår som en mer rendyrket kapitalforvalter i markedet. Andelen aksjer og private obligasjoner øker, det er gitt rammer for investeringer i renteinstrumenter i Norden, og derivater kan nå benyttes for å oppnå ønskede løpetider for renteporteføljen. Med en ramme for investeringer i aksjer i Norden fra før, innebærer dette at Folketrygdfondet nå har Norden som hjemmemarked.

Hensikten med Statens pensjonsfond – Norge er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter. Folketrygdfondet skal som forvalter av Pensjonsfondets midler være en langsiktig eier og långiver i det norske finansmarkedet. Dette innebærer at Folketrygdfondet vil opprettholde en stor portefølje av norske verdipapirer, med

en målsetting om å oppnå best mulig avkastning over tid med forsvarlig risiko. For å nå fastsatte mål skal Folketrygdfondet løpende vurdere sammensetningen av porteføljen og justere den gjennom kjøp og salg av verdipapirer.

Folketrygdfondet har investert i aksjemarkedet siden 1991, og rollen som finansiell investor er godt forankret. Ansvaret for utøvelsen av eierrettighetene ligger hos Folketrygdfondet, og det overordnede målet med eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser. Styret i Folketrygdfondet fastsetter retningslinjer og prinsipper for eierskapsutøvelse og etikk, og dette danner utgangspunkt for den praksis som legges til grunn i utøvelsen av eierskapet. Eierskapsutøvelse er en forutsetning for å sikre langsiktig verdiskaping, og vi søker å være en ansvarlig og langsiktig finansiell investor og eier. Etiske prinsipper for investeringsvirksomhet inngår som en integrert del av retningslinjene for eierskapsutøvelsen, og operasjonaliseringen av den etiske forvaltningen ble igangsatt i 2006. Vi erkjenner at dette kan reise komplekse problemstillinger som ikke alltid har entydige svar. De vurderinger som blir gjort, vil være basert på offentlig til-

gjengelig informasjon gitt av selskapene på forespørsel. I vurderingene vektlegges ledelsens holdning, selskapets bevissthet og styring av disse forhold. Folketrygdfondet ønsker gjennom sin eierskapsutøvelse å bidra til å øke selskapenes bevissthet om disse temaene. Vi er opptatt av at det skal være mest mulig åpenhet knyttet til retningslinjene som ligger til grunn for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse og etiske forvaltning, og har derfor valgt å presentere disse retningslinjene i egen temaartikkel i årsrapporten. Der fremgår det også at Folketrygdfondet årlig vil utarbeide en egen eierskapsrapport, som oppsummerer våre aktiviteter og synspunkter som er offentliggjort på dette området.

Folketrygdfondets rolle og rammebetingelser har gjennom den 40-årige historien endret seg vesentlig, som en naturlig avspeiling av samfunnsutviklingen. Hovedlinjene i historien er belyst i en egen temaartikkel som også omtaler de nye rammebetingelsene. Som ny leder oppleves det som en særlig utfordring og inspirasjon å ha overtatt den daglige ledelsen i et år hvor det har skjedd store og positive endringer i Folketrygdfondets rammebetingelser. Forvaltningen av midlene i Statens pensjonsfond – Norge, på vegne av Finansdepartementet, vil bli en krevende oppgave i tiden fremover. Folketrygdfondet har en kompetent og motivert organisasjon som opplever endringene vi er inne i som en sterk stimulans, og vi er glad for å ha styrket bemanningen med nye, dyktige medarbeidere. Vi står godt rustet til å nå vår målsetting om å

oppfylle Folketrygdfondets mandat på en tilfredsstillende måte og sikre best mulig avkastning over tid med forsvarlig risiko.

Samtidig innebærer de nye plasseringsrammer at den samlede risikoen i porteføljen for Statens pensjonsfond – Norge øker. Med nedskrivningen av kontolånene økte aksjeporteføljens andel fra omlag 25 prosent til nærmere 60 prosent av totalporteføljen målt til markedsverdi. Andelen av private obligasjoner i renteporteføljen har også økt vesentlig. Disse endringene innebærer at det må forventes at svingningene i de årlige resultatene vil bli større i tiden fremover. Med en langsiktig investeringshorisont på midlene som er til forvaltning, vil imidlertid denne ulempen bli oppveid med høyere forventet avkastning over tid. Avkastnings- og risikoegenskapene til de forvaltede midlene under de nye plasseringsregler er omtalt i en egen temaartikkel.

Vi har fire år bak oss med sterk kursoppgang i aksjemarkedet, og det har gitt en periode med gode avkastningsresultater. For 2006 ble avkastningen på 17,4 mrd. kroner, tilsvarende 11,1 prosent, 1,1 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen. Selskapene vi er investert i har sjelden på samme tid opplevd så gode rammebetingelser. Eksportbedriftene nyter godt av sterk vekst i verdensøkonomien, og høy oljepris gir gode rammevilkår for energisektoren. Også andre råvareprodusenter tjener godt på høye priser, og innenlandsrettede selskaper nyter godt av økt kjøpekraft i norsk økonomi. Aksjemarkedet har vært

preget av sterk resultatvekst i selskapene, det har vært stor emisjonsaktivitet og mange oppkjøp og fusjoner. Det har gitt seg utslag i at aksjeporteføljen har hatt en sterk verdiøkning fire år på rad. I fjor ble aksjeavkastningen på henholdsvis 32 prosent i Norge og 24 prosent i Norden, tett opp til referanseindeksene. Samtidig var renten jevnt stigende gjennom fjoråret, hvilket førte til fall i obligasjonskursene. Avkastningen på renteporteføljen ble derfor på kun 1,3 prosent. Dette var imidlertid 0,6 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen.

Ved inngangen til 2007 er rammebetingelsene for finansmarkedene fortsatt positive, men vi må være forberedt på at en periode med høykonjunktur og god avkastning vil bli etterfulgt av noen år med normalisert avkastning. Med en langt høyere andel av porteføljen investert i aksjer i forhold til tidligere, må vi derfor fremover være forberedt på større svingninger i resultatene enn det som har vært tilfelle så langt i Folketrygdfondets 40-årige historie.



Olaug Svarva  
adm. direktør







Mai-Lill Ibsen

Per Arne Olsen

Linda Orvedal



Reidar Viken

Synnøve Nymo

## Styrets beretning for 2006

### Nye rammevilkår for Folketrygdfondet

Som følge av etableringen av Statens pensjonsfond er rammevilkårene for Folketrygdfondet (FTF) endret på flere områder. Pensjonsfondet, som forvaltes av Finansdepartementet, består av Statens pensjonsfond – Utland (SPU) og Statens pensjonsfond – Norge (SPN). Utenlandsdelen anbringes som kapitalinnskudd på konto i Norges Bank, mens innlandsdelen anbringes som kapitalinnskudd i FTF. Etableringen av SPN innebærer et klarere skille mellom de midlene som forvaltes og FTF som forvalter av disse midlene.

Fra 1. januar 2007 har en ny forskrift for forvaltningen av SPN erstattet det tidligere reglementet for FTF. I forskriften er den samlede aksjerammen satt til 50 prosent av forvaltningskapitalen. Rammen for investeringer i aksjer i Norden videreføres med 20 prosent av aksjerammen, samtidig som 10 prosent av kapitalen kan investeres i nordiske rentepapirer.

I forbindelse med etableringen av SPN ble kontolånene til statskassen vedtatt nedskrevet med i alt 111,8 mrd. kroner. Samtidig ble 10 mrd. kroner i markedsbaserte statsobligasjoner tilbakeført. Dette førte til at forvaltningskapitalen ved utgangen av 2006 ble redusert til 109 mrd. kroner, mot 191 mrd. kroner ved utgangen av 2005.

Det er styrets vurdering at de endringer

som har funnet sted er av stor verdi for FTF som forvalter av betydelige statlige midler, og er med på å understreke FTFs rolle som en finansiell investor i det nordiske verdipapirmarkedet.

### Resultatregnskap og balanse

Verdikorrigert resultat for SPN beløp seg for 2006 til 17 385 mill. kroner mot 15 861 mill. kroner året før. Det verdikorrigerede resultatet inkluderer endring i urealiserte kursgevinster og representerer økningen i kapitalen til SPN basert på markedsværdien av verdipapirporteføljen.

Verdikorrigert resultat består av verdikorrigerede inntekter på 17 426 mill. kroner fratrukket administrasjons- og forvaltningskostnader. Verdikorrigerede inntekter er fordelt med 2 134 mill. kroner fra renteporteføljen og 15 292 mill. kroner fra aksjeporteføljen. Verdikorrigerede inntekter fra renteporteføljen består av 9 757 mill. kroner i realiserede inntekter og -7 623 mill. kroner i endring urealiserte kursgevinster. For aksjeporteføljen består verdikorrigerede inntekter av 7 885 mill. kroner i realiserede inntekter og 7 407 mill. kroner i endring urealiserte verdipapirgevinster.

Med tillegg av årets verdikorrigerede resultatbeløp den verdijusterte kapitalen til SPN seg pr. 31. desember 2006 til i alt 106 940 mill. kroner, hvorav urealiserte kursgevinster utgjorde 29 773 mill. kroner, tilsvarende 27,8 prosent av

kapitalen. De urealiserte kursgevinster fordelte seg med -465 mill. kroner på renteporteføljen og 30 238 mill. kroner på aksjeporteføljen. Til sammenligning utgjorde verdijustert kapital 191 338 mill. kroner pr. 31. desember 2005.

Realisert resultat viser verdikorrigeret resultat justert for endring i urealiserte kursgevinster og representerer økningen i kapitalen basert på bokført kostpris. Det realiserede resultat for 2006 beløp seg til 17 601 mill. kroner, mot 10 097 mill. kroner for 2005.

Administrasjonskostnadene beløp seg til 41 mill. kroner i 2006. Dette er en økning på 3 mill. kroner sammenlignet med året før. Økningen skyldes i første rekke økte lønns- og systemkostnader. Lønnskostnader, styrehonorarer og sosiale kostnader utgjorde 51,8 prosent av desamlede administrasjonskostnader i 2006, mot 53,2 prosent året før.

Resultatet som er oppnådd i 2006 er, målt i kroner, det nest beste i Folketrygdfondets historie. Styret er tilfreds med resultatet.

### Avkastningsutviklingen

Avkastningen for SPN var 11,1 prosent i 2006. Frem til 7. desember 2006, som er datoen hvor kontolånene eksponeringsmessig ble tatt ut av porteføljen, var avkastningen 6,8 prosent. Oppgjørsmessig ble kontolånene ført ut av balansen 29. desember 2006. Avkastningen var





Ingvild Myhre

Erik Keiserud



Harald Ellefsen

Anne Breiby

0,6 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen 7. desember 2006 og 1,1 prosentpoengbedre enn referanseporteføljen ved utgangen av året.

Det er i første rekke den sterke kursstigningen i det norske aksjemarkedet i 2006 som ligger bak det gode resultatet. Etter at kontolånene ble tatt ut av porteføljen 7. desember 2006 økte aksjeandelen, målt til markedsverdi, fra 29,2 prosent til 59,3 prosent ved utgangen av året. Det er den høye aksjeandelen i perioden etter 7. desember 2006, kombinert med god utvikling for aksjeporteføljene i denne perioden, som forklarer endringen i avkastning fra 6,8 prosent til 11,1 prosent.

Avkastningen for 2006 er noe høyere enn for 2005, da avkastningen ble 9,4 prosent. Hovedforklaringen til bedre avkastning er den langt høyere aksjeandelen etter nedskrivning av kontolånene.

For femårsperioden 2002–2006 har den gjennomsnittlige årlige avkastningen vært 9,7 prosent, som er 0,8 prosentpoeng lavere enn for referanseporteføljen i tilsvarende periode. For tiårsperioden 1997–2006 var den gjennomsnittlige årlige avkastningen 7,5 prosent, mens avkastningen for referanseporteføljen var 7,7 prosent. Det vises til egen redegjørelse om referanseindekser, risikomålogavkastningsutviklingsenere i årsrapporten.

#### Renteporteføljen

Markedsverdien av renteplasseringene beløp seg pr. 31. desember 2006 til 45 640 mill. kroner. Porteføljen er fordelt

på statsplasseringer med 15 239 mill. kroner og plasseringer i private og kommunale papirer med 30 401 mill. kroner, hvorav innskudd i banker beløp seg til 3 221 mill. kroner.

Målt til markedsverdi utgjorde statsplasseringer 33,4 prosent av renteporteføljen, mens private plasseringer utgjorde 66,6 prosent. Sammenholdt med forrige årsskifte er statsplasseringenes andel av renteporteføljen kraftig redusert, fra 79,7 prosent til 33,4 prosent, som følge av nedskrivningen av kontolånene.

For renteporteføljen ble resultatet siste år en avkastning på 1,3 prosent, mens avkastningen for referanseporteføljen var på 0,7 prosent. Meravkastningen skyldes i hovedsak at renterisikoen ved inngangen til året var lavere målt ved durasjon for renteporteføljen enn det som gjelder for referanseporteføljen.

For perioden 1997–2006 har den gjennomsnittlige årlige avkastningen til renteporteføljen vært 5,6 prosent, mens avkastningen for referanseindeksen var 5,9 prosent. For femårsperioden 2002–2006 var den gjennomsnittlige årlige avkastningen 5,8 prosent, mens referanseindeksen i samme periode hadde en avkastning på 6,4 prosent.

#### Aksjeporteføljen

Markedsverdien av aksjeplasseringene beløp seg ved siste årsskifte til 63 408 mill. kroner mot 50 574 mill. kroner året før. Aksjeporteføljens markedsverdi er fordelt med 52 471 mill. kroner på den norske aksjeporteføljen og 10 937

mill. kroner for aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige (nordiske aksjer).

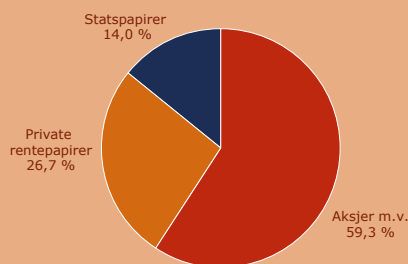
I den norske aksjeporteføljen var det ved siste årsskifte investert i totalt 40 selskaper notert på Oslo Børs, det samme som året før. Den norske aksjeporteføljen utgjorde ved siste årsskifte 2,8 prosent av samlet markedsverdi for aksjer notert på Oslo Børs, mot 3,1 prosent ved forrige årsskifte. Investeringene i nordiske aksjer omfattet i alt 32 selskaper.

Aksjeandelen forut for nedskrivning av kontolånene 7. desember 2006 var omlag 29,2 prosent, mot 26,4 prosent pr. 31. desember 2005. Ved utgangen av året var aksjeandelen 59,3 prosent av kapitalen. Av dette utgjorde porteføljen av norske aksjer 49,1 prosentpoeng, mens nordiske aksjer utgjorde 10,2 prosentpoeng.

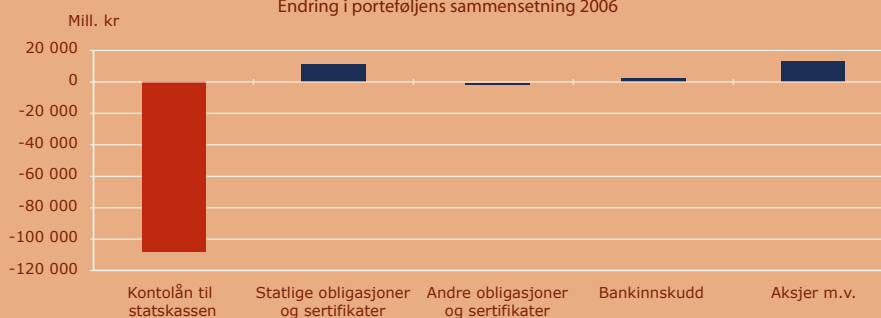
Avkastningen for den norske aksjeporteføljen ble 32,1 prosent, hvilket er 0,3 prosentpoeng lavere enn for referanseindeksen OSEBX. Mindreavkastningen har sin bakgrunn i at selskaps sammensetningen i porteføljen avviker en del fra sammensetningen i referanseindeksen.

Den gjennomsnittlige årlige avkastningen for den norske aksjeporteføljen for femårsperioden 2002–2006 utgjorde 20,4 prosent, mens referanseindeksen i samme periode hadde en avkastning på 21,4 prosent. For perioden 1997–2006 har den gjennomsnittlige årlige avkastning på aksjeporteføljen vært på 12,4

Porteføljensammensetningen pr. 31.12.2006  
Markedsverdi. Prosentvis fordeling



Endring i porteføljens sammensetning 2006



prosent, mens avkastningen for referanseindeksen var 11,9 prosent.

Plasseringene i nordiske aksjer oppnådde siste år en avkastning på 24,2 prosent, hvilket var 1,1 prosentpoeng lavere enn avkastningen for referanseindeksen. For femårsperioden 2002–2006 var avkastningen 8,6 prosent, mens referanseindeksen hadde en avkastning på 9,1 prosent. Som referanseindeks har aksjeindeksen FTSE NOREX 30 blitt benyttet, dog slik at de norske selskaper som inngår i indeksen blir ekskludert i avkastningsberegningene.

#### Rammer og risiko

De enkelte verdipapirplasseringer skjer i henhold til fastlagte investeringsstrategier, retningslinjer og fullmaktsrammer fastsatt av styret.

På porteføljenivå har styret fastsatt referanseindekser for totalporteføljen og delporteføljene bestående av henholdsvis renteporteføljen og porteføljen av norske og nordiske aksjer. For den norske aksjeporteføljen benyttes indeksen OSEBX for Oslo Børs som referanseindeks. For porteføljen av nordiske aksjer er FTSE NOREX 30 valgt som referanseindeks. På grunn av de spesielle rammebetingelser FTF er underlagt, finnes det ikke en enkelt markedsindeks som kan benyttes som referanseindeks for renteporteføljen. Det er derfor etablert en egen referanseindeks for obligasjoner på basis av en vektet sammensetning av ulike markedsindekser. På tilsvarende måte er det etablert en referanseindeks for totalporteføljen.

Som et sammenfattende risikomål for hver av porteføljene benyttes størrelsen relativ volatilitet. Relativ volatilitet er et mål for hvor mye avkastningen på porteføljene avviker fra de respektive referanseindekser. For hver av delporteføljene og totalporteføljen har styret fastsatt rammer for relativ volatilitet. Det vises til eget kapittel i årsrapporten om risiko og avkastningsutviklingen.

For å begrense risikoen i porteføljen, er det også fastsatt maksimalrammer for eksponeringen i enkelt-selskaper, både totalt og for rente- og aksjeporteføljene separat. Det er også fastsatt retningslinjer for hvor stor andel investeringer i enkelt-selskaper kan utgjøre av de respektive aksjeporteføljer.

Det er styrets vurdering at FTF har et betryggende risikostyringssystem, og at de fastsatte risikorammer ligger på et forsvarlig nivå. Den forventede relative volatiliteten har i hele 2006 ligget innenfor de fastsatte rammer.

#### Styret og administrasjonen

Oppnevningssperioden for fem av styrets medlemmer utløp siste år. I mai 2006 ble følgende medlemmer og personlige varamedlemmer oppnevnt for perioden 15. mai 2006 – 15. mai 2010: Erik Keiserud, styrets leder (personlig varamedlem Wenche Nistad), Harald Ellefsen (Anne Berit Andersen), Mai-Lill Ibsen (Turid Hundstad), Synnøve Nymo (Oddbjørg A. Starrfelt) og Linda Orvedal (Petter Bjerksund). På samme tidspunkt fratrådte Rolf Sæther (Trine-Lise Wilhelmsen), Oddvar Skaiaa (Liv Skaaheim), Vibecke Groth

(Karine Nyborg) og Monica Mæland som tidligere var varamedlem for Harald Ellefsen. Reidar Viken ble oppnevnt til nytt styremedlem frem til 30. juni 2008 etter at Geir-Ketil Hansen ba om å bli løst fra sitt verv ettersom han også er medlem av riksrevisorkollegiet. Styret vil i denne forbindelse takke de uttredende styremedlemmer og varamedlemmer for det arbeid som er nedlagt for Folketrygdfondet.

Styret har i 2006 avholdt seks ordinære styremøter og ett telefonmøte. Styrets varamedlemmer deltar fast på styreseminaret som avholdes hver høst.

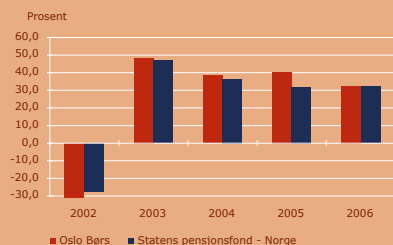
Styret har etablert etiske retningslinjer for forvaltningen, og det har i 2006 vært arbeidet videre med å implementere dette som en del av Folketrygdfondets investeringsmetodikk og løpende forvaltningsarbeid. Styret blir regelmessig orientert om praktiseringen av de etiske retningslinjene. Det vises til egen omtale i årsrapporten.

Folketrygdfondet hadde ved siste årsskifte 21 ansatte. Andelen kvinner utgjorde 52 prosent. Folketrygdfondets ledergruppe bestod ved årsskiftet av 6 personer, hvorav 2 kvinner. Pr. 31. desember 2006 var det totalt 8 ansatte i FTFs aksjeavdeling og renteavdeling, hvorav 4 kvinner. Analyseavdelingen og økonomi- og administrasjonsavdelingen hadde ved årsskiftet 11 ansatte, hvorav 5 kvinner. Innen de ulike faggruppene er det ikke identifisert lønnsforskjeller som kan relateres til kjønn. Folketrygdfondet har heller ikke avdekket kjønnsmessige forskjeller med hensyn til arbeidstids-

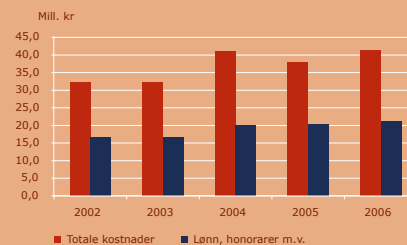
Verdikorrigert resultat  
2002-2006



Avkastning på norske egenkapitalplasseringer og endringen i hovedindeksen for Oslo Børs, 2002-2006



FTFs administrasjonskostnader  
2002-2006



ordninger eller kompetanseutviklingsmuligheter innen de ulike faggruppene.

Folketrygdfondet har de senere år lagt stor vekt på videreutvikling av systemene for risikostyring og avkastningsmåling. Informasjons-, styrings- og kontrollsystemene fungerer tilfredsstillende.

Som et ledd i arbeidet med å tilrettelegge for ikrafttredelse av ny forskrift for forvaltningen av SPN, har styret i 2006 fastsatt overordnede internkontrollprinsipper for FTF samt igangsatt arbeid med å etablere internrevisjon. Styret har også fastsatt styreinstruks for FTFs styre.

Organisasjons- og utviklingsarbeid har som siktemål at FTF skal fremstå som en kvalitativt god organisasjon og som et respektert og faglig sterkt investeringsmiljø. Det legges derfor stor vekt på ledelsesutvikling og faglig kompetansestyrking for den enkelte medarbeider. Ny forskrift med nytt forvaltningsmandat innebærer også behov for mer ressurser og videre kompetanseoppbygging.

FTFs virksomhet er ikke regulert av konsesjoner eller pålegg av miljømessig karakter. Virksomheten, som omfatter kontordrift, forurenser i liten grad det ytre miljø.

I 2006 var viseadministrerende direktør Lars Tronsgaard konstituert som administrerende direktør frem til Olaug Svarva tiltrådte som ny administrerende direktør 15. mai 2006.

Arbeidsmiljøet i Folketrygdfondet vurderes å være godt. Sykefraværet var siste

år på 2,9 prosent og er påvirket av et fåtall sykefravær av noe lengre varighet. Egenmeldingsfraværet utgjorde siste år 0,4 prosent, noe som anses som meget lavt og på linje med hva som har vært det normale i FTF.

Styret vil rette en takk til alle medarbeiderne i Folketrygdfondet for den innsatsen som ytes og de resultater som er oppnådd.

#### Statens pensjonsfond – Norge

Lov om Statens pensjonsfond ble vedtatt 21. desember 2005. I Revidert nasjonalbudsjett 2006 inngikk forslag til ny forskrift for Statens pensjonsfond – Norge. Denne trådte i kraft 1. januar 2007 og erstatter tidligere reglement for Folketrygdfondet fastsatt av Stortinget, sist endret 15. desember 2004.

Etableringen av Statens pensjonsfond innebar også at kontolånsordningen ble avviklet i desember 2006, og at kontolånene ble nedskrevet i sin helhet med 111,8 mrd. kroner. Samtidig ble 10 mrd. kroner tilbakeført i form av markedsbaserte statsobligasjoner.

I forskriften er den samlede aksjerammen satt til 50 prosent av forvaltningskapitalen målt til bokført verdi. Den nye aksjerammen medfører store endringer i avkastnings- og risikoegenskapene i porteføljen, og vil i fremtiden bidra til større svingninger i resultatene. Det presiseres imidlertid i forskriften at avkastningen som søkes oppnådd skal være best mulig over tid, og Finansdepartementet legger vekt på FTFs rolle som en langsiktig investor. Rammen for

investeringer i aksjer i Norden videreføres med 20 prosent av bokført verdi av aksjerammen. Videre kan inntil 10 prosent av forvaltningskapitalen målt til bokført verdi investeres i obligasjoner og sertifikater utstedt av offentlig og privat sektor i Norden.

Den nye forskriften innebærer en faglig interessant utfordring for Folketrygdfondet, og representerer en mulighet til å bedre avkastningen. Det er styrets vurdering at de nye rammevilkårene har bidratt til et positivt løft for organisasjonen, og er med på å styrke FTF som en finansiell investor.

#### Oppfølgingen av etiske investeringsprinsipper

Styret vedtok etiske retningslinjer for forvaltningen høsten 2004. Folketrygdfondet har i 2006 arbeidet videre med å operasjonalisere og implementere de etiske retningslinjene i investeringsmetodikken. I den forbindelse er det blitt gjennomført tiltak for å øke kompetansenivået og systematisere og effektivisere oppfølgingen av de etiske retningslinjene.

Det er utarbeidet en prosessbeskrivelse som skal benyttes i vurderingsprosessen. Det er også utviklet et spørreskjema, basert på de etiske retningslinjene, som har vært sendt til de norske selskapene hvor FTF er investert. Med utgangspunkt i de gjennomførte selskapsvurderinger avgjøres om det er behov for oppfølging og tiltak i forhold til selskapene.

For å sikre en regelmessig og effektiv informasjonsflyt er det etablert et automatisert internettsøksomkontinuerlig søker og fremskaffer informasjon om selskapene. Videre innhentes det informasjon fra årsrapporter, miljørapporter og samfunnsansvarsrapporter fra selskapene. Styret er av den oppfatning at den skisserte prosessen sikrer en systematisk oppfølging av de etiske retningslinjene.

Styret har vedtatt nye retningslinjer for eierskapsutøvelse, herunder retningslinjer for etisk forvaltning. Det tas i denne forbindelse sikte på å presentere en samlet eierskapsrapport i august 2007.

Styret vedtok i februar 2007 etiske retningslinjer for investeringer i rentepapirer. Fordi eierskapsutøvelse ikke er et aktuelt virkemiddel for denne type investeringer, må retningslinjene utformes på en noe annen måte enn

for aksjeplasseringene. Det er derfor vedtatt å benytte uttrekk av selskaper fra investeringsporteføljens som virkemiddel i den etiske oppfølgingen av renteforvaltningen. Det vil si at et selskap etter en individuell vurdering trekkes ut av porteføljen dersom det fremkommer informasjon om at selskapet har medvirket til etisk uakseptable handlinger. Beslutningen om uttrekk må bygge på de etablerte rammene for etisk atferd.

Det vil bli arbeidet videre med å operasjonalisere oppfølgingen av de etiske retningslinjene i 2007.

#### Fremtidsutsikter

Ved inngangen til 2007 er den realøkonomiske utviklingen sterk, inflasjonen lav og selskapenes inntjening fortsatt meget god. De lange obligasjonsrentene ligger på historisk sett lave nivåer, selv om rentenivået har økt noe

gjennom 2006. Forholdene ligger således godt til rette for en positiv utvikling i aksjemarkedene. På den annen side har det norske aksjemarkedet allerede steget med omlag 40 prosent i gjennomsnitt hvert av de siste fire årene. Det er derfor ikke unaturlig å forvente at avkastningen i aksjemarkedet etter hvert vil kunne vende tilbake til mer normale nivåer, samtidig som avkastningen i rentemarkedet vil bære preg av lav løpende avkastning og risiko for videre kursfall på lange obligasjoner. Selv om situasjonen minner om beskrivelsen ved inngangen til 2006, som ble et meget godt år, bør en likevel ta høyde for at det kan bli vanskelig å opprettholde en like god avkastning i 2007. Som følge av nytt investeringsmandat må endess utenvære forberedt på større svingninger i resultatene i fremtiden.

Oslo, 8. mars 2007

Erik Keiserud  
leder

Anne Breiby  
nestleder

Harald Ellefsen

Mai-Lill Ibsen

Ingvild Myhre

Synnøve Nymo

Per Arne Olsen

Linda Orvedal

Reidar Viken

# Styret i Folketrygdfondet

Erik Keiserud, styreleder, ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2006. Keiserud er partner i Advokatfirmaet Hjort og advokat med møterett for Høyesterett. Keiserud er også styreleder i Norsk Eiendomsinformasjon og Familien Blix Fond til fremme av medisinsk forskning. Keiserud er fast forsvarer i Høyesterett. Han har tidligere vært styreleder i Statens Bankinvesteringsfond og styremedlem i Narvesen ASA og Sparebank 1 Livsforsikring AS.

Anne Breiby, nestleder, ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 1996 og har vært nestleder siden 2002. Breiby er selvstendig næringsdrivende. I tillegg til å være styreleder i Sparebanken Møre er hun styremedlem i Ulstein Mekaniske Verksted holding AS, HÅG AS, Akva group ASA og Dooria AS.

Harald Ellefsen ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 1998. Ellefsen er partner i Advokatfirmaet Steenstrup Stordrange DA og er leder for firmaets kontor i Trondheim. Han er medlem av styret i Statskog og av kontrollkomiteene i Eksportfinans og Kommunekreditt. Ellefsen er tidligere stortingsrepresentant og var blant annet medlem av finanskomiteen i 1989–1997.

Mai-Lill Ibsen ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2006. Ibsen er selvstendig næringsdrivende. Hun er også styremedlem i Norsk Vekst ASA, Eitzen Chemical ASA, Unifor og Anders Jahres Fond. Videre er hun medlem av valgkomiteen i Oslo Børs og finanskomiteen i Kreftforeningen.

Ingvild Myhre ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2004. Myhre er konsernsjef i Network Norway. Hun er nestleder for styret i Simula Research Lab. samt styremedlem i Forskningsparken i Narvik, Telecomputing, Simrad Optronics og Datarespons.

Synnøve Nymo ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2006. Nymo er sjefsøkonom i Arbeidsgiverforeningen NAVO. Hun har tidligere arbeidet i Finansdepartementet og var økonomisk rådgiver i Arbeiderpartiets stortingsgruppe i 1998–1999.

Per Arne Olsen ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 1990. Olsen er ordfører i Tønsberg kommune. Han er også medlem av Kringkastingsrådet, styreleder i Tønsberg Utvikling, styremedlem i VESAR, representantskapsmedlem i VIV samt nestleder i Tønsberg og Omegn BBL.

Linda Orvedal ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2002. I perioden 1994–2002 var Orvedal varamedlem til Folketrygdfondets styre. Orvedal er førsteamanuensis ved Norges Handelshøyskole, Institutt for samfunnsøkonomi, og dekan for NHHs bachelorstudium. Hun er også varamedlem til styret for Meteorologiske Institutt og medlem av Nasjonalt Råd for Økonomisk Administrativ utdanning i Norge.

Reidar Viken ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2006. Viken er rådmann i Høylandet kommune. Viken er også styremedlem i Helseforetak Nord-Trøndelag og har tidligere vært nestleder i styret i Næringsmiddelkontrollen i Namdal. Han har tidligere vært medlem i kommunestyre og formannskap i Overhalla.

## Medlemmer

Erik Keiserud, Oslo – leder  
Anne Breiby, Ålesund – nestleder \*  
Harald Ellefsen, Trondheim  
Mai-Lill Ibsen, Oslo  
Ingvild Myhre, Oslo \*  
Synnøve Nymo, Oslo  
Per Arne Olsen, Tønsberg \*  
Linda Orvedal, Flåm  
Reidar Viken, Høylandet \*\*

## Personlige varamedlemmer

Wenche Nistad, Oslo  
Ernst Wroldsen, Tønsberg \*  
Anne Berit Andersen, Søgne  
Turid Hundstad, Oslo  
Øyvind Böhren, Bærum \*  
Oddbjørg A. Starrfelt, Bryne  
Terje Søviknes, Lysekloster \*  
Petter Bjerksund, Bergen  
Sonja Tinnesand, Stavanger \*

\* Oppnevnt for perioden 01.07.2004 – 30.06.2008

\*\* Oppnevnt for perioden 14.09.2006 – 30.06.2008

De øvrige er oppnevnt for perioden 15.05.2006 – 15.05.2010

## Resultatregnskap

Mill. kr.	Noter	2006	2005	2004
<b>INNETEKTER</b>				
Renteplasseringer				
Renteinntekter	1	6 891	6 066	6 105
Realiserte verdipapirgevinster	3	2 866	138	-149
Realiserte inntekter renteplasseringer		9 757	6 204	5 956
Endring urealiserte verdipapirgevinster	6	-7 623	-2 351	850
Verdikorrigerte inntekter renteplasseringer		2 134	3 853	6 806
Aksjeplasseringer				
Utbytte	2	1 564	1 664	1 558
Realiserte verdipapirgevinster	3	6 305	2 277	863
Andre inntekter	4	16	-10	-3
Realiserte inntekter aksjeplasseringer		7 885	3 931	2 418
Endring urealiserte verdipapirgevinster	6	7 407	8 115	7 963
Verdikorrigerte inntekter aksjeplasseringer		15 292	12 046	10 381
<b>KOSTNADER</b>				
Honorarer, lønn etc	5	22	20	20
Husleie, renhold etc		5	5	6
Systemkostnader		6	5	5
Diverse kostnader	5	8	8	10
Sum administrasjons- og forvaltningskostnader		41	38	41
<b>VERDIKORRIGERT RESULTAT *)</b>		<b>17 385</b>	<b>15 861</b>	<b>17 146</b>
*) hvorav realisert resultat beløper seg til		17 601	10 097	8 333

## Balanse

Mill. kr.	Noter	2006	2005	2004
<b>EIENDELER</b>				
Renteplasseringer				
Stat	6,8	14 737	108 568	104 057
Privat	6,8	26 795	26 859	25 454
Bankinnskudd	10	3 220	1 245	988
Opptjente renter	7,8	888	4 069	3 750
Markedsverdi renteplasseringer		45 640	140 741	134 249
Aksjeplasseringer				
Norsk aksjeportefølje	6,8	52 471	41 895	33 783
Nordisk aksjeportefølje	6,8	10 937	8 679	7 058
Markedsverdi aksjeplasseringer		63 408	50 574	40 841
Andre fordringer	9	66	29	386
Driftsmidler	11	3	4	5
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>109 117</b>	<b>191 348</b>	<b>175 481</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>				
Statens pensjonsfond - Norge, kapital	12	106 940	191 338	175 477
Gjeld	13	2 177	10	4
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>		<b>109 117</b>	<b>191 348</b>	<b>175 481</b>
<b>POSTER UTENOM BALANSEN</b>				
Finansielle derivater/terminforretninger	14	0	3 000	5 000

Oslo, 8. mars 2007



Erik Keiserud  
leder



Anne Breiby  
nestleder



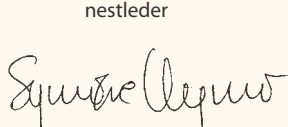
Harald Ellefsen




Mai-Lill Ibsen



Ingvild Myhre



Synnøve Nymo




Per Arne Olsen



Linda Orvedal



Reidar Viken



Olaug Svarva  
adm. direktør



## Regnskapsprinsipper

### Generelt

Folketrygdfondets regnskap er avlagt i henhold til prinsipper som er alminnelig akseptert for aksje- og obligasjonsfond.

### Verdi av porteføljene

I regnskapet er renteplasseringer vurdert til ligningsverdi pr. årsavslutningsdato. Aksjeplasseringer er vurdert til markedsverdi, dvs. siste omsetningskurs på de respektive børser pr. årsavslutningsdato. Er siste kjøpspris høyere enn siste omsatte blir kjøpspris brukt. Dersom det ikke foreligger omsetningskurser på børsen, benyttes antatt markedsverdi. Kurtasje til megler ved anskaffelse av verdipapirer er inkludert i verdipapir-

enes kostpris. Ved salg av verdipapirer beregnes gevinst som salgssum fratrukket kurtasje og gjennomsnittlig kostpris på de solgte verdipapirer. Kjøp og salg av verdipapir bokføres på handelsdag.

Garantiprovisjon i forbindelse med deltakelse i garantikonsortier føres til fradrag i kostpris for aksjer og obligasjoner når FTF tegner. Når FTF kun deltar i garantikonsortiet og ikke tegner, eller får tildelt verdipapirer, inntektsføres provisjonen i sin helhet. I disse tilfellene skjer inntektsføringen når det er bekreftet at garantien ikke gjøres gjeldende.

### Kapital

SPNs kapital består av innbetalt kapital (dvs. overføringer fra folketrygden m.v.) samt akkumulert resultat.

### Inntektsføringsprinsipper

Renter på verdipapirer inntektsføres etter hvert som de påløper, mens utbytte på aksjer og grunnfondsbevis inntektsføres på det tidspunkt aksjene/grunnfondsbevisene noteres ekskl. utbytte på børsen.

### Skatter

FTF er i henhold til skatteloven unntatt fra skatteplikt i Norge.

## Revisjon

 <b>Riksrevisjonen</b> <small>Offisiell revisor i henhold til Lov av 1998 om Riksrevisjonen</small>	Vår saksbehandler Per-Kristian Holte, 22 24 11 68 Vår dato 08.03.2007 Deres dato	Vår referanse L1 2007/598 PKH Arkivkode 680 Deres referanse
--	--	---

Folketrygdfondet  
Haakon VII's gate 2  
Pb 1845 Vika  
0123 Oslo

**Revisjon av Folketrygdfondets regnskap for 2006**

Riksrevisjonen har revisjonsansvaret for Folketrygdfondet og Statens pensjonsfond - Norge. Ved avslutningen av den årlige revisjonen utsteder Riksrevisjonen et avsluttende revisjonsbrev (beretning) som oppsummerer konklusjonene fra revisjonsarbeidet. Revisjonsbrevet blir først offentlig når Riksrevisjonen har rapportert om resultatene av revisjonen til Stortinget, jf lov om Riksrevisjonen § 18.

Folketrygdfondets regnskap er revidert, og Folketrygdfondets styre er orientert om resultatet av revisjonen.

Etter fullmakt

  
for Thorgunn Nordstrand  
avdelingsdirektør

  
Per-Kristian Holte  
seniorrådgiver

## Noter

### NOTE 1 – RENTEINNEKTER

Mill. kr.	2006	2005
Sertifikater (ikke-statlige)	54	73
Kontolån og stats- og statsgaranterte obligasjoner	5 719	4 890
Andre ihendehaverobligasjoner	1 063	1 046
Bankinnskudd	55	42
Andre renteinntekter	0	16
Sum	6 891	6 066

### NOTE 2 – UTBYTTE

Mill. kr.	2006	2005
Norsk aksjeportefølje	1 319	1 446
Nordisk aksjeportefølje	288	254
Kildeskatt på utbytte	- 43	- 36
Sum	1 564	1 558

### NOTE 3 – REALISERTE VERDIPAPIRGEVINSTER/-TAP

Mill. kr.	2006	2005
Sertifikater (ikke-statlige)	2	1
Kontolån og obligasjoner	2 767	376
Terminkontrakter	97	-239
Norsk aksjeportefølje	5 990	2 098
Nordisk aksjeportefølje	315	178
Sum	9 171	2 415

### NOTE 4 – ANDRE INNEKTER

Mill. kr.	2006	2005
Utlån av aksjer	6	1
Agio/disagio	10	-11
Sum	16	-10

### NOTE 5 A – LØNN OG ANNEN GODTGJØRELSE

Tall i hele tusen kr.	2006
Lønninger	16 521
Arbeidsgiveravgift	2 584
Pensjonsavgift	1 396
Sum	20 501

#### Ytelser til adm. direktør og styret

Lønn etc. til adm. direktør	709
Styrehonorar og møtegodtgjørelse	803
Sum	1 512

Adm. direktør Olaug Svarva ble ansatt 15. mai 2006. Hun har i 2006 mottatt lønn og andre ytelser for til sammen kr. 708 923,-

## NOTE 5 B – DIVERSE KOSTNADER

Mill. kr.	2006	2005
Andre driftskostnader	5,3	4,7
Depotkostnader/Årsavgift VPS	1,7	1,8
Avskrivninger	1,4	1,7
Sum	8,4	8,2

## NOTE 6 A – UREALISERTE VERDIPAPIRGEVINSTER

Mill. kr.	2006	2005
Samlede urealiserte verdipapirgevinster og årlige endringer i disse er som følger:		
Markedsverdi portefølje pr. 31. desember	104 941	186 002
Historisk kost portefølje pr. 31. desember	75 168	156 013
Urealiserte verdipapirgevinster	29 773	29 989
Endring urealiserte verdipapirgevinster i 2006	-216	

Urealiserte verdipapirgevinster pr. 31. desember 2006 fordeler seg som følger:

Mill. kr.	Kostpris	Markeds- verdi	Urealiserte gevinster 2006	Urealiserte gevinster 2005	Endring urealiserte gevinster
Kontolån	0	0	0	6 956	-6 956
Obligasjoner/sertifikater	41 998	41 533	-465	227	-692
Terminavtaler	0	0	0	-25	25
Sum rentebærende papirer	41 998	41 533	-465	7 158	-7 623
Norsk aksjeportefølje	26 224	52 471	26 247	20 381	5 866
Nordisk aksjeportefølje	6 946	10 937	3 991	2 450	1 541
Sum aksjer	33 170	63 408	30 238	22 831	7 407
Sum totalt	75 168	104 941	29 773	29 989	-216

## NOTE 6 B – FORDELING AV UREALISERTE VERDIPAPIRGEVINSTER PÅ STATENS PENSJONSFOND – NORGES KONTOLÅNS-, OBLIGASJONS- OG SERTIFIKATPORTEFØLJE PR. 31.12.2006

Mill. kr.	Pålydende	Kostpris	Markedsverdi	Urealiserte gevinster/tap
Stat	14 006	14 970	14 737	-233
Industri	8 122	8 185	8 154	-31
Kommuner og fylker	79	79	80	1
Finansforetak	18 585	18 764	18 562	-202
Sum	40 792	41 998	41 533	-465

## NOTE 7 – OPPTJENTE, IKKE FORFALTE RENTER

Mill. kr.	2006	2005
Stat	502	3 693
Privat	386	376
Sum	888	4 069

## NOTE 8 A – NORSK AKSJEPORTEFØLJE PR. 31. DESEMBER 2006

Selskap	Antall aksjer	Markedskurs	Markedsverdi (1000 kr.)	%-vis eierandel	%-vis andel av portefølje
Aceryg	14 208 600	120,00	1 705 032	7,29 %	3,25 %
Aker Kværner	110 080	778,00	85 642	0,20 %	0,16 %
Awilco Offshore	1 849 400	65,00	120 211	1,24 %	0,23 %
Bergesen Worldwide Offshore	1 585 000	26,20	41 527	0,61 %	0,08 %
Farstad Shipping	4 041 600	135,50	547 637	10,36 %	1,04 %
Fred. Olsen Energy	3 203 850	292,00	935 524	4,86 %	1,78 %
Golar LNG	2 460 900	80,50	198 102	3,74 %	0,38 %
Norsk Hydro	47 699 635	193,50	9 229 879	3,71 %	17,59 %
Petroleum Geo-Services	12 485 160	146,50	1 829 076	6,94 %	3,49 %
ProSafe	14 845 385	88,50	1 313 817	6,46 %	2,50 %
Statoil	25 601 992	165,25	4 230 729	1,18 %	8,06 %
TGS Nopec	6 850 664	129,00	883 736	6,44 %	1,68 %
<b>Totalt for Energi</b>			<b>21 120 912</b>		<b>40,25 %</b>
Norske Skog	4 160 355	107,50	447 238	2,19 %	0,85 %
Yara International	16 093 703	141,75	2 281 282	5,31 %	4,35 %
<b>Totalt for Materialer</b>			<b>2 728 521</b>		<b>5,20 %</b>
Kongsberg Gruppen	2 722 060	175,00	476 361	9,07 %	0,91 %
Odfjell A	2 086 500	115,00	239 948	3,18 %	0,46 %
Odfjell B	1 960 200	95,25	186 709	9,30 %	0,36 %
Orkla	21 025 542	353,00	7 422 016	10,09 %	14,14 %
Tomra Systems	17 636 300	43,00	758 361	10,16 %	1,45 %
Veidekke	2 600 850	237,00	616 401	9,09 %	1,17 %
Wilhelm Wilhelmsen A	918 500	237,50	218 144	2,49 %	0,42 %
Wilhelm Wilhelmsen B	610 100	218,00	133 002	4,77 %	0,25 %
<b>Totalt for Industri</b>			<b>10 050 941</b>		<b>19,16 %</b>
Ekornes	3 239 735	143,00	463 282	8,80 %	0,88 %
Expert	2 799 836	100,00	279 984	8,44 %	0,53 %
Royal Caribbean Cruises	2 651 225	259,00	686 667	1,37 %	1,31 %
Schibsted	3 563 800	223,00	794 727	5,15 %	1,51 %
<b>Totalt for Forbruksvarer</b>			<b>2 224 660</b>		<b>4,24 %</b>
Cermaq	256 700	91,00	23 360	0,28 %	0,04 %
Lerøy Seafood Group	283 400	110,00	31 174	0,66 %	0,06 %
Marine Harvest Group	94 737 125	5,70	540 002	2,73 %	1,03 %
Rieber & Søn	8 822 600	56,00	494 066	11,09 %	0,94 %
<b>Totalt for Konsumentvarer</b>			<b>1 088 601</b>		<b>2,07 %</b>
Axis-Shield	2 765 900	34,50	95 424	5,70 %	0,18 %
<b>Totalt for Helsevern</b>			<b>95 424</b>		<b>0,18 %</b>
DnB NOR	50 236 225	88,50	4 445 906	3,76 %	8,47 %
Olav Thon Eiendom	1 137 504	850,00	966 878	10,62 %	1,84 %
Sparebanken Rogaland	747 200	190,00	141 968	3,30 %	0,27 %
Storebrand	20 111 600	79,30	1 594 850	8,05 %	3,04 %
<b>Totalt for Finansielle tjenester</b>			<b>7 149 602</b>		<b>13,63 %</b>
EDB Business Partner	8 943 400	55,25	494 123	9,79 %	0,94 %
Eltek	4 690 533	61,75	289 640	9,53 %	0,55 %
Nordic Semiconductor	3 068 550	47,00	144 222	8,73 %	0,27 %
Renewable Energy Corporation	200 000	114,00	22 800	0,04 %	0,04 %
Tandberg	7 964 800	94,00	748 691	6,59 %	1,43 %
Tandberg Television	6 642 800	78,20	519 467	8,25 %	0,99 %
VMetro	2 169 300	25,40	55 100	9,44 %	0,11 %
<b>Totalt for Informasjonsteknologi</b>			<b>2 274 043</b>		<b>4,33 %</b>
Telenor	48 945 161	117,25	5 738 820	2,91 %	10,94 %
<b>Totalt for Telekomm. og tjernester</b>			<b>5 738 820</b>		<b>10,94 %</b>
<b>Sum markedsverdi</b>			<b>52 471 525</b>		<b>100,00 %</b>
Urealiserte kursgevinster/tap			26 246 881		
Bokført kostpris			26 224 644		

## NOTE 8 B – NORDISK AKSJEPORTEFØLJE PR. 31. DESEMBER 2006

Selskap	Lokal valuta	Antall aksjer	Markedskurser i NOK	Markedsverdi (1000 kr.) i NOK	Eierandel	Andel av porteføljen
Neste Oil	EUR	603 286	23,03	114 150	0,24 %	1,04 %
Totalt for Energi				114 150		1,04 %
Stora Enso R	EUR	1 834 500	12,00	180 867	0,23 %	1,65 %
Svensk Cellulose B	SEK	983 000	357,50	320 263	0,42 %	2,93 %
UPM-Kymmene	EUR	1 559 500	19,12	244 982	0,30 %	2,24 %
Totalt for Materialer				746 112		6,82 %
Assa Abloy B	SEK	2 025 600	149,00	275 054	0,55 %	2,51 %
Skanska B	SEK	817 700	135,00	100 602	0,19 %	0,92 %
Scania B	SEK	300 000	481,00	131 506	0,15 %	1,20 %
Volvo B	SEK	1 145 500	471,50	492 215	0,27 %	4,50 %
Atlas Copco A	SEK	944 400	230,00	197 953	0,15 %	1,81 %
Sandvik	SEK	3 859 500	99,50	349 971	0,33 %	3,20 %
SKF B	SEK	1 735 200	126,50	200 040	0,38 %	1,83 %
Securitas B	SEK	850 100	106,25	82 315	0,23 %	0,75 %
A.P. Møller - Mærsk B	DEK	5 369	53 200,00	314 864	0,12 %	2,88 %
Totalt for Industri				2 144 518		19,61 %
Nokian Renkaat	EUR	600 000	15,52	76 507	0,49 %	0,70 %
Electrolux B	SEK	483 400	137,00	60 354	0,16 %	0,55 %
Husqvarna B	SEK	791 800	107,00	77 211	0,28 %	0,71 %
Hennes & Mauritz B	SEK	1 374 750	346,00	433 488	0,17 %	3,96 %
Totalt for Forbruksvarer				647 560		5,92 %
Axfood	SEK	50 000	283,00	12 895	0,09 %	0,12 %
Totalt for Konsumentvarer				12 895		0,12 %
Getinge B	SEK	483 200	153,50	67 595	0,24 %	0,62 %
Astra Zeneca	SEK	80 000	367,50	26 793	0,00 %	0,24 %
Novo Nordisk B	DEK	886 150	470,50	459 605	0,13 %	4,20 %
Totalt for Helsevern				553 993		5,07 %
Danske Bank	DEK	2 802 500	251,00	775 420	0,40 %	7,09 %
Nordea	DEK	10 400 000	105,50	999 916	0,40 %	9,14 %
Skand. Enskilda Banken A	SEK	1 989 200	217,50	394 290	0,29 %	3,61 %
Svenska Handelsbk. A	SEK	2 939 000	207,00	554 431	0,45 %	5,07 %
Swedbank	SEK	1 715 200	248,50	388 435	0,33 %	3,55 %
Investor B	SEK	1 589 200	168,00	243 313	0,21 %	2,22 %
Sampo	EUR	1 278 000	20,28	212 941	0,22 %	1,95 %
Totalt for Finansielle tjenester				3 568 747		32,63 %
Ericsson B	SEK	47 004 200	27,65	1 184 430	0,29 %	10,83 %
Nokia	EUR	9 415 491	15,48	1 197 497	0,23 %	10,95 %
Totalt for Informasjonsteknologi				2 381 927		21,78 %
TeliaSonera	SEK	10 389 197	56,25	532 577	0,23 %	4,87 %
Totalt for Telekomm. og tjenester				532 577		4,87 %
Fortum	EUR	1 322 400	21,56	234 246	0,15 %	2,14 %
Totalt for Forsyningsselskaper				234 246		2,14 %
Sum markedsverdi				10 936 725		100,00 %
Urealisert kursgevinster/tap				3 990 969		
Bokført kostpris				6 945 756		

## NOTE 8 C – NORSK RENTEPORTEFØLJE PR. 31. DESEMBER 2006 INKLUSIV PÅLØPTE RENTER

Utsteder	Markedsverdi (1 000 kr.)	Utsteder	Markedsverdi (1 000 kr.)
APL ASA	60 404	Norske Skogindustrier ASA	784 741
Aasen Sparebank	25 183	Nøtterø Sparebank	80 497
Agder Energi AS	250 029	Obligasjonsforetaket I AS	50 718
Aker ASA	361 082	Obligasjonsforetaket II AS	50 931
Aker Kværner ASA	50 246	Odfjell ASA	85 971
Ankenes Sparebank	15 065	Olav Thon Eiendomsselskap ASA	221 964
Aurskog Sparebank	75 844	Orkdal Sparebank	30 224
Bank 1 Oslo AS	104 622	Orkla ASA	383 481
Bergenshalvøens Kommunale Kraftselskap AS	252 955	Prosafe ASA	21 408
Bergesen Worldwide Gas ASA	67 626	Rieber & Søn ASA	143 265
Blaker Sparebank	25 062	Romsdals Fellesbank ASA	20 689
Bolig- og Næringsbanken ASA	548 883	Rygge-Vaaler Sparebank	76 755
Bolig- og Næringskreditt ASA	1 175 440	Rørosbanken	25 119
Bud, Fræna og Hustad Sparebank	35 328	Sandnes Sparebank	232 846
Bykreditt	1 184	Sandsvær Sparebank	60 001
Deep Ocean ASA	42 196	Schibsted Finans AS	52 737
DnB NOR Bank ASA	1 662 735	Seadrill Norge AS	49 773
E-CO Energi AS	284 423	Sogn og Fjordane Energi AS	70 359
Eidsberg Sparebank	50 087	Sparebank 1 Hallingdal	65 529
Eiendomskreditt AS	106 133	Sparebanken Grenland	25 156
Eitzen Chemical ASA	49 451	Sparebanken Hardanger	50 427
Elkem ASA	112 196	Sparebanken Hedmark	339 923
Entra Eiendom	245 443	Sparebanken Midt-Norge	752 700
Fana Sparebank	172 813	Sparebanken Møre	154 736
Fokus Bank ASA	255 351	Sparebanken NOR	514 460
Fredrikstad Energi AS	71 992	Sparebanken Nord-Norge	1 559 938
Fron Sparebank	30 166	Sparebanken Pluss	186 964
GEO ASA	39 042	Sparebanken Rogaland	863 553
Gran Sparebank	50 105	Sparebanken Sogn og Fjordane	132 227
Hafslund ASA	741 938	Sparebanken Sør	237 488
Halden Sparebank	181 041	Sparebanken Telespar	40 292
Helgeland Sparebank	460 875	Sparebanken Vest	1 176 955
Hexagon Composites ASA	25 060	Sparebanken Vestfold	215 467
Holla og Lunde Sparebank	53 242	Sparebanken Volda Ørsta	100 094
Hønefoss Sparebank	50 491	Sparebanken Øst	335 618
Indre Sogn Sparebank	66 553	Stadsbygd Sparebank	35 278
Jernbanepersonalets Sparebank	75 196	Statkraft AS	807 433
Kommunalbanken AS	2 325 622	Statnett SF	151 484
Kongeriket Norge	14 936 794	Storebrand ASA	199 128
Kongsberg Gruppen ASA	218 493	Storebrand Bank ASA	1 139 623
Kragerø Sparebank	65 397	Strømmen Sparebank	40 216
Kredittforeningen for Sparebanker	187 735	Sunndal Sparebank	15 102
Kvinesdal Sparebank	55 112	Sunnhordland Kraftlag AS	277 079
Kvinnherad Sparebank	60 507	Telenor ASA	1 567 905
Kvinnherad kommune	25 057	Tinn Sparebank	50 379
Landkreditt	477 223	Tolga-Os Sparebank	25 241
Lillestrøm Sparebank	50 379	Totens Sparebank	238 277
Lom og Skjåk Sparebank	70 214	Troms Kraft AS	50 428
Lyse Energi AS	185 377	Trøgstad Sparebank	25 062
Melhus Sparebank	85 322	Tussa Kraft AS	69 470
Narvik Sparebank	93 195	VMetro	40 387
Nes Prestegjelds Sparebank	30 191	Voss Veksel- og Landmandsbank ASA	75 390
Nord-Trøndelag fylkeskommune	83 362	Wilh. Wilhelmsen ASA	230 697
Nordea	1 270 191	Østfold Energi AS	88 388
Norgeskreditt AS	19 083		
		Sum utstedere	42 434 708

## NOTE 9 – ANDRE FORDRINGER

Mill. kr.	2006	2005
Påløpt utbytte	62	29
Andre fordringer	4	0
Sum andre fordringer	66	29

## NOTE 10 – BANKINNSKUDD

Mill. kr.	2006	2005
Valutakonti	324	93
Kortsiktige plasseringer	2 896	1 152
Sum bankinnskudd	3 220	1 245

## NOTE 11 – DRIFTSMIDLER

Mill. kr.	Maskiner og inventar
Anskaffelseskost	
Anskaffelseskost pr. 31.12.2005	6,3
+ Tilgang 2006	0,9
- Avgang 2006 (tilbakeføring av nedskrivninger)	1,9
Anskaffelseskost pr. 31.12.2006	5,3
Avskrivninger	
Akkumulerte avskrivninger pr. 31.12.2005	2,6
+ Ordinære avskrivninger 2006	1,3
- Avskrivninger på avgang 2006 (tilbakeføring av nedskrivninger)	1,9
= Akkumulerte avskrivninger pr. 31.12.2006	2,0
Bokført verdi etter avskrivninger pr. 31.12.2006	3,3

## NOTE 12 – STATENS PENSJONSFOND – NORGES KAPITAL

Mill. kr.	
Statens pensjonsfond - Norges kapital fremkommer som følger:	
Overført fra folketrygden m.v. i perioden 1967-1979	11 778
Akkumulert resultat 1967-2005	179 560
Statens pensjonsfond - Norges kapital pr. 1. januar 2006	191 338
Tilbakeføring til statskassen	-101 783
Verdikorrigert resultat 2006	17 385
Staten pensjonsfond – Norges kapital pr. 31. desember 2006	106 940

## NOTE 13 – GJELD

Mill. kr.	2006	2005
Diverse gjeld (Skattetrekk, Statens Pensjonskasse etc.)	6	5
Uoppgjorte verdipapirhandler	2 171	5
Sum gjeld	2 177	10

## NOTE 14 – POSTER UTENOM BALANSEN

Mill. kr.	2006	2005
Terminforretninger	0	3 000



# Markedsutviklingen i 2006

Kapitalmarkedene var preget av stigende aksjekurser, høy oljepris og stigende renter i 2006. Dette henger sammen med fortsatt sterk vekst i verdensøkonomien, moderat inflasjon og god inntjening i næringslivet. Økende kapasitetsutnyttning og ønsket om å motvirke sterkere prisvekst fikk flere sentralbanker til å heve styringsrentene.

I USA steg bruttonasjonalproduktet med 3,3 prosent sammenliknet med 2005. En betydelig økning i næringslivets investeringer bidro til oppgangen, mens svikten i boligbyggingen i 2. halvår dempet veksten. Stigende sysselsetting og sterkere lønnsvekst førte til at det privatekonsumetgagodevekstimpulser.

I Asia var den økonomiske veksten sterk. Bruttonasjonalproduktet i Japan økte de tre første kvartalene med 2,2 prosent i forhold til samme periode året før. I 2005 var veksten 1,8 prosent. I Kina økte bruttonasjonalproduktet med 10,7 prosent, mot litt under 10 prosent det foregående år.

I EMU-området tok veksten seg merkbart opp. Bruttonasjonalproduktet steg med 2,8 prosent sammenliknet med 2005. Året før var stigningen 1,5 prosent. Det var særlig investeringene som førte an i oppsvinget. Ikke minst var tysk økonomi i fremgang.

Også i de nordiske landene økte veksttakten. For Finland og Sverige var dette

merkbart, der bruttonasjonalproduktet i årets tre første kvartaler steg med henholdsvis 5,6 og 4,7 prosent sammenliknet med året før. I Danmark var veksten på litt over 3 prosent, omlag det samme som i 2005.

For Norge ble 2006 tredje år på rad med sterk økonomisk oppgang. Bruttonasjonalproduktet for fastlandsøkonomien økte med 4,7 prosent. Nesten alle etterspørselskomponenter ga sterke vekstimpulser. Den meget sterke økningen i næringslivets investeringer både i oljesektoren og i fastlandsøkonomien var bemerkelsesverdig. Oppgangen førte til en merkbart tilstrømming i arbeidsmarkedet. Konsumprisstigningen, bortsett fra energivarer og avgifter, ble meget moderat med 0,75 prosent.

Prisutviklingen internasjonalt ble sterkt påvirket av høye råvarepriser samt høye og volatile energipriser. Mot slutten av året førte lavere energipriser til lavere konsumprisvekst både i USA og Europa. Høy kapasitetsutnyttning og stigende lønninger ga likevel grunnlag for et

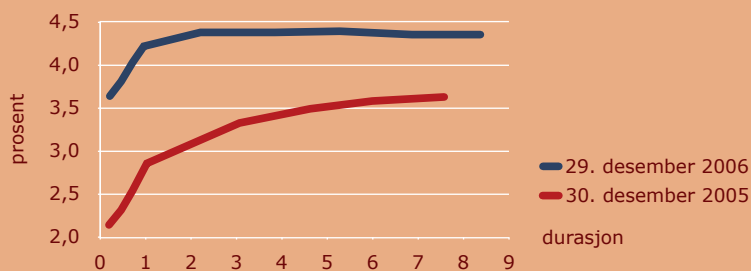
underliggende prispress i amerikansk økonomi. I USA steg kjerneinflasjonen fra 2,1 prosent til 2,6 prosent i løpet av 2006. I Eurosonen var det en tilsvarende stigning fra 1,3 prosent til 1,6 prosent.

## Rentemarkedet

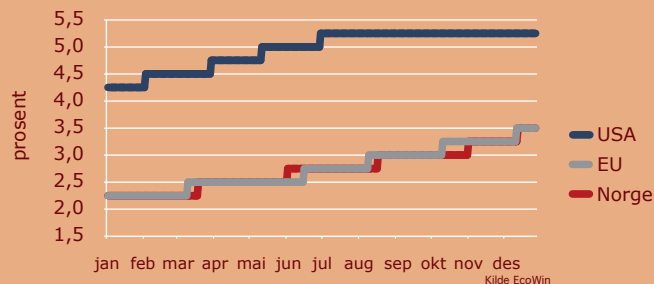
Internasjonale obligasjonsrenter viste relativt store svingninger, og endte på et høyere nivå enn ved inngangen til året. Renteoppgangen henger blant annet sammen med en god vekst i verdensøkonomien og stigende sentralbankrenter. I USA steg 10-årsrenten fra 4,40 prosent til 4,70 prosent i løpet av året, etter å ha vært oppe i 5,25 prosent i juni. Den lange renten i Tyskland steg fra 3,30 prosent til 3,96 prosent og var på det høyeste oppe i 4,14 prosent. I Norge endte 10-årsrenten på 4,36 prosent etter å ha vært oppe i 4,45 prosent i juni, mens den ved starten av året lå på 3,64 prosent.

Et stigende kortrentenivå bidro til ytterligere utflatning av avkastningskurvene. I USA inverterte kurven, og ved utgangen av året lå den korte 3-månedersrenten

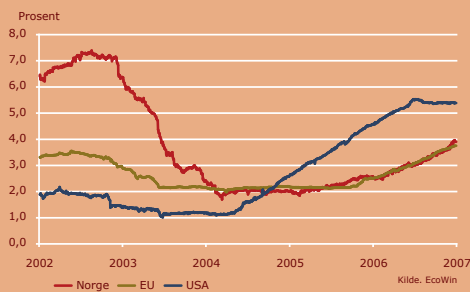
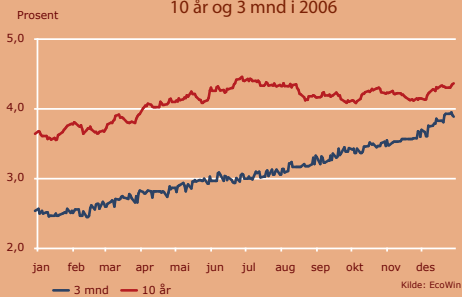
Avkastningskurve norsk stat



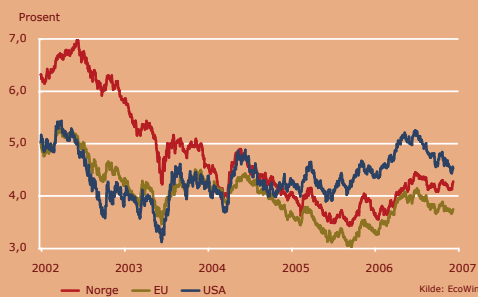
Utviklingen i sentralbankenes signalrenter i 2006



3-måneders pengemarkedsrente 2002–2006

Utviklingen i det norske rentemarkedet  
10 år og 3 mnd i 2006

10-års statsrente 2002–2006



0,66 prosentpoeng over 10-årsrenten. Deflateavkastningskurveneskyldes flere forhold. De viktigste er forventninger om lavere inflasjon, lavere volatilitet i de økonomiske syklene og høy finansiell sparing i OPEC-landene, Europa og Asia. Høy sparing i selskapssektoren har også bidratt til å redusere tilbudet av kredittobligasjoner. Økt globalisering har trolig bidratt til å bremse inflasjonen og øke produktiviteten globalt. Omlegginger i regnskapsprinsippene for pensjonsforvaltning i Europa kan også ha ført til større etterspørsel etter obligasjoner og dermed bidratt til å bremse renteoppgangen for lange obligasjoner. De norske obligasjonsrentene har i hovedsak svingt i takt med tilsvarende renter i Europa. Dette reflekterer delvis at Norges Bank gjennom 2003 og 2004 senket signalrenten ned til europeisk nivå og uttalte at det utenlandske rentenivået ville ha stor betydning ved fastsettelse av renten i Norge. Den norske 10-årsrenten fulgte imidlertid ikke med i den internasjonale rentenedgangen utover i annet halvår, men var med på renteoppgangen mot slutten av året. Fra en rentedifferanse mot Tyskland på 0,06 prosentpoeng i april økte forskjellen til 0,53 prosentpoeng i midten av desember. Ved slutten av året var rentedifferansen til 10-års tysk obligasjonsrente 0,40 prosentpoeng.

Utviklingen i finansmarkedene har de siste årene gått i retning av at sentralbankrentene i økende grad fastsettes slik at inflasjonsforventningene skal holdes

stabile, helst i området 1-3 prosent, og at sentralbankene lar valutakursene flyte fritt. Videre tilpasses gjennomføringen av pengepolitikken slik at renten som hovedregel endres gradvis for å unngå store sprang. Det innebærer at det må forventes en større grad av konvergens i renteutviklingen, og at norsk rentenivå vil fortsette å svinge i takt med internasjonale renter.

#### Aksjemarkedet

Det norske aksjemarkedet var preget av høy oljepris og god inntjening i 2006. Den sterke kursoppgangen fra 2005 fortsatte. Det var en sterk begynnelse og en sterk avslutning på året, mens markedet viste relativt flat utvikling fra mai til oktober. Oppgangen frem til starten av mai var preget av oppjustering av inntjeningsestimater, kursoppgang innen energisektoren og økende oppkjøpsaktivitet. Aksjemarkedet korrigerte ned cirka 17 prosent i mai etter at den amerikanske sentralbanken satte opp renten og varslet flere renteøkninger. Etter dette var aksjemarkedet flatt frem til starten av oktober, trass i at oljeprisen steg til over 75 dollar per fat. Avmatning i det amerikanske boligmarkedet skapte frykt for negative makroøkonomiske utsikter. Etter hvert kom sterkere vekstimpulser fra Europa og Asia, og inntjeningsstallene for tredje kvartal ble bedre enn forventet. I begynnelsen av oktober startet en ny periode med kursoppgang. Perioden varte resten av året og var preget av sterk utvikling i hele markedet. Hovedindeksen på Oslo Børs

avsluttet året på 440,36, og steg dermed med 32,40 prosent i 2006. De fem siste årene har aksjekursene hatt en oppgang på hele 163 prosent totalt.

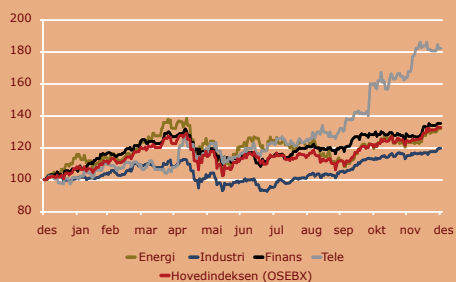
Av delindeksene på Oslo Børs steg telekommunikasjon, forsyningsselskaper og finans mest med henholdsvis 81,4 prosent, 65,8 prosent og 34,9 prosent. Forbruk, it og helsevern hadde svakest indeksutvikling med henholdsvis 8,5 prosent, 10,8 prosent og 18,6 prosent.

Sammenliknet med øvrige nordiske børser viste Oslo Børs en utvikling som er betydelig bedre enn de andre nordiske markedene målt i lokal valuta. I Norden hadde Danmark den svakest kursutviklingen med en oppgang i KBX-indeksen på 15,3 prosent. Den svenske SBX-indeksen steg med 25,4 prosent, mens den finske HEX-indeksen steg med 17,9 prosent. Den nordiske indeksen FTSE Norex 30 steg med 15,7 prosent.

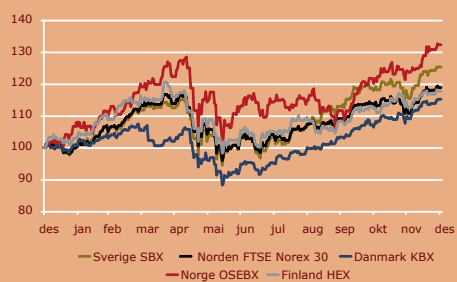
Også sammenliknet med internasjonale aksjemarkeder hadde Oslo Børs en sterk utvikling. Den bredt sammensatte indeksen S&P 500 steg med 13,6 prosent og Dow Jones steg med 16,3 prosent. Den teknologidominerte indeksen NASDAQ steg med 9,5 prosent. Det europeiske markedet målt ved FTSE Eurotop 300 steg med 16,3 prosent, mens japanske Nikkei steg med 6,9 prosent.

Antallet børsnoterte selskaper har økt i 2006. Ved slutten av året var 229 sel-

Oslo Børs hovedindeks og delindekser 2006



De nordiske aksjeindeksene 2006 i lokal valuta



Oslo Børs hovedindeks og utenlandske aksjemarkeder 2006 i lokal valuta



skaper notert på Oslo Børs mot 219 ett år før. Den totale kapitaliserte verdien av disse selskapene utgjorde 1 915 mrd. kroner ved utgangen av 2006. Det ble emittert aksjer for i alt 56,9 mrd. kroner, mot 28,4 mrd. kroner året før. Totalomsetningen for Oslo Børs beløp seg til 2 585,2 mrd. kroner. Den gjennomsnittlige daglige omsetning økte fra i underkant av 6 mrd. kroner til 10,3 mrd. kroner.

Eiersammensetningen på Oslo Børs ble lite endret i året som gikk. Statens eierandel ble redusert fra 34,4 prosent til 31,6 prosent. Utlendingenes eierandel økte fra 37,1 prosent til 39,7 prosent. Private pensjonsfond (inkludert livsfor-sikrings-selskaper) redusertesineierandel fra 2,4 prosent til 1,9 prosent. Aksje-fondenes andel ble redusert fra 3,9 prosent til 3,8 prosent. Privatpersoner reduserte sin eierandel fra 4,7 prosent til 3,7 prosent. Eierandelen til gruppen "andre selskaper" økte fra 15,6 prosent til 17,5 prosent.

# Porteføljeutvikling, avkastning og risiko

## Mandat

Lov om Statens pensjonsfond trådte i kraft ved inngangen til 2006. Statens pensjonsfond er en overbygging av Statens pensjonsfond – Utland og Statens pensjonsfond – Norge. Etter pensjonsfondsloven har Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland utføres av Norges Bank, mens Statens pensjonsfond – Norge forvaltes av Folketrygdfondet.

Etter innføringen av pensjonsfondsloven er Statens pensjonsfond – Norge et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet, og Folketrygdfondet er en forvaltningsorganisasjon som i eget navn videreplasserer dette innskuddet i finansielle instrumenter.

Retningslinjene for plassering av Statens pensjonsfond – Norge er regulert i forskrift av 15. desember 2006 nr. 1419. Finansdepartementet har gjennom forskriften fastsatt de overordnede plasseringsrammene for Statens pensjonsfond – Norge, mens referanseporteføljen for måling av avkastning og risiko fastsettes av Folketrygdfondets styre. Forskriften trådte i kraft 1. januar 2007 og erstatter "Regler for administrasjon av Folketrygdfondet og om forvaltning av midlene, revisjon m.v." fastsatt av Stortinget.

Midlene i Statens pensjonsfond – Norge var i 2006, i henhold til det gamle reglementet, plassert i aksjer notert på norsk børs eller på børs i Danmark, Finland eller Sverige innenfor en ramme på 20 prosent av forvaltningskapitalen (målt til anskaffelseskost). Plasseringen i aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige (nordiske aksjer) kunne ikke samlet overstige 20 prosent av rammen for aksjeplasseringer (dvs 4 prosent av den samlede kapitalen). Det var videre fastsatt at ikke-statlige papirer

maksimalt kunne utgjøre 35 prosent av kapitalen.

Folketrygdfondets styrefastsatte for 2006 en referanseportefølje for hele Statens pensjonsfond – Norge som var basert på referanseporteføljene for henholdsvis norske aksjer, nordiske aksjer og renter. De ulike aktivklassenes andeler av totalreferanseporteføljen målt til markedsverdi ble fastsatt slik at aksjer utgjorde 22,5 prosent i 1. halvår 2006. I 2. halvår 2006 ble aksjeandelen økt til 25 prosent, som en tilpasning til den nye forskriften som trådte i kraft fra 1. januar 2007. Nordiske aksjer utgjorde hhv. 3,5 prosent og 4 prosent i 1. halvår og 2. halvår. Andelen renter var 77,5 prosent i 1. halvår og 75 prosent i 2. halvår. Andelen ble rebalansert ved inngangen til hvert kvartal, men fulgte markedsutviklingen gjennom kvartalet. På grunn av at rammene for forvaltningen var gitt i henhold til anskaffelseskost, var aksjeandelen til referanseporteføljen fastsatt høyere enn den bokførte aksjerammen på 20 prosent. For perioden etter 7. desember 2006 fastsatte Folketrygdfondets styre at andelen norske og nordiske aksjer for referanseporteføljen skulle være lik den faktiske andelen i porteføljen til Statens pensjonsfond – Norge resten av 2006. Dette henger sammen med bortfallet av kontolånsordningen som er omtalt i egen faktaboks.

For plasseringer i norske aksjer og andreegenkapitalinstrumenter fastsatte Folketrygdfondets styre hovedindeksen ved Oslo Børs (OSEBX) som referanseportefølje.

For den nordiske aksjeporteføljen ble det fastsatt at indeksen FTSE NOREX 30 skulle være utgangspunkt for referanseporteføljen frem til utgangen av 2006. Norske selskaper som inngikk i indeksen, ble ekskludert ved beregningen av referanseporteføljen.

Med de plasseringsrammene som var gitt for Pensjonsfondets investeringer i renteinstrumenter, var det ingen enkeltstående markedsindeks som kunne utgjøre en naturlig og egnet referanseramme. For den statlige delen av renteporteføljen fastsatte styret at Statsobligasjonsindeks 5 år (ST5X) skulle være referanseportefølje. For den ikke-statlige delen av renteporteføljen ble det fastsatt en kombinasjon av tre referanseindekser utarbeidet av DnB Markets. Som følge av avviklingen av kontolånsordningen fastsatte styret en egen referanseportefølje for private renteplasseringer for perioden etter 7. desember 2006 og ut året, som i størst mulig grad ga uttrykk for rentebindingen i den private renteporteføljen. Vektingen av stat og privat i rentereferanseporteføljen avviker også etter 7. desember 2006 fra sammenstillingen i figuren som viser referanse-

Referanseportefølje Statens pensjonsfond - Norge 2006

Totalreferanseportefølje	1. halvår 2006	2. halvår 2006
— Norske aksjer (OSEBX)	19,0 %	21,0 %
— Nordiske aksjer (FTSE NOREX 30)	3,5 %	4,0 %
— Renterreferanseportefølje	77,5 %	75,0 %
— Statsobligasjonsindeks 5 år (ST5X)	62,5 %	61,0 %
— DNB Markets Money Markets 3 m	6,0 %	5,6 %
— DNB Markets Money Markets 2 y	4,5 %	4,2 %
— DNB Markets Money Markets 3 y	4,5 %	4,2 %

porteføljen 2006 ved at statsandelen ble fastsatt lik den faktiske andelen i renteporteføljen.

#### Porteføljeutviklingen og avkastningen i 2006

Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Norge var 106 940 mill. kroner ved utgangen av 2006. Det var en nedgang på 84 398 mill. kroner fra inngangen til året. Det ble i 2006 tilbakeført 101 783 mill. kroner til statskassen (se faktaboks om avvikling av kontolånsordningen). Kapitalen har blitt belastet med administrasjons- og forvaltningskostnader på 41 mill. kroner. Det gir en brutto avkastning fra investeringene på 17 426 mill. kroner. Målt i prosent tilsvarer det en avkastning på 11,1 prosent. Det er 1,11 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljens avkastning for hele 2006. Administrasjons- og forvaltningskostnadene for 2006 utgjorde omlag 0,02 prosent av kapitalen forut for avvikling av kontolånsordningen og nær 0,04 prosent av kapitalen etter.

Meravkastning kan deles opp i to hoveddeler, allokering og seleksjon. Allokering er meravkastning som følger av høyere vekt (lavere vekt) til en aktivaklasse som har bedre (dårligere) avkastning enn referanseporteføljen. Seleksjoner bidraget fra de enkelte aktivaklasser som følge av bedre avkastning for aktivaklassen enn aktivaklassens referanseportefølje.

Av meravkastningen for 2006 på 1,11 prosent oppstod 0,52 prosentpoeng i perioden etter avviklingen av kontolånsordningen (7. desember 2006) og 0,59 prosentpoeng i perioden før avviklingen.

I perioden før avviklingen av kontolånsordningen kan meravkastningen tilskrives allokering som følge av høyere aksjeandel i porteføljen enn i referanseporteføljen. Allokering bidro med 0,60 prosentpoeng til meravkastningen på 0,59 prosent. Bedre avkastning i renteporteføljen enn for rente-referanseporteføljen bidro også positivt i denne perioden med 0,39 prosentpoeng, men dette ble motvirket av svakere

avkastning i aksjeporteføljene enn de to aksjeindeksene i perioden. Totalt ble bidraget fra seleksjon frem til 7. desember 2006 derfor negativt med -0,01 prosentpoeng.

I perioden etter avviklingen av kontolånsordningen er det ikke noe bidrag fra allokering, fordi referanseporteføljen fra 7. desember 2006 og ut året ble fastsatt til å ha samme aktivasammensetning som den faktiske porteføljen. Hele meravkastning på 0,52 prosent for perioden etter 7. desember 2006 kan derfor henføres til seleksjon. En stor andel av seleksjonsbidraget (0,44 prosentpoeng) kommer fra norske aksjer som i perioden etter 7. desember 2006 oppnådde en avkastning som var bedre enn referanseporteføljen OSEBX. Også nordiske aksjer (0,03 prosentpoeng) og renter (0,05 prosentpoeng) bidro positivt til seleksjonsbidraget etter 7. desember 2006. I perioden etter 7. desember var aksjeandelen, både i porteføljen og i referanseporteføljen, mer enn dobbeltså stor som i perioden før avviklingen av

#### Avvikling av kontolånsordningen

Kontolån er innskudd i statskassen som Folketrygdfondet i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge har benyttet som plasseringsform. Reglementet som gjaldt for Folketrygdfondet inntil 31. desember 2006 og utfyllende regler gitt av Finansdepartementet ga en øvre grense for beholdning av verdipapirer utstedt av privat sektor, dvs aksjer og rentepapirer, på 35 prosent av bokført kapital. Den resterende kapitalen, foruten markedsomsatte statspapirer som maksimalt kunne utgjøre 5 mrd. kroner, måtte plasseres i kontolån.

Kontolånsbetingelsene var knyttet opp til markedsbetingelsene for statsobligasjoner og statskasseveksler slik de ble priset på Oslo Børs.

Stortinget vedtok i desember 2006, ved behandlingen av St. prp. nr. 31 (2006-2007) Ny saldering av statsbudsjettet 2006, at

kontolånen til Statens pensjonsfond – Norge skulle innløses og at deler av beløpet skulle tilbakeføres fra fondet til statskassen og deler av beløpet skulle konverteres til ordinære omsettelige statspapirer.

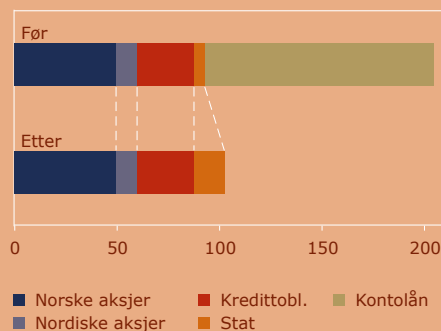
Konverteringen og nedskrivningen skjedde gjennom tre transaksjoner i desember 2006:

- Innløsning av fondets kontolån til statskassen til markedsverdi
- En rettet emisjon av statspapirer til fondet med markedsverdi lik det beløpet som ble konvertert
- Tilbakeføring av kapital fra fondet til statskassen, tilsvarende markedsverdien av kontolånene minus markedsverdien av den rettede emisjonen

De tre transaksjonene ble gjennomført med oppgjør 29. desember 2006 og gikk beløpsmessig mot hverandre, slik at det ikke skjedde noen betaling mellom statskassen og Statens pensjonsfond – Norge. Størrelsen på markedsverdien ble fastlagt 7. desember

2006 lik gjenstående kjøpskurs på Oslo Børs for de ulike statsobligasjoner som de respektive kontolån skygget betingelsene til. I alt ble det innløst kontolån for 111,8 mrd. kroner. Den rettede emisjonen skjedde også til kjøpskurs 7. desember 2006 og var i alt på 10 mrd. kroner, slik at det beløp som ble tilbakeført statskassen var 101,8 mrd. kroner.

Effekt av nedskrivning av kontolån og emisjon av statsobligasjoner



	Bidrag	fra allokering	fra seleksjon	Meravkastning innenfor aktivaklassen
<b>31.12.2006 - 07.12.2006</b>				
Norske aksjer	0,05	0,39	-0,34	-1,33
Nordiske aksjer	0,00	0,06	-0,06	-1,41
Renter	0,54	0,15	0,39	0,52
Samlet	0,59	0,60	-0,01	
<b>07.12.2006 - 31.12.2006</b>				
Norske aksjer	0,44	0,00	0,44	0,86
Nordiske aksjer	0,03	0,00	0,03	0,27
Renter	0,05	0,00	0,05	0,09
Samlet	0,52	0,00	0,52	
<b>2006</b>				
Norske aksjer	0,49	0,39	0,10	-0,36
Nordiske aksjer	0,03	0,06	-0,03	-1,16
Renter	0,59	0,15	0,44	0,61
Samlet	1,11	0,60	0,51	

kontolånsordningen. Meravkastningen i aksjeporteføljene etter 7. desember 2006 får dermed dobbelt vekt i forhold til mindre avkastningen i perioden frem til 7. desember 2006. Dette innebærer at norske aksjer bidro positivt til meravkastningen for 2006, selv om den norske aksjeporteføljen hadde en svak mindravkastning i forhold til OSEBX.

#### Renteinstrumenter

Markedsverdien av renteporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge beløp seg ved siste årsskifte til 45 640 mill. kroner. Dette er 95 101 mill. kroner mindre enn ved utgangen av 2005. Det ble tilbakeført 101 783 mill. kroner til statskassen som følge av avvikling av kontolånsordningen. Renteporteføljen ble i tillegg netto tilført 2 409 mill. kroner fra den norske aksjeporteføljen i 2006. Resulta-

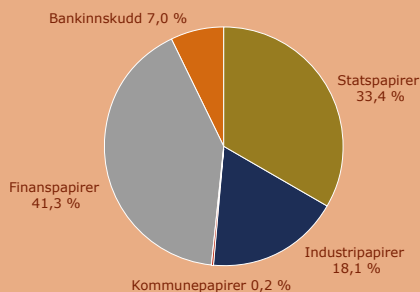
tet for renteporteføljen ble 2 134 mill. kroner. Det tilsvarer en avkastning på 1,33 prosent. Avkastningen for rente-referanseporteføljen var 0,72 prosent, slik at meravkastningen for renteporteføljen var 0,61 prosent.

Ved inngangen til 2006 var renterisikoen i porteføljen målt som gjennomsnittlig tid til forfall (durasjon) 3,2 år. Referanseporteføljens durasjon var omlag 4,3 år. Renteporteføljens renterisiko var dermed lavere ved starten av året enn referanseporteføljens renterisiko. Utover året økte korte renter i Norge i takt med renteøkningene til Norges Bank. Også lange renter i Norge økte, bl.a. som følge av internasjonal renteoppgang. Fordi verdien av obligasjoner beveger seg i motsatt retning av renteendringer, førte høyere lange renter i 2006 til et større

verdifall for referanseporteføljen enn for renteporteføljen. Annen renterisiko i renteporteføljen enn referanseporteføljen forklarer omlag 0,53 prosentpoeng av meravkastningen. Etter hvert som lange renter økte utover i 2006, reduserte Folketrygdforvaltningen av renteporteføljen gradvis durasjonsavviket i forhold til referanseporteføljen. I siste kvartal frem til avvikling av kontolånsordningen var durasjonen til renteporteføljen på omlag samme nivå som for referanseporteføljen.

Referanseporteføljen inneholder ikke kredittrisiko utover bankenes swaprenter. I renteporteføljen tas det kredittrisiko utover risikoen i swaprentene. Dette bidro til meravkastning for hele renteporteføljen med omlag 0,08 prosentpoeng i 2006.

Renteporteføljens sammensetningen 31.12.2006





Sammensetningen av renteporteføljen utenom statlige papirer bestemmes i hovedsak av tilgjengeligheten av verdi-papirer samt en vurdering av om den forventede avkastningen står i et rimelig forhold til den risiko som plasseringene representerer i forhold til statsplasseringer. Folketrygdfondet har i forvaltningen av renteporteføljen valgt å konsentrere den ikke-statlige delen av renteporteføljen til utstedere innenfor de beste risikoklassene (investment grade). En mindre del av porteføljen har imidlertid blitt plassert i rentepapirer utstedt av selskaper som ikke har en kredittvurdering tilsvarende investment grade. De siste årene har emitteringen av rentepapirer fra selskaper som i gjeldssammenheng benevnes å ha spekulative egenskaper (high-yield) vært økende. Økningen har vært spesielt stor innenfor offshoresegmentet. Denne økningen reflekteres ikke i særlig grad i renteporteføljen.

Etter utviklingen av kontolånsordningen er statspapirer forbigått av finanssektoren som den største sektoren i renteporteføljen med en andel på 43,3 prosent ved utgangen av 2006.

Likviditeten i forvaltningen varierer gjennom året i henhold til rente- og forfallsstrukturen i renteporteføljen, utbytteriaksjeporteføljene og gjennomføringen av investeringsstrategien for aksjer og renter. Overskuddslikviditeten blir i hovedsak plassert i interbankmarkedet.

#### Norske aksjer

Markedsverdien av den norske aksjeporteføljen til Statens pensjonsfond

– Norge var ved utgangen av 2006 på 52 471 mill. kroner. Dette var 10 576 mill. kroner høyere enn året før. I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge overførte Folketrygdfondet netto 2 567 mill. kroner fra den norske aksjeporteføljen til den nordiske aksjeporteføljen og renteporteføljen. Denne overføringen må sees i lys av at rammene for forvaltningen er fastsatt til anskaffelseskost. Uten overføringen fra den norske aksjeporteføljen ville aksjerammen vært brutt.

Resultatet for den norske aksjeporteføljen i 2006 ble 13 175 mill. kroner. Dette tilsvarer en avkastning på 32,08 prosent. Hovedindeksen på Oslo Børs oppnådde i 2006 en avkastning på 32,44 prosent. Det gir en mindreavkastning på 0,36 prosentpoeng for den norske aksjeporteføljen.

#### Bidrag til mer-/mindreavkastning i den norske aksjeporteføljen i prosentpoeng

General Electric	-1,87
DNO	1,02
Aker Kværner	-0,93
Seadrill	-0,80
Statoil	0,72
Olav Thon	0,65
PGS	-0,63
FAST	0,60
Stolt-Nielsen	0,58
Norske Skog	0,50
Selskap 11-40	-0,20
Sum	-0,36

De viktigste enkeltbidragene til mindreavkastningen for den norske aksjeporteføljen var General Electric med et

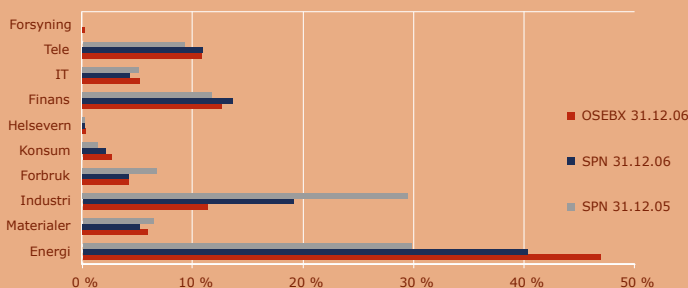
bidrag på -1,87 prosentpoeng og Aker Kværner med et bidrag på -0,93 prosentpoeng. DNO, som ikke inngikk i porteføljen, trakk indeksen ned og bidro dermed positivt med 1,02 prosentpoeng til differanseavkastningen.

I den norske aksjeporteføljen har selskaper som inngår i energisektoren økt sin relative andel fra 29,8 til 40,3 prosent av porteføljens markedsverdi. Årsaken til endringen er at Folketrygdfondet netto kjøpte energiaksjer for 3,9 mrd. kroner i 2006. De største kjøpene var i Statoil, Acergy og PGS med omlag 1,3 mrd. kroner i hver. Andre store endringer innenfor energisektoren var Smedvig, som ble kjøpt opp av Seadrill og tatt av børs tidlig på året.

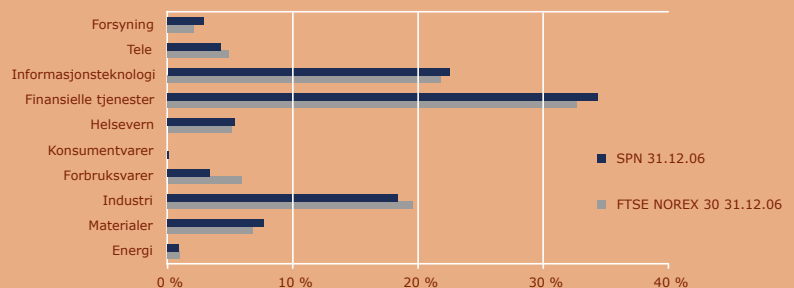
Den andre store endringen på sektorbasis var i industrisektoren, hvor andelen ble redusert fra 19,1 prosent til 11,3 prosent av den norske aksjeporteføljen. Som følge av oppkjøpet av Amersham i 2004 fikk Folketrygdfondet oppgjør i det amerikanske selskapet General Electric. Disse aksjene ble solgt i 2006 og innbragte i alt 2,6 mrd. kroner. I Orkla, som også inngår i industrisektoren, ble det solgt aksjer for nær 700 mill. kroner. De tre største endringene i den norske aksjeporteføljen utenfor energi- eller industrisektoren var kjøp i DnB NOR på nær 1 250 mill. kroner, salg i Storebrand på nær 600 mill. kroner og salg i Telenor på omlag 850 mill. kroner.

Ved årets slutt var det investert i 40 selskaper i den norske aksjeporteføljen, og det er det samme som i fjor. I alt ble det

Den norske aksjeporteføljens sammensetning 2006



Den nordiske aksjeporteføljens sammensetning 31.12.2006





tatt inn seks nye selskaper og det ble solgt ut seks selskaper i porteføljen i 2006. Det var i tillegg en økning på ett selskap som følge av fisjon og en reduksjon på ett selskap som følge av fusjon.

Målt etter markedsverdi svarte de ti største plasseringene for 74,2 prosent av den norske aksjeporteføljen ved utgangen av året. Det er omlag det samme som ett år tidligere. De ti største selskapenes andel av hovedindeksen utgjorde 66,3 prosent ved utgangen av året.

#### Nordiske aksjer

Markedsverdien av den nordiske aksjeporteføljen til Statens pensjonsfond – Norge var, ved utgangen av 2006 på 10 937 mill. kroner. Dette var 2 258 mill. kroner høyere enn ved utgangen av 2005. I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge overførte Folketrygdfondet netto 157 mill. kroner fra den norske aksjeporteføljen til den nordiske aksjeporteføljen i løpet av 2006.

Resultatet for porteføljen av nordiske aksjer i 2006 ble 2 117 mill. kroner. Det ga en avkastning på 24,16 prosent i 2006. Målt mot referanseindeksen, som hadde en avkastning på 25,31 prosent, var mindreakkastningen 1,16 prosent.

Av mindreakkastningen kan omlag 0,35 prosentpoeng henføres til at indeksevenleverandøren behandlet to svenske fisjoner annerledes enn det som var tilfelle for investorer som var aksjonær både før og etter gjennomføringen av fisjonene. De to aktuelle fisjonene ble også behandlet annerledes av indeksevenleverandøren enn den svenske børsen gjorde i produksjon av svenske børsindekser. I 2005 var det tilsvarende en meravkastning på 0,3 prosentpoeng som følge av slike selskapshendelser. Det største bidraget til mindreakkastning kom utover dette fra det danske selskapet A.P. Møller – Maersk med 0,32 prosentpoeng.

Den nordiske aksjeporteføljen omfattet investeringer i 32 selskaper ved utgangen av 2006, mens det inngikk 24 selskaper i referanseporteføljen.

#### Avkastningsutviklingen over flere år

I avkastningsberegningene er det for perioden 1998–2006 beregnet daglig avkastning for alle delporteføljene som er geometrisk sammenvektet. Avkastningstallene for denne niårsperioden er beregnet i henhold til GIPS (Global Investment Performance Standards), som er en internasjonal standard for avkastningsmåling. Revisjonsfirmaet Ernst & Young har verifisert at Folketrygdfondet etterlever GIPS-regelverket. På Folketrygdfondets nettsider [www.ftf.no](http://www.ftf.no) er egne GIPS-rapporter vist, inkludert datagrunnlaget og beregningsmessige forutsetninger.

For renteporteføljen og totalporteføljen opphørte avkastningsrapporteringen i selve GIPS-rapportene 7. desember 2006, fordi avviking av kontolånsordningen medførte betydelige endringer i mandatet. Sammenligninger med perioden før og etter avviking av kontolånsordningen avkastningsmessig og risikomessig er ikke relevant på grunn av de store endringene i aktivasammensetningen som avviking av kontolånsordningen innebar. I tabellen over avkastningen for flerårsperioder er avkastningen for hele 2006 likevel tatt med.

I avkastningstallene for 2004 er avkastningen for den norske aksjeporteføljen påvirket av at fondet måtte betale kildeskatt på utbytte fra GE. I 2005 ble deler av kildeskatten for 2004 refundert som følge av at skatteavtalen med USA fritar fondet fra å betale kildeskatt til USA. Dette påvirket avkastningen for 2005 positivt med 0,01 prosentpoeng. Restende del av betalt kildeskatt fra utbytte på GE forventes refundert i 2007.

I tiårsperioden 1997–2006 oppnådde Folketrygdfondet i forvaltningen av den norske aksjeporteføljen gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,53 prosentpoeng sammenlignet med utviklingen i referanseindeksen. For femårsperioden, og for kortere tidsperioder, var det en mindreakkastning.

I tråd med prinsippene for avkastningsrapportering i henhold til GIPS blir tvangsinnløste aksjer tatt ut av porteføljen til den tvangsinnløste verdien. Oppgjør etter rettslig avklaring inntas på ny i porteføljen som et innskudd. Verdiutviklingen i tiden mellom tvangsinnløsning og endelig oppgjør etter avklart rettslig status påvirker ikke avkastningsmålingen. I 2000 ble aksjeholdningen i Aker RGI tvangsinnløst. I desember 2005 ble endelig oppgjør for de tvangsinnløste aksjene mottatt. Dersom effekten av høyere verdi for de tvangsinnløste aksjene fra Aker RGI tas med i avkastningsberegningene, øker meravkastningen for norske aksjer i tiårsperioden 1997–2006 med 0,03 prosentpoeng.

Fra 2005 er referanseporteføljen for nordiske aksjer beregnet slik at kildeskatt på utbytte til de aktuelle landene tas hensyn til. I tabellen for gjennomsnittlige tidsvektede avkastningsrater er effekten av kildeskatt på utbytte for årene 2002–2004 samt effekten av kurtasje forbundet med å bygge opp den nordiske aksjeporteføljen opp mot rammen på 1 prosent i 2001 og videre fra 1 til 4 prosent i 2003 vist. For hele perioden siden Folketrygdfondet startet opp med investeringer i nordiske aksjer har bidraget til verdiskaping utover indeksens avkastning vært negativt med 0,09 prosent som årlig gjennomsnitt.

For tiårsperioden 1997–2006 har gjennomsnittlig årlig mindreakkastning for renteporteføljen vært 0,33 prosentpoeng.

For totalporteføljen var avkastningen for tiårsperioden 1997–2006 som et årlig gjennomsnitt 0,21 prosentpoeng lavere enn totalreferanseporteføljens avkastning.

#### Risiko og risikojustert avkastning

Det kan benyttes ulike metoder for beregning av risiko knyttet til investeringer. I dagligtale omtales ofte begrepet risiko som faren, eller sannsynligheten, for at noe kan gå galt. For Statens pensjonsfond – Norge er nivået på risikoen

Årlig avkastning for Statens pensjonsfond – Norge (SPN) og referanseporteføljene

År	Norske aksjer		Renter		Nordiske aksjer		Totalporteføljen	
	SPN	Ref.port	SPN	Ref.port	SPN	Ref.port	SPN	Ref.port
2006	32,08 %	32,44 %	1,33 %	0,71 %	24,16 %	25,30 %	11,10 %	9,97 %
2006GIPS*	32,08 %	32,44 %	1,35 %	0,83 %	24,16 %	25,30 %	6,84 %	6,25 %
2005	31,86 %	40,48 %	2,80 %	3,67 %	25,07 %	24,52 %	9,04 %	10,83 %
2004	36,49 %	38,45 %	5,16 %	7,18 %	18,92 %	19,61 %	10,61 %	12,88 %
2003	46,98 %	48,40 %	11,06 %	12,24 %	45,05 %	46,39 %	16,20 %	17,90 %
2002	-27,48 %	-31,09 %	8,78 %	8,75 %	-43,53 %	-43,55 %	1,85 %	1,37 %
2001	-9,58 %	-15,64 %	6,62 %	6,84 %	-9,68 %	-9,56 %	4,06 %	3,01 %
2000	7,07 %	-1,68 %	6,14 %	5,64 %			6,33 %	4,43 %
1999	35,36 %	45,54 %	4,72 %	4,55 %			8,74 %	9,88 %
1998	-23,12 %	-26,65 %	3,94 %	4,12 %			0,01 %	-1,26 %
1997	25,92 %	31,50 %	6,00 %	6,20 %			8,40 %	9,90 %
1996	31,36 %	32,10 %	7,50 %	7,80 %			10,20 %	10,80 %
1995	12,23 %	11,60 %	12,60 %	12,80 %			12,50 %	12,60 %

\* Renter og totalporteføljen, avkastning frem til til 7. desember 2006.

Gjennomsnittlige tidsvektede avkastningsrater for perioden 1997–2006 (årlig prosent)

Totalporteføljen

Beregningsperiode	SPN	Referanse- porteføljen	Differanse- avkastning
2006	11,10	9,97	1,13
2004-2006 3 år	10,25	11,22	-0,97
2002-2006 5 år	9,66	10,46	-0,80
1997-2006 10 år	7,54	7,75	-0,21

Renteporteføljen

Beregningsperiode	SPN	Referanse- porteføljen	Differanse- avkastning
2006	1,33	0,71	0,62
2004-2006 3 år	3,08	3,82	-0,74
2002-2006 5 år	5,76	6,43	-0,67
1997-2006 10 år	5,62	5,95	-0,33

Norske Aksjer

Beregningsperiode	SPN	Referanse- porteføljen	Differanse- avkastning
2006	32,08	32,44	-0,36
2004-2006 3 år	33,46	37,08	-3,62
2002-2006 5 år	20,44	21,37	-0,93
1997-2006 10 år	12,39	11,86	0,53

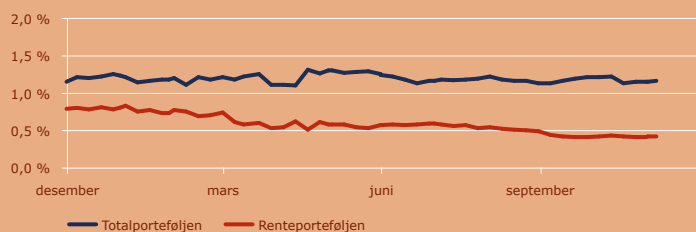
Nordiske Aksjer

Beregningsperiode	SPN	Referanse- porteføljen	Differanse- avkastning	Korreksjon	Brutto meravkastning
2006	24,16	25,30	-1,14		-1,14
2004-2006 3 år **	22,69	23,12	-0,43	0,18	-0,25
2002-2006 5 år **	8,63	9,05	-0,42	0,33	-0,09

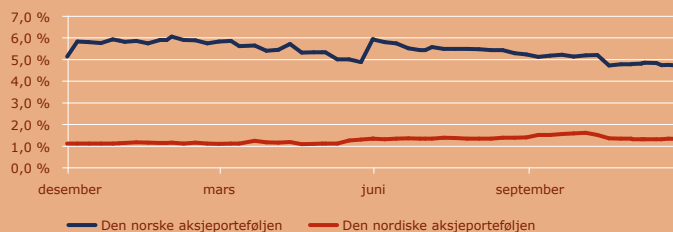
\*\* Det er korrigert for skatt på aksjeutbytte i 2001-2004 og for effekten av kostnader ved oppbyggingen av porteføljen i 2001 og 2003.

Fra 1. januar 2005 er avkastning for referanseporteføljen justert slik at tilbakeholdt skatt på utbytte (kildeskatt) hensyntas.

Forventet relativ volatilitet, totalporteføljen og renteporteføljen 2006



Forventet relativ volatilitet, den norske aksjeporteføljen og den nordiske aksjeporteføljen 2006



i stor grad styrt av mandatet. I forvaltningen har Folketrygdfondets styre satt rammer for hvor mye risikoen kan avvike fra referanseporteføljene, målt med begrepet forventet relativ volatilitet.

For totalporteføljen fastsatte styret en ramme på 2,0 prosent for 2006, mens rammene for renteporteføljen, porteføljen for norske aksjer samt den nordiske aksjeporteføljen ble satt til henholdsvis 1,5 prosent, 10,0 prosent og 2,5 prosent. Forvaltningen har i 2006 vært klart innenfor derammer styret har satt på delporteføljene og for totalporteføljen.

Folketrygdfondets styre har videre fastsatt maksimalrammer for eksponering mot ulike utstedere, både totalt og for rente- og aksjeporteføljene separat.

På grunnlag av niårsperioden 1998–2006 er ulike risikotall og risikojusterte avkastningstall beregnet. For renteporteføljen og totalporteføljen er avkastningsutviklingen etter avvikling av kontolånsordningen ikke tatt med. Dette er tidsperioden hvor avkastningsberegningene er utført i henhold til GIPS. Tilsvarende beregninger for siste fem år er vist som en del av GIPS-rapporten som finnes på [www.ftf.no](http://www.ftf.no).

Tallene i tabellen for regresjonsanalyse er beregnet med utgangspunkt i den såkalte kapitalverdimodellen (CAPM). Tallgrunnlaget og beregningene er tilgjengelig på Folketrygdfondets internett-sider som en del av GIPS-rapporten.

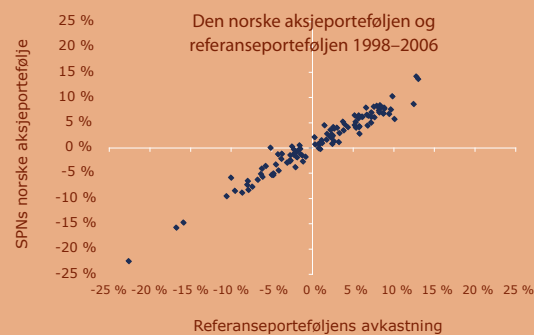
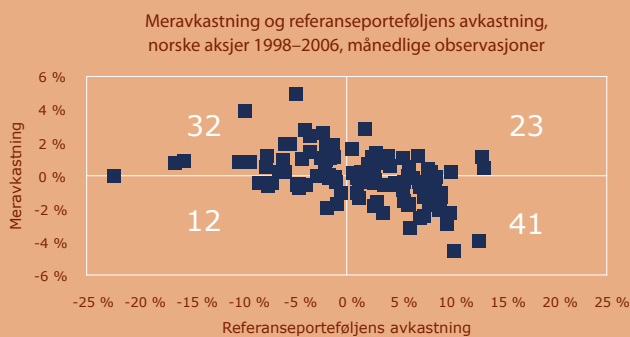
Standardavviket til totalporteføljen og for de ulike delporteføljene er gjennomgående lavere enn for referanseporteføljene. Også beta-anslaget fra regresjonene indikerer et lavere risikonivå for norske aksjer, renter og totalt enn for referanseporteføljene. For totalporteføljen, renteporteføljen og norske aksjer er beta signifikant mindre enn markedsbetaen

#### Regresjonsanalyse 1998–2006

	Totalt	Norske aksjer	Nordiske aksjer	Renter
Gj. snittlig avkastning (aritmetisk)	6,90	12,71	5,78	5,64
Gj. snittlig meravkastning	-0,15	0,69	-0,39	-0,36
Gj. snittlig alpha	0,18	1,31	-0,38	-0,08
T-verdi Alpha	0,51	0,91	-1,67	-0,45
Gj. snittlig betabidrag	-0,33	-0,62	-0,02	-0,28
Beta	0,86	0,91	1,00	0,77
T-verdi Beta	-6,36	-4,62	-1,52	-13,11
R kvadrert	0,93	0,96	1,00	0,95
Standardavvik feilled	0,01	0,04	0,01	0,01
Anslag risikofri rente	4,69	4,67	3,96	4,69
Antall observasjoner	107	108	67	107

#### Risikojustert meravkastning og flere risikokomponenter

	Totalt	Norske aksjer	Nordiske aksjer	Renter
Relativ volatilitet	1,23	4,66	0,53	0,83
Standardavvik portefølje	4,10	20,92	23,27	2,48
Standardavvik referanse	4,61	22,38	23,36	3,03
Informasjonsrate	-0,12	0,15	-0,74	-0,43
Informasjonsrate alpha ledd	0,15	0,28	-0,71	-0,09
Informasjonsrate beta ledd	-0,27	-0,13	-0,04	-0,33
Risikojustert meravkastning :				
- Alpha	0,18	1,31	-0,38	-0,08
- M <sup>2</sup>	0,12	1,25	-0,38	-0,16



på 1. En beta mindre enn 1 innebærer at det i forvaltningen har vært tatt mindre risiko enn i referanseporteføljen.

Lavere innslag av risiko enn for referanseporteføljen medfører at risikojustert meravkastning, både målt som Alpha og  $M^2$ , er positiv for totalporteføljen. Alpha er avkastning som ikke er forklart ved at beta er ulik markedsbetaen på 1. Risikojustert meravkastning målt ved  $M^2$  er porteføljens risikojusterte avkastning, hvor risikojusteringen skjer ved at porteføljens risiko – målt ved standardavvik – justeres til å bli lik indeksens risiko, minus indeksavkastningen.

For den norske aksjeporteføljen forsterkes meravkastningen for niårsperioden ved å justere for et lavere risikonivå, fra en ujustert meravkastning på 0,69 prosentpoeng til 1,31 prosentpoeng risikojustert (Alpha). For renteporte-

føljen forklares omlag halvparten av mindreakvinsten på 0,36 prosentpoeng av lavere risiko når standardavvik brukes som risikokomponent, mens 0,08 prosentpoeng av 0,36 prosentpoeng i mindreakvinst forklares av lavere risiko når beta brukes som risikomål.

I figuren som viser meravkastningen og referanseporteføljens avkastning, norske aksjer 1998–2006, ser vi at det bare er 12 av 44 måneder med nedgang for referanseporteføljen hvor den norske aksjeporteføljen har mindreakvinst. I perioder med oppgang for Oslo Børs ser vi at porteføljen i 41 av 64 måneder gjør det svakere enn referanse porteføljen. Hvis det ikke hadde vært noen sammenheng mellom nivå på meravkastning og referanseporteføljens avkastning, ville vi forventet at observasjonen i denne figuren var mer jevnt fordelt og uten noen trend. Analysen

indikerer at Folketrygdfondet i forvaltningen av den norske aksjeporteføljen ikke har mistet avkastning ved å holde et lavere nivå av risiko.

Sammenhengen mellom den norske aksjeporteføljen og referanseporteføljen er også vist i egen figur for perioden 1998–2006. Regresjonen for denne perioden viser en beta på 0,91 for den norske aksjeporteføljen. Hovedårsaken til at betaen er lavere enn 1, er at Folketrygdfondet har valgt å ikke investere i enkelteselskaper med særskilt høy risiko. Flere av selskapene som ikke er med i porteføljen i 1998–2006 var i en utviklingsfase med betydelige investeringer utover kontantstrømmen fra driften. Inntjeningsanslagene som var nødvendige for å forsvare aksjeprisen var også preget av stor optimisme og beheftet med betydelig usikkerhet.

# Reglement for Folketrygdfondet

Erstattet av Forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge fra 1. januar 2007

Regler om administrasjon av Folketrygdfondet og om forvaltning av midlene, revisjon m.v.

Fastsatt av Stortinget 20. juni 1997 i medhold av § 23–11 fjerde ledd i lov av 28. februar 1997 nr. 19 om folketrygd, med siste endring av 15. desember 2004.

§ 1 De midler som blir overført til Folketrygdfondet i medhold av § 23–11 annet ledd i lov om folketrygd, skal forvaltes av et styre. Styret forvalter også rentene av disse midlene.

Fondsforvaltningen skal ta sikte på at Folketrygdfondet gjennom formuesoppbygging skal bli til størst mulig nytte for folketrygden.

§ 2 Styret skal bestå av ni medlemmer, som med personlige varamedlemmer oppnevnes av Kongen for fire år om gangen, inntil regnskapet er avsluttet for det fjerde år som er gått etter at oppnevningen ble foretatt. Ved første gangs oppnevning skal fire av medlemmene oppnevnes for to år.

Dersom medlemmer eller varamedlemmer entlediges eller dør i løpet av den tid de er oppnevnt for, skal nytt medlem eller varamedlem oppnevnes for den gjenstående tid.

Kongen utpeker lederen for styret. Styret velger nestlederen blant sine medlemmer.

Styret skal ha sete i Oslo.

§ 3 Styremøte holdes når lederen eller et av styrets øvrige medlemmer krever det. Lederen sørger for innkalling til møtene med minst 8 dagers varsel.

Styret er beslutningsdyktig når minst halvparten av medlemmene eller deres varamedlemmer er til stede – herunder lederen eller nestlederen.

Styremedlemmene og varamedlemmene skal ha godtgjøring som fastsettes av vedkommende departement. Under reise tilkommer de skyss- og kostgodtgjøring som bestemt for offentlig tjenestemenn.

§ 4 Fondets administrasjon har ansvar for å forberede og forelegge de saker som skal behandles av styret, og skal også forestå den administrative håndtering av plasseringsvirksomheten, dersom styret ikke har bestemt noe annet.

Utgifter til forvaltning av Folketrygdfondet dekkes av fondets midler.

Administrerende direktør i Folketrygdfondets administrasjon beskikkes av Kongen i statsråd. Folketrygdfondets styre kan avgjøre uttalelse før stillingen besettes, jf. kgl. res. av 11. desember 1983.

De øvrige tjenestemenn tilsettes i henhold til reglene i fondets personalreglement. Deres lønns- og arbeidsvilkår fastsettes av styret med orientering til vedkommende departement.

Styret har ansvaret for å fastsette nærmere instruks for direktøren.

§ 5 Styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet. Styret skal påse at det er etablert et betryggende risikostyringssystem for fondets forvaltning.

Fondets midler kan plasseres i norske henderobligasjoner og sertifikater, som kontolån til statskassen og som innskudd i forretnings- og sparebanker. Innenfor ramme på 20 prosent av forvaltningskapitalen kan fondets midler plasseres i aksjer notert på norsk børs eller på børs i Danmark, Finland eller Sverige, og, etter godkjenning fra Finansdepartementet, i aksjer i norske selskaper eller hvor aksjene er gjenstand for regelmessig og organisert omsetning, børsnoterte grunnfondsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper, og børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper. Plassering i aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige må samlet ikke overstige 20 prosent av Folketrygdfondets ramme for aksjeplasseringer. Innenfor rammen for aksjeplasseringer kan fondets midler plasseres i ikke-børsnoterte aksjer i norske selskaper som har søkt eller har konkrete planer om å søke børsnotering. Plassering i denne type aksjer kan ikke overstige 5 prosent av rammen for aksjeplasseringer.

Annet ledd er ikke til hinder for at Folketrygdfondet kan beholde aksjer i norsk selskap som i forbindelse med oppkjøp, fusjon eller endrer status til å bli utenlandsk selskap.

Fondet kan videre, innenfor den samlede rammen på 20 prosent av fondskapitalen, gå inn med egenkapitalinnskudd i form av ikke-børsnoterte papirer, i tilfelle hvor fondet står i fare for å lide betydelige tap på plasseringer i obligasjoner. Dette må i så fall være ledd i en koordinert aksjon, hvor en dominerende gruppe av kreditorene deltar, og hvor sikte-

målet for fondet alene er å trygge fondets egne interesser.

Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondsbeviskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 3 prosent av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland og Sverige. Styret kan ta opp kortsiktige lån dersom dette finnes hensiktsmessig.

Folketrygdfondet kan, etter nærmere retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet, inngå salgs- og gjenkjøpsavtaler knyttet til egenkapitalinstrumenter og rentebærende instrumenter der erververen av instrumentene etter avtalen har plikt til å tilbakeføre disse til selger.

§ 6 Styret skal sørge for at det ved utgangen av hvert kalenderår blir utarbeidet årsberetning og for at det blir satt opp regnskap og balanse i samsvar med grunnforutsetningene om ordentlig regnskapsføring og med forsiktig og god regnskapskikk. Årsregnskapet skal være underskrevet og ferdig til revisjon senest 15. mars.

§ 7 Revisjonen av regnskapene skal utføres av Riksrevisjonen.

Styret skal snarest mulig og senest innen utgangen av april måned sende årsberetning og regnskap til vedkommende departement som sender melding til Stortinget.

§ 8 Alle som deltar i fondsforvaltningen i medhold av disse regler, har taushetsplikt etter forvaltningsloven § 13 til 13e.

§ 9 Kongen kan gi nærmere regler om fondsforvaltningen og treffe nærmere bestemmelser til utfylling og gjennomføring av reglene. Kongen kan i særlige tilfeller dispensere fra § 5.

§ 10 Disse reglene trer i kraft straks. Fra den tid reglene trer i kraft, oppheves regler om administrasjon av Folketrygdfondet og om forvaltning av midlene, revisjon, m.v. fastsatt av Stortinget 15. februar 1990, sist endret 21. juni 1996.

# Forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge

Gjeldende fra 1. januar 2007

§ 1 Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge  
Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond – Norge (heretter kalt "fondet") på vegne av Finansdepartementet.

§ 2 Plassering av fondet  
Fondet er et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet. Folketrygdfondet skal i eget navn videreplassere dette innskuddet i finansielle instrumenter og kontantinnskudd.

Styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning over tid i norske kroner under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet. Styret skal påse at det er betryggende risikostyring i forvaltningen av fondet.

Styret skal utpeke Folketrygdfondets internrevisjon. Styret skal godkjenne internrevisjonens ressurser og planer på årlig basis. Internrevisjonen rapporterer til styret.

§ 3 Regnskapsmessig avkastning  
Verdien av fondet settes lik verdien av Folketrygdfondets portefølje av finansielle instrumenter og kontantinnskudd. Folketrygdfondets forvaltningsresultat tillegges kapitalen pr. 31. desember hvert år.

§ 4 Plasseringsrammer  
Fondets midler kan plasseres i aksjer, grunnfondsbevis, obligasjoner, sertifikater og som innskudd i forretnings- og sparebanker.

Innenfor en ramme på 50 prosent av fondets kapital målt til anskaffelseskost kan midlene plasseres i

aksjer og grunnfondsbevis notert på norsk børs eller på børs i Danmark, Finland eller Sverige, børsnoterte konvertible obligasjoner, børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper og, etter godkjenning fra Finansdepartementet, i aksjer i norske selskaper eller hvor aksjene er gjenstand for regelmessig og organisert omsetning. Plassering i aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige må samlet ikke overstige 20 prosent av fondets ramme for aksjeplasseringer. Innenfor rammen for aksjeplasseringer kan fondets midler plasseres i ikke-børsnoterte aksjer i norske selskaper som har søkt eller har konkrete planer om å søke børsnotering. Plassering i denne type aksjer kan ikke overstige 5 prosent av rammen for aksjeplasseringer.

Inntil 10 prosent av fondets kapital målt til anskaffelseskost kan plasseres i obligasjoner og sertifikater av utstedere hjemmehørende i Danmark, Finland eller Sverige.

Annet ledd er ikke til hinder for at Folketrygdfondet kan beholde aksjer i norsk selskap som i forbindelse med oppkjøp, fusjon el. endrer status til å bli utenlandsk selskap.

Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 5 prosent av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland og Sverige. Folketrygdfondet skal utøve eierrettigheter for fondet. Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser.

Folketrygdfondet kan, etter nærmere retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet, inngåsalgs- og gjenkjøpsavtaler knyttet til egenkapitalinstrumenter og rentebærende instrumenter der erververen av instrumentene etter avtalen har plikt til å tilbakeføre disse til selger.

Folketrygdfondet kan benytte rente- og valutaderivater i styring av porteføljen av renteinstrumenter.

§ 5 Sammensetning av styret  
Styret skal bestå av ni medlemmer, som med personlige varamedlemmer oppnevnes av Kongen for fire år om gangen, inntil regnskapet er avsluttet for det fjerde året som er gått etter at oppnevningen ble foretatt.

Dersom medlemmer eller varamedlemmer entlediges eller dør i løpet av den tid de er oppnevnt for, skal nytt medlem eller varamedlem oppnevnes for den gjenstående tid. Kongen utpeker lederen for styret. Styret velger nestlederen blant sine medlemmer.

Styre skal ha sete i Oslo.

§ 6 Styremøter  
Styremøte holdes når lederen eller et av styrets øvrige medlemmer krever det. Lederen sørger for innkalling til møtene med minst 8 dagers varsel.

Styret er beslutningsdyktig når minst halvparten av medlemmene eller deres varamedlemmer er til stede, herunder lederen eller nestlederen.



Styremedlemmene og varamedlemmene skal ha godtgjøring som fastsettes av Finansdepartementet. Under reise tilkommer skyss- og kostgodtgjøring som bestemt for offentlige tjenestemenn.

§ 7 Folketrygdfondets administrasjon

Folketrygdfondets administrasjon har ansvar for å forberede og forelegge de saker som skal behandles av styret, og skal også forestå den administrative håndtering av plasseringsvirksomheten, dersom styret ikke har bestemt noe annet.

Utgift til forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge dekkes av fondets midler.

Administrerende direktør i Folketrygdfondets administrasjon besikkes av Kongen i statsråd. Folketrygdfondets styre kan avgi uttalelse før stillingen besettes, jf. kgl. res. av 11.12.1983.

De øvrige tjenestemenn tilsettes i henhold til reglene i fondets

personalreglement, jf. lov av 4. mars 1983 nr. 3 om statens tjenestemenn m.m. Deres lønns- og arbeidsvilkår fastsettes av styret med orientering til Finansdepartementet.

Styret har ansvar for å fastsette nærmere instruks for direktøren.

§ 8 Årsregnskap, årsberetning og halvårsrapport

Styret skal sørge for at det for hvert kalenderår blir utarbeidet årsregnskap og årsberetning i samsvar med god regnskapsskikk og at Folketrygdfondet følger god bokføringskikk. Årsregnskap og årsberetning skal være fastsatt senest 15. mars. Styret skal også sørge for at det blir utarbeidet halvårsrapport innen 15. august.

Årsregnskapet, årsberetningen og halvårsrapporten er offentlige.

§ 9 Revisjon

Riksrevisjonen har ansvaret for revisjonen av Statens pensjonsfond – Norge.

Styret skal snarest mulig og senest 15. mars sende årsberetning og årsregnskap til Finansdepartementet som sender melding til Stortinget.

§ 10 Taushetsplikt

Alle som deltar i fondsforvaltningen i medhold av disse regler, har taushetsplikt etter forvaltningsloven § 13 til 13e.

§ 11 Utfyllende regler

Finansdepartementet kan gi nærmere bestemmelse til utfylling og gjennomføring av reglene. Finansdepartementet kan især tilfeller dispensere fra § 4.

§ 12 Ikrafttredelse

Forskriften trer i kraft 1. januar 2007. Fra den tid reglene trer i kraft, oppheves regler om administrasjon av Folketrygdfondet og om forvaltning av midlene, revisjon, m.v. fastsatt av Stortinget 20. juni 1997, sist endret 15. desember 2004.

# Folketrygdfondets administrasjon

## Ledergruppen

Olaug Svarva, administrerende direktør	Lars Tronsgaard, viseadm. direktør	Nils Bastiansen, direktør aksjer
	Lisbeth Johansen Kvam, organisasjonssjef	Rune Møien, økonomi- og admin.sjef
	Jørn Nilsen, analysesjef	Dagrunn Skarbø, controller

## Aksjeavdelingen

Aksjeavdelingen har ansvar for

- forvaltning av porteføljen av aksjer og andre egenkapitalinstrumenter
- analyse av utviklingen i aksjemarkedene
- oppfølging av utviklingen i enkeltsekskaper
- strategiutvikling, forvaltningsmetodikk og investeringsanalyser

Nils Bastiansen, direktør aksjer	Vigdís Almestad, porteføljeforvalter	Ann Kristin Brautaset, porteføljeforvalter
	Geir Kirkeby, porteføljeforvalter	Carl Erik Sando, porteføljeforvalter
		Lill E. Aafos, porteføljeforvalter

## Rente- og makroavdelingen

Rente-/makroavdelingen har ansvar for

- forvaltning av porteføljen av obligasjoner, sertifikater og bankinnskudd
- likviditetsoppfølging og -styring
- analyse av utviklingen i rentemarkedene
- konjunkturrapportering og makroøkonomiske analyser
- strategiutvikling, forvaltningsmetodikk og investeringsanalyser

Lars Tronsgaard, viseadm. direktør	Bjarne Andersson, porteføljeforvalter	Hege Huse, porteføljeforvalter
---------------------------------------	--	-----------------------------------

## Analyseavdelingen

Analyseavdelingen har ansvar for

- rapportering og analyser om avkastnings- og risikoutvikling
- utvikling av metoder og systemer for risikoovervåking og -styring
- gjennomføring av ulike markeds- og investeringsanalyser

Jørn Nilsen, analysesjef	Vetle Bolstad, finansanalytiker	Geirr Ellefsen, finansanalytiker
		Jørn Terje Krekling, finansanalytiker

## Økonomi- og administrasjonsavdelingen

Økonomi- og administrasjonsavdelingen har ansvar for

- budsjettoppfølging, regnskapsføring og -rapportering
- oppgjør vedrørende kjøp/salg av verdipapirer
- kontroll av overholdelse av fullmakter/rammer
- drift og overvåking av IT-systemene
- arkiver
- personaladministrative oppgaver
- resepsjon, sentralbord og administrative tjenester

Rune Møien, økonomi- og admin.sjef	Edel Schøyen Cederkvist, regnskapskonsulent	Kari Margrethe Gigernes, resepsjonssekretær
	Jostein Haugen, oppgjørssjef	Mai Lindegaard, admin. sekretær
	Eva Sletten, oppgjørsmedarbeider	Lisa Wennesland, sjefssekretær

## Folketrygdfondet i skiftende tider

Det var en gang. Det var andre tider da. Det var i rasjonerings tid, ikke i bilrasjonerings tid, den var opphevet et par år tidligere. Det var i kredittrasjonerings tid, den gang privatpersoner fikk avslag på lån i bank under henvisning til myndighetenes kredittpolitiske retningslinjer og bankene var pålagt å plassere en betydelig del av sine midler i statsobligasjoner. Renten var regulert, mye av boligmarkedet også, og de fleste mente at det var slik det skulle være.

Det var i Gerhardsens dager. Vel, det var ikke bare hans dager. For noen få uker var det også noen andres dager. Det var derfor det gikk som det gikk og det ble som det ble. Det var et ulykkes-tilfelle, bokstavelig talt. Det ville nok skjedd likevel, men neppe så fort og noe hadde kanskje blitt annerledes.

For det lå i kortene at det ville komme til å skje. Tiden var i ferd med å bli moden. Men det hadde tatt tid, lang tid, før de politiske begivenheter som fant sted, for mer enn fire tiår siden, på ettersommeren 1963, skulle avføde en stor sosialpolitisk reform. Som et biprodukt av denne kom også et fond til verden, kanskje ikke helt velskapt, men likevel i navnet, om ikke like mye i gavnet, knyttet til den store reform som skulle bringe hele folket inn under et felles sosialpolitisk system – folketrygden.

Før vi går nærmere inn på innføringen av folketrygden og etableringen av Folketrygdfondet, bør det kanskje sies noen ord om det lange løpet som gikk forut, før man tok fatt på det korte oppløpet og den hektiske innspurten, før man kom i mål med folketrygden. Da må vi gå ytterligere fire tiår tilbake i tid.

### Alderstrygden

Etter mye frem og tilbake over mange år, vedtok Stortinget i 1923 den første lov om alderstrygd. Men tidene var ikke gode, det var ustabile politiske forhold og hyppige regjeringsskifter, det sto dårlig til med de offentlige finanser

og bankvesenet var i krise. 1923 var det helt store kriseåret for bankene, og en lov ble vedtatt om at banker kunne settes under offentlig administrasjon for å unngå konkurs. Loven om alderstrygd ble derfor ikke iverksatt. Først i "de harde trettiåra", under regjeringen Nygaardsvold, ble det (i 1936) vedtatt en ny lov om behovsprøvet alderstrygd som trådte i kraft 1. juli 1937. Behovsprøvingen var streng, trygden dekket knapt mer enn det nødvendige til livsoppholdet, og det skjedde ingen årlig regulering av trygdesatsene. Om trygden ikke ble større år for år, skjedde det forbedringer over tid. I 1957 ble behovsprøvingen opphevet, og på begynnelsen av 1960-tallet var alderstrygden kommet opp i det tredobbelte i realverdi av nivået i 1937. Grunnpensjonen for ektepar utgjorde likevel ikke mer enn en fjerdedel av den gjennomsnittlige årslønn for industriarbeidere. Alderstrygden var således ikke til å bli fet av da man gikk inn i det tiår som skulle bli de "de gyldne sekstiåra". For Norge skulle det bli mer gyldent enn noen kunne forestille seg.

Allerede under debatten om alderstrygdloven i 1936 var for øvrig begrepet folketrygd blitt tatt i bruk. I 1948 ble det også lagt frem en stortingsmelding som het "Om folketrygden". Der ble det for første gang lagt frem en plan for utbygging av trygdesystemet til en folketrygd. På dette tidspunkt var det gjenoppbyggingen etter krigens omsto i fokus og økonomien lå ikke til rette for etablering av en allmenn folketrygd.

Men meldingens budskap ble møtt med velvilje da den omsider ble behandlet i Stortinget i 1952. Fem år senere ble, som nevnt, behovsprøvingen i alderstrygden opphevet, og ti år senere ble en komité oppnevnt for å se på pensjons-spørsmålet på nytt, den såkalte "Pensjonsutredningskomiteén av 1962".

### En ulykke, en regjeringskrise og en sosialpolitisk reform

Så skjedde det en ulykke. Den 5. november 1962 omkom 21 gruvearbeidere i en statlig drevet kullgruve på Ny-Ålesund. Ulykken ble gjenstand for granskning og resulterte i sterk kritikk av regjeringen. Kings Bay-saken, som ble dens politiske navn, førte til at Stortinget vedtok mistillit mot regjeringen Gerhardsen, som ble avløst av regjeringen Lyng. Under debatten om den nye regjeringens tiltredelseserklæring la Gerhardsen frem en "moterklæring", der han blant annet uttalte at "Den største enkeltoppgaven er å skape økonomisk trygghet i alderdommen. Vi går inn for en pensjonsordning som omfatter hele folket.". Den skulle innføres så snart detaljene var avklart og de praktiske forberedelser truffet. Pensjonsordningen ville innebære en oppsamling av midler som var "det norske folks sparemidler" og derfor skulle forvaltes av samfunnet og ikke av private institusjoner. Midlene skulle plasseres trygt og på en slik måte at de ga "en rimelig renteavkastning".

Erklæringsdebatten endte med at Lyng-regjeringen gikk av og at man fikk en ny Gerhardsen-regjering. Dermed var det også gitt hva som ville bli den store politiske saken frem til neste stortingsvalg. En stortingsmelding om folketrygden ble fremlagt i april 1964, men først behandlet i Stortinget i juni 1965, tre måneder før det skulle avholdes nytt stortingsvalg. Den politiske debatten dreide seg ikke om en skulle få en ny pensjonsordning, men om en kunne stole på at en eventuell ikke-



Einar Gerhardsen og John Lyng under Kings Bay-krisen i 1963. Foto: Scanpix.

sosialistisk regjering ville innføre folkepensjonen like raskt som en Arbeiderpartiregjering, og om en ikke-sosialistisk pensjonsordning ville kunne bli like god som en AP-ordning.

Stortingsvalget førte til regjeringsskifte. Allerede i februar 1966 fremla regjeringen Borten proposisjon om Lov om folketrygd og i midten av juni var folkepensjonen – nå hetende allmenn folketrygd – vedtatt med virkning fra 1. januar 1967. Under tre år var gått siden reformen var blitt programfestet nærmest som en hastesak. Knappt noen annen reform med så store økonomiske konsekvenser er blitt gjennomført i et så hurtig tempo.

En av de forventede konsekvenser av folketrygdloven var en nedgang i sparingen gjennom en reduksjon i de private pensjonsordningene. Fondsopplegget i folketrygden skulle oppveie nedgangen i privat sparing og bidra til økt total sparing for å skape grunnlag for økt økonomisk vekst. Det ble derfor lagt opp til at folketrygden ville få store inntektsoverskudd i den første tiden og at fondsoppsamlingen etter hvert ville bli av betydelig størrelse. Folketrygdfondet skulle således med tiden få en meget stor kapital til forvaltning.

#### Strid om Folketrygdfondet

Mens det var bred politisk enighet om og store forventninger til folketrygden, ble debatten om Folketrygdfondet preget av politisk strid og uttalt frykt for den økonomiske makt fondet kunne få. Striden dreide seg om fondet skulle forvaltes av ett eller flere styrer og om det skulle gis adgang til å plassere en del av kapitalen som innskudd i forretnings- og sparebanker. Det var derimot enighet om at fondet ikke skulle kunne foreta plasseringer i aksjer. Det var renteplasseringer fondet skulle foreta og det var også politisk enighet om at mesteparten av kapitalen skulle plasseres i statspapirer. Det var finansiering av statens utbyggingsoppgaver som skulle være fondets hovedoppgave.

På 60-tallet sto utbyggingen av distriktene sentralt i den politiske debatten. De fleste økonomiske virkemidler ble vurdert i et distriktsmessig perspektiv og søkt gitt en distriktspolitisk profil. Det skjedde også med Folketrygdfondet. I proposisjonen om reglement for Folketrygdfondet, som ble fremlagt i 1967, gikk Sosialdepartementet inn for at fondsforvaltningen skulle forestås av fem distriktsfondsstyrer. I tillegg skulle det etableres et hovedstyre som imidlertid bare skulle ha en rådgivende og koordinerende oppgave.

Ordningen med flere styrer ble blant annet begrunnet med at det var ønskelig med "forvaltningsformer som ikke fører til en uheldig økonomisk makt-konsentrasjon". Videre var det ønskelig med en fondsforvaltning som kunne bidra til en overføring av kapital fra kapitalsterke til kapitalsvake distrikter. Fondskapitalen skulle derfor fordeles på de fem fondsstyrer etter folketallet i distriktene (landsdelene). Forslaget om at fondet skulle kunne plassere inntil 12 prosent av sin kapital som bankinnskudd, selv om det kunne gi en lavere avkastning enn obligasjonsplasseringer, var delvis også begrunnet i de lokale kredittbehov, herunder desmål kommunenes lånebehov. Forsåvidt var det kanskje ikke tilfeldig at det i reglementet ikke ble stilt krav om høyest mulig avkastning, selv om fondsforvaltningen skulle "ta sikte på at folketrygdfondet skal bli til størst mulig nytte for folketrygden". Det sistnevnte skulle ivaretas ved at "midlene anbringes mot betryggende sikkerhet og med sikte på god avkastning og den nødvendige likviditet".

Fra Arbeiderpartiets side gikk en sterkt imot ordningen med distriktsfondsstyrer. I stortingsdebatten i juni 1967 omtalte partiets hovedtaler Aase Lionæs ordningen som "en administrativ papirtiger som ikke har noen livsbetingelser i virkelighetens jungel". Arbeiderpartiet gikk inn for ett fondsstyre med 12 medlemmer som skulle sammensettes på basis av forslag fra landsomfattende organisasjoner som representerte kommunene, arbeidstakerne, arbeidsgiverne, jordbrukere, fiskere etc. Partiet ønsket at fondsmidlene skulle kanaliseres gjennom statsbankene og andre offentlige utlånsorganer, og var helt uenig i at fondets midler skulle plasseres til bankrente i private banker som så kunne låne dem ut til høyere rente, det ville innebære at den alminnelige manns trygdepremie ble benyttet til å subsidiere bankene.

Reglementet for Folketrygdfondet ble vedtatt i samsvar med departementets forslag. Det var forutsatt at fondsstyrene

administrativt bare ville ha behov for mindre, lokale sekretariater. Norges Bank hadde på dette tidspunkt fått en negativtilbakemelding fra Stortinget på sitt forslag om nedleggelse av lokale avdelinger. Den var i stedet blitt oppfordret til å søke å tilføre avdelingene nye arbeidsoppgaver. Nå anså banken at oppgaven som sekretariat for distriktsfondsstyrene burde ligge vel til rette for dens lokale avdelinger og tilskrev Sosialdepartementet om dette. Resultatet ble at Norges Bank fikk sekretariatsoppgaven for fire av distriktsfondsstyrene (unntatt det fondsstyret som hadde felles sekretariat med hovedstyret i Oslo). I tillegg ivaretok Norges Bank fondets regnskaps- og depotfunksjoner og fungerte som fondets bankforbindelse.

De første kapitaloverføringer til fondet fant sted i 1967, før det var kommet i drift. Først i mars-april 1968 ble medlemmer og varamedlemmer til styrene oppnevnt. I begynnelsen av mai ble Jarle Gunnes midlertidig beskikket som direktør for Folketrygdfondet. Han hadde permisjon fra sin stilling som administrerende direktør i A/S Næringskreditt det året han ledet oppbyggingen av fondsadministrasjonen. Først i januar 1970 fikk fondet en fast tilsatt direktør. Det var Kjell Grimsvang som kom til å lede fondets administrasjon i over 20 år.

#### Overføringene som ble borte

I løpet av de ti første år ble det overført 8 780 millioner kroner fra folketrygden til Folketrygdfondet. I tillegg hadde fondet fått overført 735 millioner kroner av eldre fondsmidler fra Rikstrygdeverket. Med tillegg av renteavkastning hadde fondet vokst til 13,3 milliarder kroner ved utgangen av 1976. Avkastningsraten hadde økt fra år til år og var for 1976 på 6,5 prosent. Som følge av at inflasjonen i flere år var høyere enn rentenivået, var realavkastningen negativ for tiårsperioden som helhet.

Allerede i fondets tiende år begynte det å bli klart at overføringene til Folketrygdfondet ikke ville komme til å bli så

store, og neppe ville vare så lenge, som politikerne hadde forestilt seg da striden om organiseringen av fondet sto i 1966, og man bekymret seg som mest for den maktfaktor det kunne bli. Politikerne var i det hele tatt ikke lenger så opptatt av fondsoppsamlingen i Folketrygdfondet. Man hadde fått en annen type formue å glede seg over og forsyne seg av. Etter flere års leting ble det i 1969 gjort et lovende oljefunn i Nordsjøen, og i 1971 startet produksjonen av olje fra norsk sokkel. Det ble tidlig klart at oljeressursene var store, og oljekrisen i 1973–74 gjorde det åpenbart at oljeinntektene ville bli meget store. De skulle over årene bli til betydelig glede for det norske folk, men slo nokså raskt negativt ut for folketrygdens økonomi. Ytelsene fra folketrygden ble forbedret, mens avgiftssatsene ble redusert, og overskuddene i folketrygden gikk etter hvert over til underskudd som ble dekket over statsbudsjettet.

I 1978–79 ble fondet tilført 2 263 millioner, hvorav 1 263 millioner kroner fra folketrygdens arbeidsmarkedsfond. Med dette hadde fondet fått tilført i alt 11 778 millioner kroner. Dermed var det også slutt på overføringene. Den videre vekst i fondskapitalen ville måtte skje gjennom at den årlige renteavkastning ble tillagt kapitalen og reinvestert.

Men om fondsoppsamlingen utviklet seg annerledes enn opprinnelig tenkt, ble Folketrygdfondet en viktig finansieringskilde for staten og for kredittforetakene og de andre virksomheter som fikk legge ut lån i det regulerte obligasjonsmarkedet. Ved utgangen av 1976 var 63 prosent av fondets kapital plassert i stats- og statsbankobligasjoner, mens 25 prosent var plassert i andre obligasjoner (§15-obligasjoner). Innskudd i forretnings- og sparebanker utgjorde 8 prosent av kapitalen. Den lave andelen for bankinnskudd skyldtes at Arbeiderpartiet hadde opprettholdt sin motstand mot at fondets kapital skulle kunne nyttes til innskudd i private banker, og fondet fikk derfor ikke foreta slike plasseringer i årene 1974–81 da partiet satt med regjerings-

makten og hadde flertall i Stortinget sammen med Sosialistisk Venstreparti. Til gjengjeld fikk fondet anledning til å plassere en desto større andel av kapitalen i såkalte §15-obligasjoner. Det meste av kapitalen måtte fondet plassere i statspapirer i henhold til de årlige rammene som Finansdepartementet fastsatte.

Mens fondet påtvunget var en stor avtaker av stats- og statsbankobligasjoner, hadde fondet større selvstendighet hva gjaldt plasseringene i §15-obligasjoner. Fondets obligasjonskjøp utgjorde i de fleste år rundt 10–20 prosent av den årlige bruttoemisjon av slike obligasjoner. Fondets andel i de enkelte lån kunne imidlertid variere mye og unntaksvis være meget stor. Styrene i fondet fulgte aktivt med i hvilke obligasjonslån som ble utlagt og hvilke formål de tilgodeså. Styrene var seg meget bevisst de føringer som var lagt om at fondet skulle bidra til utbyggingen av landet og distriktene. Styrene besto av fremtredende representanter fra politikk, næringsliv, arbeidstakerorganisasjoner og offentlig (kommunal) administrasjon. I styrene satt blant annet bedriftsledere, ordførere, fagforeningsledere og tidligere statsråder. Også noen stortingsrepresentanter var oppnevnt til styremedlemmer, hvilket trolig reflekterte at spørsmålet om det mulig problematiske med dobbeltroller i styringen og kontrollen av selskaper ennå ikke var blitt noe diskusjonstema, hverken i det offentlige eller i næringslivet.

Med i alt 58 medlemmer og varamedlemmer var det også rom for at det ganske land kunne bli representert i fondsstyrene. Fondsstyrene la også selv vekt på å vise sitt distriktmessige nærvær. Styremøtene ble lagt til ulike byer og steder i de enkelte landsdeler, og det ble avholdt møter med bedrifter, banker og kommuner der styrene ble orientert om den økonomiske utvikling og de lokale kredittbehov.

Om overføringene til fondet stoppet opp, fortsatte fondets styrer ansvars-



bevisst å forvalte fondskapitalen i tråd med de forutsetninger som var blitt lagt da fondet ble etablert. Da fondet i 1982 igjen fikk adgang til å foreta innskudd i private banker etter at regjeringen Willoch hadde tatt over etter stortingsvalget i 1981, fikk styrene igjen mer å arbeide med. Da ble det også innført endifferensiering mellom fondsstyrene, hvoretter styret i Nord-Norge kunne plassere inntil 29 prosent av kapitaltilveksten som bankinnskudd, mens de øvrige fondsstyrene kunne plassere henholdsvis 12 og 8 prosent av tilveksten som bankinnskudd. Adgangen til igjen å foreta bankinnskudd førte til at rammen for plasseringer i ikke-statlige obligasjoner ble redusert. Det kom neppe uventet på fondets styrer og sekretariat. Forutsetningen om at statspapirer skulle være fondets hovedplasseringsform ble opprettholdt selv om regjeringene skiftet. Derimot skjedde noe annet fullstendig uventet. Det ble stilt spørsmål om fondets fortsatte berettigelse.

#### Avvikling av fondsstyrene?

Den negative utvikling i folketrygdens økonomi førte til at det i 1982 ble nedsett et offentlig utvalg for å se på finansieringen av trygden. Utvalgets utredning ble fremlagt i mars 1984. Det var ikke så mye Trygdefinansieringsutvalget hadde å si om Folketrygdfondets rolle, men det som ble uttalt var til gjengjeld ikke til å misforstå. Utvalget mente at en videre oppbygging av fondet var lite aktuelt, og at det i fremtiden ville få en svært begrenset funksjonsammenliknet med intensjonene i 1967. Dette burde få konsekvenser for forvaltningen av fondets midler. Utvalget foreslo at "det nåværende system med fondsstyrer avvikles og at den videre forvaltningen av fondets midler overføres til Finansdepartementet eller Norges Bank".

Det var et hardt slag å få på et tidspunkt da det var i ferd med "å løsne" på kredittmarkedet og i norsk økonomi. Obligasjonsmarkedet sto foran en deregulering i likhet med kredittpolitikken for øvrig. Det var høy aktivitet i norsk økonomi, og det var full fart i

aksjemarkedet. Rentenivået var også på vei oppover. Fondets regnskap for 1986 viste at både kapitalen og avkastningsraten hadde økt til nesten det dobbelte på de siste ti årene, til henholdsvis 33,1 milliarder kroner og 11,9 prosent. Selv om inflasjonen også var høy, var realavkastningen nå positiv.

Omfanget av emisjoner av ikke-statlige obligasjoner hadde også økt betydelig og renten på nye obligasjonslån lå på nærmere 15 prosent. Folketrygdfondet fikk imidlertid i liten grad nytte godt av dette, for rammene for plasseringer i ikke-statlige obligasjoner var lave. Fondets kjøp av slike obligasjoner utgjorde i 1986 bare 7 prosent av bruttoemisjonene. Statspapirer svarte for over 70 prosent av fondets samlede plasseringer. Det kunne være nærliggende å se dette i sammenheng med Trygdefinansieringsutvalgets forslag.

Samtidig var norsk økonomi på vei fra "løsslepp" til krise. Oljeprisen falt til 10 dollar i 1986. Det ble gjennomført kraftige innstramninger i den økonomiske politikken og arbeidsløsheten steg etter hvert til høyere nivåer enn man noen gang hadde hatt i etterkrigstiden. I 1988-89 fikk man til og med en nedgang i norsk fastlandsøkonomi. Bankene, som hadde økt sine utlån kraftig på midten av 80-tallet, fikk nå betale for dette med økende og etter hvert katastrofalt store tap da stadig flere bedrifter og privatpersoner ikke kunne gjøre opp for seg. En ny bankkrise var under oppseiling.

For Folketrygdfondets mange styrer syntes også løpet å være kjørt.

Deres skjebne så ut til å være beseglet da Sosialdepartementet høsten 1988 fremla en stortingsmelding om folketrygdens økonomi og pensjonsystem. I meldingen sluttet departementet seg til Trygdefinansieringsutvalgets forslag om at fondsadministrasjonen skulle legges under Finansdepartementet og håndteres administrativt av Norges Bank.

Distriktsfondsstyrene og hovedstyret i Folketrygdfondet hadde ikke overraskende uttalt seg imot at de skulle nedlegges. Nå fant hovedstyret det betimelig og berettiget å tilskrive Stortingets finanskomité om sitt syn på saken. I brevet, datert 17. januar 1989, tok hovedstyret opp de interessenkonflikter og andre betenkeligheter som ville være knyttet til at Finansdepartementet/Norges Bank skulle forestå fondsforvaltningen og konkluderte med at det burde opprettholdes en styreordning for fondet.

Hovedstyret fikk gjennomslag for sine synspunkter. Det førte til at sosialkomitéen i sin innstilling gikk inn for at hovedstyret burde opprettholdes, men den fant ikke "tilstrekkelig grunnlag for å opprettholde de lokale fondsstyrene". I stortingsdebatten om folketrygdens økonomi 30. mai 1989 ble ikke orga-



Årsberetningenes utseende reflekterer endringene over tid i virksomhet og investorprofil.

niseringen av fondsforvaltningen noe tema. Ingen av stortingsrepresentantene fant grunn til å kommentere den foreslåttedleggelseavdistriktsfondsstyrene. Ordningen med distriktsstyrer som hadde vært det fremste politiske stridstema da fondet ble etablert, ble besluttet avvirket uten beklagelser. Avviklingen ble gjennomført 15. mai 1990. Folketrygdfondet skulle heretter ledes av ett styre med ni medlemmer medpersonligevaramedlemmerbistått av et sekretariat med tre ansatte. Selv om kapitalen på dette tidspunkt hadde vokst til knapt 50 milliarder kroner, trengtes ingen stor administrasjon for å forvalte denne når 70 prosent skulle plasseres i statspapirer, det resterende i ikke-statligeobligasjoner og når Norges Bank-avdelinger tok seg av back-office-funksjonene og det praktiske med bank-innskuddene.

Men mens fondets styrer og administrasjonen vandret i skyggenes dal og ventet på at politikerne skulle bestemme seg for om de skulle få ett liv også i det kommende tiår, skjedde ting som skulle bli en ny giv for fondet og gi det arbeidsoppgaver på et område som politikerne hittil hadde ment skulle være en forbudt arena for det statlige Folketrygdfondet. Det skulle få lov til å investere i aksjer på Oslo Børs. Det skulle begynne "å spekulere med trygdepenger". Men som for folketrygden og fondets tilblivelse, det måtte en ny ulykke til, denne gang en økonomisk krise.

#### Folketrygdfondet i aksjemarkedet

Det hadde seg nemlig slik at mens Stortinget drøftet om Folketrygdfondet fortsatt skulle ha en styreordning, besluttet NHO å igangsette et prosjekt med sikte på "å analysere forhold av særlig betydning for kapitaldannelsen og eierrollen i norsk næringsliv". Det ble etablert en styringsgruppe og en referansegruppe med de fremste av lederne i næringslivet som medlemmer. Prosjektarbeidet ble unnagjort på få måneder. Det var nok et uttrykk for tidens ulykkelige økonomiske omsten-



Tristemenn: Sentralbanksjef Hermod Skånland, styreformann i Kreditkassen, Per Ditlev-Simonsen, og styreleder i Statens Bankinvesteringsfond, Tormod Hermansen, fotografert i Stortingets diplomatsje under finansminister Sigbjørn Johnsen's redegjørelse 17. oktober 1991 om den norske bankkrisen. Tredagertidligere hadde Kreditkassen meldt at hele den private aksjekapitalen var tapt. Foto: Scanpix.

digheter. Allerede 5. januar 1990 ga NHOs arbeidsutvalg tilslutning til rapportens konklusjoner og anbefalinger. I rapporten uttales at tilførsel av eksternt risikokapital "er spesielt viktig i situasjoner som nå, når omstillingsbehovet i næringslivet er stort" og at "det er behov for å utvikle eierrollen i norske bedrifter". Det var et hovedpunkt i rapporten at de institusjonelle investorers betydning for det norske aksjemarkedet burde økes. Det ble foreslått at forsikringsselskapenes skullegis anledning til å øke sine aksjeinvesteringer. Og, noe uventet, høyt på listen av anbefalinger sto å lese at Folketrygdfondet burde få anledning til å investere i aksjer for å bidra til å bedre egenkapitaltilgangen i næringslivet.

På dette tidspunktet var de endrede reglementsbestemmelser vedrørende den nye styreordning i Folketrygdfondet til behandling i Stortingets finanskomité. I komitéens innstilling ble det fra Fremskrittspartiets side foreslått å gi fondet adgang til å investere i norske børsnoterte aksjer. Forslaget ble blant annet begrunnet med at NHO hadde tatt til orde for at fondet skulle få investere i aksjer. Fremskrittspartiets forslag ble imidlertid avvist av komitéens flertall, dvs. representantene fra alle de andre partiene. Flertallet uttalte i komitéinnstillingen av 6. februar 1990 at "det ikke er naturlig, innenfor rammen av de oppgaver som folketrygdfondet i dag er tillagt, å engasjere seg i vanlige aksjeinvesteringer". Flertallet viste til at dette spørsmål ble grundig vurdert



i 1967, og at det da var bred enighet om at fondet ikke skulle engasjere seg i kjøp av aksjer, "bl.a. under henvisning til de sikkerhetskrav som er stilt".

Men utviklingen i norsk økonomi i 1990 var lite lystelig. Arbeidsløsheten var økende, inflasjonen og rentenivået var høyt, bankene rapporterte om store utlånstap, aksjekursene var for nedadgående, og det så ikke ut til at utviklingen ville bli stort bedre i 1991. I oktober 1990 ble det på nytt regjeringsskifte. Regjeringen Syse måtte gå av på grunn av strid mellom regjeringspartiene i EF-saken og ble avløst av regjeringen Harlem Brundtland. Den 10. desember la regjeringen salderingsproposisjonen frem forslag om flere tiltak for å styrke egenkapitaltilgangen i norsk næringsliv. Blant disse tiltak var også et forslag om at Folketrygdfondet skulle få adgang til, innenfor en begrenset ramme, å investere i børsnoterte norske aksjer.

I slutten av april 1991 la Finansdepartementet frem en proposisjon hvor det ble foreslått at fondet skulle kunne investere inntil 10 prosent av sin kapital i børsnoterte norske aksjer. I proposisjonen ble uttalt at fondet skulle opptre som en profesjonell investor og at det skulle ta sikte på å oppnå en høyest mulig avkastning. Fondet skulle

opptre som en porteføljeforvalter i norske aksjer. Det skulle opptre langsiktig og være en stabil investor i aksjemarkedet. Siden fondet ikke skulle eie mer enn maksimalt 10 prosent av aksjene i et enkelt selskap, ville det være "mindre naturlig" at det lot seg representere i styrene i selskapene. Det ble videre presisert at det var styrets ansvar å vurdere og fatte investeringsbeslutninger, og at "Noen instruksjonsmyndighet i enkeltsaker forutsettes ikke tillagt verken Kongen eller departementet."

I proposisjonen ble også uttalt at plasseringene i aksjer skulle være et alternativ til fondets kjøp av private obligasjoner og plasseringer i bankinnskudd. Plasseringer i stats- og statsbankpapirer skulle fortsatt være fondets "hovedplasseringsform". Plasseringene i statspapirer skulle utvides til å omfatte kontolån til statskassen. Dengeografisk differensiering av bankinnskuddene ble foreslått avskaffet og det skulle ikke ligge noe subsidielement i de bankinnskudd fondet måtte gjøre.

De forandringer som ble foreslått, innebar ikke bare en vesentlig endring i fondets plasseringsadgang, derepresenterte også en klar endring i hva slags kapitalforvalter og investor Folketrygdfondet i fremtiden skulle være. Fondet skulle være en profesjonell porteføljeforvalter. Det skulle opptre forretningsmessig og søke høyest mulig avkastning (uten å påta seg for stor risiko). De distriktpolitiske motiverte plasseringsregler ble avvirket. De rammer fondet i fremtiden ville bli underlagt, ville være av generell karakter (kvantitative rammer for virksomheten).

Den politiske uenighet under stortingsbehandlingen begrenset seg til forslaget om aksjeverdier. På dette punkt var til gjengjeld uenigheten stor. De ikke-sosialistiske partier og SV så det ikke som "noen naturlig oppgave for staten gjennom Folketrygdfondet å gå inn som betydelig eier i private foretak", og det ble pekt på "faren for at politisk press eller politiske overveielser" kunne føre til at fondet investerte i



1992 varet dårlig åriaksjemarkedet. Kollapsen i UNI Storebrand var merkbart også for Folketrygdfondet.



Dagbladet 22.11.1991. Etter tre måneders som aksjeverdier: Det første avisoppslag om Folketrygdfondets meritter.



1992 endter imelig bra tilross for kursfall, takket være store renteinntekter. Og året etter kunne Folketrygdfondet vise til rekordavkastning.

bedrifter som var særlig risikoutsatt og ga dårlig avkastning. I en egen merknad uttalte Høyres komitérepresentanter at "Folketrygdfondet vil kunne svekke den viktige funksjon aksjemarkedet og aktive eiere har når det gjelder å motivere bedriftene til lønnsom og effektiv drift".

Regjeringens forslag fikk imidlertid støtte fra Fremskrittspartiet og Aune-

lista og ble vedtatt i Stortinget 20. juni 1991 med 71 mot 63 stemmer.

De politiske skillelinjene var de samme da regjeringen allerede året etter fremmet forslag om å øke fondets maksimalrammer for aksjeinvesteringer og eierandel i et enkelt selskap fra 10 til 15 prosent. Men da regjeringen høsten 1994 – i forkant av folkeavstemningen om medlemskap i EU – foreslo at fondet skulle kunne investere inntil 20 prosent av kapitalen i børsnoterte norske aksjer, fikk forslaget bred tilslutning i Stortinget. Bare Sosialistisk Venstreparti og Rød Valgallianse stemte mot. I de tre årene som hadde gått siden fondet foretok sine første aksjeinvesteringer i august 1991, hadde det trolig fått vist at det som aksjeinvestor ikke hadde vært til skade hverken for aksjemarkedet eller selskapene i næringslivet. Det kunne også vise til en brukbar avkastning på sine aksjeinvesteringer.

Da fondet la frem regnskapet for 1996, var bankkrisen for lengst et tilbakelagt stadium. Norsk økonomi og aksjemarkedet var igjen preget av oppgang. Siden 1986 hadde fondets kapital vokst til nesten det tredobbelte, regnet "på gammel måte", dvs. etter kostpris på verdipapirporteføljen. Fondet hadde imidlertid lagt om regnskapet til markedsverdi prinsippet i 1991. Ved utgangen av 1996 var "den verdikorrigerede kapital" økt til 102,5 milliarder kroner. Den verdikorrigerede avkastningsraten for 1996 var på 10,2 prosent. Avkastningen på aksjeplasseringene var på hele 31,4 prosent. Markedsverdien av porteføljen av aksjer og andre egenkapitalplasseringer beløp seg til 13,2 milliarder kroner og utgjorde 13 prosent av fondets kapital. Fondets bankinnskudd var redusert til noen hundre millioner kroner. Andelen av statspapirer var blitt redusert til ca 60 prosent av de samlede plasseringer. Fondets rammer for plasseringer i private papirer hadde nemlig vært ganske romslige i de første årene etter at det hadde fått adgang til aksjemarkedet.

Fondets administrasjon hadde også økt betydelig. Det hadde skjedd en seksdobling siden 1990 – til 18 ansatte. Årsaken var ikke bare at fondet hadde bygget opp en aksjeavdeling og styrket bemanningen på rentesiden. Det hadde også overtatt back-office-funksjonene fra Norges Bank og etablert en utrednings- og analyseavdeling. Kjønnsfordelingen i styre og administrasjon var så jevn som den kunne bli med et oddetall av styremedlemmer og et partall av ansatte.

#### Rollen som investor og aksjonær

I 1996 utarbeidet fondet for øvrig de første retningslinjer for sin eierskapsutøvelse. Noen kontroversielle selskaps-situasjoner hadde gjort det påkrevet, og fem års erfaringer med ulike typer av eierskapsutfordringer hadde gitt grunnlag for fastsettelse av noen prinsipper for hvordan fondet burde forholde seg til det faktum at aksjer ikke bare er verdipapirer, men også forbundet med eierrettigheter og –ansvar. Det hadde gått beklagelig raskt å gjøre de første erfaringer og komme til den konklusjon at fondet, selv om det "bare" skulle være en finansiell porteføljeforvalter og med sin statlighet helst ikke skulle gjøre for mye ut av seg, fra tid til annen måtte foreta vurderinger om hva det i gitte situasjoner skulle mene og gjøre for å ivareta egne økonomiske interesser og, likeså, sitt eieransvar i saker som det tillå aksjonærene å treffe avgjørelse om.

Folketrygdfondet hadde ikke vært uberørt av bankkrisen og den finansielle kollaps i landets største forsikrings-selskap. Fondet hadde tatt til orde mot uakseptable opsjonsordninger til lederne i noen selskaper. Det hadde måttet forholde seg til kontroversielle fusjonsforslag og oppkjøpsforsøk. Det hadde vært aksjonæruenighet og personstrid om sammensetningen av styrene i enkelteselskaper. Fondet hadde pådratt seg medias oppmerksomhet og fått både kritikk og ros fra forskjellige hold for de standpunkter det hadde inntatt.



Dagens Næringsliv 26.06.2003.

Den 6. juni 2003 avsa Høyesterett dom om hvordan tvangsinnløste aksjerskal verdsettes. Dommenga minoritetsaksjonærene, deriblant Folketrygdfondet, medholdt idesynspunkter de hadde fremført i flere tvangsinnløsningsaker. Den styrking av minoritetsvernetsom høyesterettsdommen innebar, blekkemøtt med bare begeistring.

Retningslinjene for eierskapsutøvelse tok utgangspunkt i fondets udiskutable ansvar for å ivareta sine økonomiske interesser. Fondet skulle ikke utøve et styrelignende aktivt eierskap fra utsiden av selskapenes styringsorganer, men det hadde en forpliktelse til å ta stilling til selskaps spørsmål som ble forelagt aksjonærene. Fondet skulle for øvrig opptre profesjonelt og selvstendig som aksjonær og nøytralt og saklig i forhold til andre aksjonærer og aksjonærgrupperinger.

Fondets investeringspolitikk tok utgangspunkt i at aksjeinvesteringene i de enkelte selskaper skulle være av langsiktig karakter og basert på en vurdering av selskapenes inntjeningsmuligheter (og risikosituasjon) på flere års sikt. Fondets aksjeportefølje hadde derfor en selskaps sammensetning som avvek til dels betydelig fra sammensetningen av børsindeksen. Fra enkelte hold ble fremholdt at fondet burde opptre som et rent indeksfond på Oslo Børs og at dette ville innebære at fondet





Dagens Næringsliv 31.08.2000. Den 31. august 2000 kunne Dagens Næringsliv fortelle at de største institusjonelle investorene hadde utarbeidet en oppdatert versjon av det tilbud, dvs. ti prinsipper for hvordan børsnoterte selskaper bør styres og aksjonærenes interesser ivaretas.

ikke ville ha behov for å engasjere seg i eierskaps spørsmål. Det var en synsmåte som var nokså utbredt på begynnelsen av 90-tallet, men som ikke desto mindre var uttrykk for en misforståelse. Det ble klart etter hvert som interessen for corporate governance-spørsmål økte og debatten om aksjonærenes rettigheter ble stadig mer omsegripende. En viktig spore for denne debatten var utviklingen i retning av stadig mer "administrasjonsstyrte" selskaper og konkrete tilfeller av forskjellsbehandling av aksjonærer ved såkalte nærstående-transaksjoner. På slutten av 90-tallet ble fondets aksjonær-interesser berørt i et par slike saker. I en av disse sakene hadde fondet samarbeidet med forsikrings selskapet Vital om ivaretagelsen av de felles aksjonærinteresser. Dette samarbeidet ledet til at Vital inviterte til etablering av et eierforum sammensatt av de største institusjonelle investorer på Oslo Børs. Eierforumet utarbeidet et forslag til retningslinjer for hvordan de børsnoterte selskaper burde forholde seg til sine eiere. Forslaget ble offentliggjort høsten 2000 og ble starten på en utviklingsprosess som førte frem til en "Norsk



anbefaling om Eierstyring og selskapsledelse" som var utarbeidet i fellesskap av en rekke organisasjoner, blant andre NHO, Oslo Børs og Eierforum, og ble lagt frem i 2004.

Men tilbake til 1996, for det skjedde et par andre ting det året som er verdt å nevne. Regjeringen nedsatte et utvalg for å utrede fondskonstruksjoner for folketrygden. Dessuten foretok Finansdepartementet det første innskudd fra oljeinntektene på kontoen til Statens Petroleumsfond i Norges Bank. Det skulle innlede en fondsoppsamling som nokså raskt skulle bli atskillig større enn kapitalen i Folketrygdfondet. Petroleumsfondet skulle ikke foreta investeringer i Norge, det skulle ha resten av verden som arbeidsområde. Men om Folketrygdfondet og Petroleumsfondet hadde forskjellige geografiske virkeområder, skulle de komme til å møtes på veien ti år senere.

#### Ut av Norge – inn i Statens Pensjonsfond

Folketrygdfondet hadde under 90-tallet foreslått overfor Finansdepartementet at plasseringsadgangen ble utvidet til blant annet å omfatte investeringer i aksjer i de andre nordiske land. Over årene skjedde også visse endringer i plasseringsadgangen. I 1996 ble reglementet endret slik at fondet kunne beholde aksjer i selskaper som gjennom fusjon eller lignende endret status fra norsk til utenlandsk. I 1999 fikk fondet adgang til å investere i alle aksjer som var notert på Oslo Børs og ikke bare de som var

norske. Denne endringen var ikke bare av investeringsmessig interesse, den ville også gjøre det lettere å benytte børsindeksen som basis for fastsettelsen av risikomål (volatilitetsrammer) og sammenligningsgrunnlag for fondets avkastningsresultater.

Den informasjonsteknologiske utvikling på 90-tallet hadde vært så sterk at det nå var blitt praktisk mulig – og enkelt – å foreta avanserte beregninger og analyser av avkastning og risiko for de enkelte verdipapirporteføljer. Om dette ikke nødvendigvis gjorde det lettere å treffe kloke investeringsbeslutninger, ble det enklere å holde oversikt over porteføljehavens risiko og evaluere avkastningsutviklingen.

Det tok tid før fondet fikk gjennomslag for sitt ønske om å foreta aksjeinvesteringer utenom Norges grenser, men i slutten av 2000 vedtok Stortinget at fondet skulle kunne investere inntil 5 prosent av aksjerammen, dvs. 1 prosent av fondets kapital, i aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige. To år senere ble "den nordiske rammen" økt til 20 prosent av aksjerammen, dvs. 4 prosent av total kapitalen.

På samme tid var et nytt utvalg – en pensjonskommissjon – i arbeid med å vurdere "hovedmål og prinsipper for et samlet pensjonssystem". Kommisjonen skulle blant annet vurdere "om fondering av pensjonsytelsene kan bidra til å sikre et bærekraftig pensjonssystem på sikt". I lys av de store endringer i befolkningens aldersstruktur var det et spørsmål som utvilsomt fortjente oppmerksomhet. Da alderstrygden ble innført i 1937, utgjorde antall personer over 70 år litt over 5 prosent av befolkningen. Siden er pensjonsalderen blitt redusert til 67 år, og antallet av personer over 67 år utgjør i dag vel 13 prosent av befolkningen, og vil øke ytterligere i de kommende tiår.

Pensjonskommissjonens utredning ble fremlagt i januar 2004. Det ble ikke bare foreslått endringer i pensjonssystemet. Kommisjonen foreslo også at

det skulle etableres et Statens Pensjonsfond basert på Statens Petroleumsfond og Folketrygdfondet. Det ble ikke foreslått at det skulle bygges opp en ny forvaltningsorganisasjon. Forvaltningsmiljøene i Norges Bank (for Petroleumsfondet) og Folketrygdfondet skulle opprettholdes og den geografiske arbeidsdelingen mellom fondene likeså.

I stortingsmeldingen om pensjonsreformen ble det påpekt at den foreslåtte fondsløsningen (dvs. opprettelsen av Statens Pensjonsfond) var "en regnskapsmessig konstruksjon" og at Pensjonsfondet "som en overbygning for Petroleumsfondet og Folketrygdfondet sikter mot å knytte en klarere forbindelse mellom fremtidig pensjonsforpliktelser og behovet for statlig sparing". Folketrygden skulle således videreføres som et utkligningsbasert ("pay as you go") pensjonssystem, selv om det ble etablert et Statens Pensjonsfond.

Stortinget sluttet seg til opprettelsen av Statens Pensjonsfond og i oktober 2005 ble proposisjon om Lov om Statens Pensjonsfond fremlagt. I denne ble uttalt at "det ansvaret Norges Banks hovedstyre og Folketrygdfondets styre i dag har for den operative forvaltningen av Petroleumsfondet og Folketrygdfondet, videreføres innenfor den nye fondskonstruksjonen". Pensjonsfondets skulle bestå av to deler: Statens Pensjonsfond – Utland og Statens Pensjonsfond – Norge. Det innebar likevel ikke at Folketrygdfondet skulle henge sammen med Folketrygdfondet. Folketrygdfondet skulle bestå som organisasjon og hete det samme som før, men det skulle nå på vegne av Finansdepartementet være forvalter for de midler som regnskapsmessig tilhørte Statens Pensjonsfond – Norge.

Men etableringen av Statens Pensjonsfond skulle også føre til noen reelle endringer for Folketrygdfondet. Istedenfor at Folketrygdfondet skulle arbeide i henhold til et reglement fastsatt av Stortinget, skulle forvaltningen i fremtiden skje på grunnlag av en egen forskrift fastsatt av Finansdepartementet – slik det hadde vært for Petroleumsfondet. I Revidert Nasjonalbudsjett 2006 ble det gitt en redegjørelse om dette. Det ble uttalt at Folketrygdfondet skal være "en finansiell investor som ivaretar Pensjonsfondet – Norges interesser gjennom kjøp og salg i markedet og gjennom deltakelse i valgkomitéer, generalforsamlinger, representantskap og bedriftsforsamlinger". Det ble videre uttalt at den geografiske arbeidsdelingen mellom den utenlandske og norske delen av Pensjonsfondet skal videreføres. Folketrygdfondets plasseringer skal "i all hovedsak fortsatt være i Norge og støtte opp om rollen som Pensjonsfondet – Norge har som langsiktig investor i det norske markedet". Men før den nye forskrift trådte i kraft skulle det foretas en større operasjon – en amputasjon – på fondets balanse, en operasjon som skulle kombineres med viktige endringer i plasseringsreglene.

Siden begynnelsen av 90-tallet hadde fondets plasseringer i statspapirer for det aller meste skjedd som kontolån til statskassen. Ved inngangen til 2006 hadde kontolånene økt til 104,6 milliarder kroner (i markedsverdi) og utgjorde 55 prosent av fondets totale kapital. Finansdepartementet gikk inn for å nedskrive rundt 90 prosent av kontolånene. Av den gjenstående kapital skulle fondet kunne plassere inntil 50 prosent i børsnoterte aksjer i Norge, Danmark, Finland og Sverige, dog slik at de utenlandske

aksjeplasseringene ikke kunne utgjøre mer enn en femtedel av aksjerammen, dvs. ikke mer enn 10 prosent av total forvaltningskapital (målt etter anskaffelseskost). I tillegg skulle fondet, for første gang, gis anledning til å foreta plasseringer i obligasjoner og sertifikater utstedt av danske, finske og svenske låntakere, også dette innenfor en ramme på 10 prosent av kapitalen. Gjennom nedskrivningen av kontolånene og endringene i plasseringsvilkårene ble det som hadde vært en hovedretningslinje for forvaltningen av fondets kapital i 40 år – at statlige papirer skulle være en hovedplasseringsform – opphevet. Nedskrivningen av kontolånene ble gjennomført i begynnelsen av desember 2006. Ved årets slutt viste regnskapet at fondets kapital nå beløp seg til 106,9 milliarder kroner mot 191,3 milliarder kroner ved årets begynnelse. Likevel hadde 2006 vært et godt år med en avkastningsrate på 11,1 prosent, og da det var til ende trådte den nye forvaltningsforskriften i kraft.

Etter år preget av forventninger om fremtidig storhet og trusler om nedleggelse, av uklarhet og tvil om egen rolle og berettigelse, men også år preget av organisatorisk utvikling, kompetansemessig vekst og gode avkastningsresultater, er Folketrygdfondets fremtidige rolle og status som forvalter av en del av Statens Pensjonsfond blitt avklart. Fondets plasseringsregler er blitt modernisert – som pensjonssystemet selv skal bli. Fondet har fått Norden som "hjemmemarked" både for aksje- og obligasjonsplasseringene. Det vil gi nye og større utfordringer. Også om Folketrygdfondet kan det nå kanskje sies at "Life begins at forty".

# Porteføljeegenskaper

## Statens pensjonsfond – Norge

I Revidert nasjonalbudsjett 2006 ble det varslet at kontolånsordningen skulle avvikles. Samtidig med dette fastsatte Finansdepartementet en ny forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Forskriften er gjeldende fra 1. januar 2007 og har sammen med avviklingen av kontolånsordningen store konsekvenser for porteføljeegenskapene til Statens pensjonsfond – Norge.

Maksimalgrensen for aksjeandelen i porteføljen var tidligere satt til 20 prosent, men er fra 1. januar 2007 satt til 50 prosent av kapitalen målt til anskaffelseskost. Innenfor denne rammen er det anledning til å plassere inntil 20 prosent i aksjer notert på børs i Danmark, Sverige og Finland. Forskriften innebærer også en utvidelse av investeringsmandatet ved at inntil 10 prosent av kapitalen kan investeres i rentemarkedet i Danmark, Sverige og Finland.

### Endring i porteføljeegenskaper

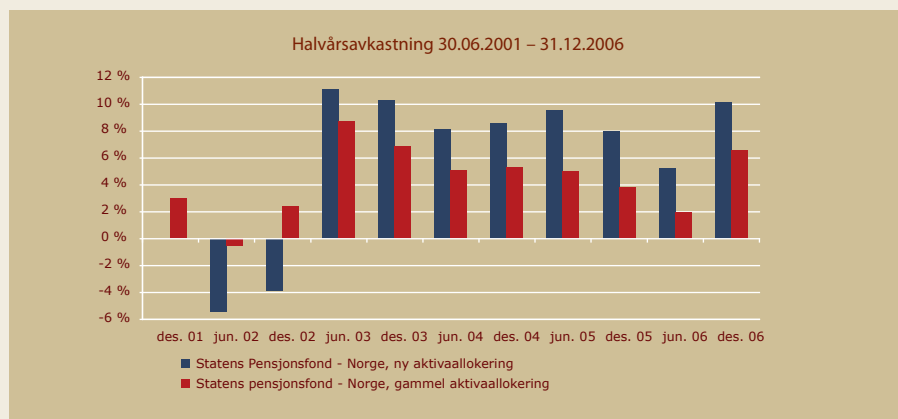
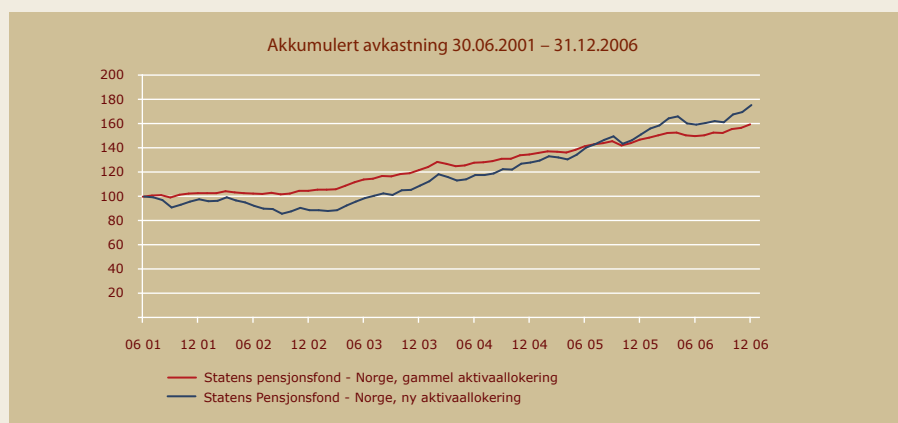
Økt aksjeandel innebærer at forventet avkastning øker. Samtidig innebærer økt aksjeandel også større svingninger i de årlige resultatene. I Revidert nasjonalbudsjett 2006 omtales dette med at "Den økte aksjeandelen innebærer således at en må være forberedt på større årlige svingninger i fondsavkastningen fremover enn det fondet har hatt til nå. Folketrygdfondet har en langsiktig investeringshorisont. I en vurdering av resultatene i forvaltningen må en legge vekt på utviklingen over tid. Årlige svingninger har i dennes sammenheng mindre betydning".

Effektene ved økt aksjeandel kan illustreres ved å ta utgangspunkt i utviklingen i de aktuelle markedene for perioden fra 30.06.2001, som er det tidspunkt hvor det foreligger representative data, til 31.12.2006. Det er i denne sammenheng forutsatt at det ved starten av perioden er investert 46,5 prosent i aksjer (37 prosent i norske aksjer og 9,5 prosent i nordiske aksjer) og 53,5 prosent i renter

(44 prosent i norske renter og 9,5 prosent i nordiske renter). For å unngå problemstillinger knyttet til at rammene for forvaltningen er fastsatt til kostpris er det videre forutsatt at det ikke er gjennomført handler i perioden. Siden hensikten er å beskrive forskjeller i porteføljeegenskapene er de faktiske tallene for desember 2006 rekalkulert som om avviklingen av kontolånsordningen skjedde ved utgangen av året.

Vi ser at dersom de nye rammevilkårene hadde vært innført allerede i juni 2001, rammes avkastningen ved inngangen til perioden langt sterkere av kursfallet i aksjemarkedet som varte frem til våren 2003. Etter hvert ser vi at stignings-takten for den kurven som viser avkastningsutviklingen ved nyaktivaallokering, er sterkere enn avkastningsutviklingen ved gammel aktivaallokering. Ser vi på halvårsavkastningen vises dette enda tydeligere.

Avkastningen i de tre første halvårene er i regneeksemplet svakere for ny aktivaallokering enn avkastningen faktisk var med den gamle aktivaallokeringen. I de påfølgende åtte halvårsperiodene stiger aksjemarkedene, og regneeksemplet for ny aktivaallokering oppnår høyere av-



## Porteføljeegenskaper

	Historisk aktivaallokering	Ny aktivaallokering
Avkastning basert på:		
- perioden 06.2001 – 12.2006	8,9 %	11,1 %
- Norge historisk 1900 – 2005	6,9 %	8,5 %
- Norges Banks anslag fremover	6,4 %	7,2 %
Standardavvik	4,2 %	8,7 %
Sansynlighet for negativ årlig avkastning, basert på:		
- avkastningstall fra perioden 06.2001 – 12.2006	1,7 %	10,8 %
- avkastningstall fra Norge historisk 1900 – 2005	7,3 %	21,4 %
- avkastningstall fra Norges Banks anslag fremover	8,1 %	23,6 %

kastningennavkastningenmedgammel aktivaallokering.

De halvårslige avkastningstallene for regneeksemplet med nyaktivaallokering svinger langt mer enn avkastningen for gammel aktivaallokering. Basert på månedlige avkastningstall kan dette måles ved standardavviket, som var 8,7 prosent for regneeksemplet med ny aktivaallokering og 4,2 prosent med gammel aktivaallokering. Grovt sett kan vi si at avkastningsutviklingen for ny aktivaallokering varierte litt mer enn det dobbelte av hva den faktisk gjorde med gammel aktivaallokering. Som årlig gjennomsnitt var avkastningen i samme periode hhv. 11,1 prosent for ny aktivaallokering og 8,9 prosent for gammel aktivaallokering. Perioden som er brukt i eksemplet er en periode hvor både renter og aksjer har gitt svært god avkastning og er neppe representativ for fremtiden. I denne perioden har norske aksjer gitt en avkastning som var 11,6 prosent bedre enn for renter. Svingningene i avkastningshistorikkene er derimot mer representativ.

I tillegg til perioden juni 2001 – desember 2006 er det i det følgende brukt to ulike innfallsvinkler for å beskrive forventet avkastning for ny og gammel aktivaallokering for Statens pensjonsfond – Norge. En hvor utgangspunktet for egenkapitalrisikopremien er historisk meravkastning for aksjer og en hvor utgangspunktet er forventet meravkastning for aksjer.

I Dimson, Marsh and Staunton (2006)<sup>1</sup> er egenkapitalrisikopremien beregnet som aritmetisk meravkastning for aksjer i forhold til obligasjoner oppgitt til 5,26 prosent for Norge i perioden 1900-2005. For Danmark er tallet noe lavere, mens det for Sverige er høyere. For Finland finnes det ikke tilgjengelig statistikk.

Historisk har avkastning for aksjer vært høyere i forhold til obligasjoner enn det er grunn til å regne med at det vil være fremover. Norges Bank anslår egenkapitalrisikopremien fremover til å være 2,5 prosent<sup>2</sup>.

Ved bruk av anslag for forventet fremtidig avkastning i obligasjonsmarkedene, de tre ulike anslagene for egenkapitalrisikopremien samt enkelte tekniske forutsetninger om porteføljens sammensetning, er porteføljeegenskapene som vist i egen tabell.

Det er betydelig forskjell i avkastningsanslagene avhengig av hvilken metode som benyttes for å anslå egenkapitalrisikopremien.

Med anslag på egenkapitalrisikopremien lik det historiske aritmetiske gjennomsnitt fra perioden 1900 til 2006 på 5,26 prosent, gir gammel aktivaallokering en forventet avkastning på 6,9 prosent årlig. Gitt de samme forutsetningene og med den nye aktivaallokeringen, blir den forventede avkastningen på 8,5 prosent. Dette gir altså 1,5 prosentpoeng høyere årlig avkastning enn den tidligere aktivaallokeringen ga.

Hvis en legger til grunn Norges Banks anslag på egenkapitalrisikopremien på 2,5 prosentpoeng blir forventet avkastning med gammel aktivaallokering 6,4 prosent og 7,2 prosent med ny aktivaallokering. Dette gir 0,8 prosentpoeng høyere forventet årlig avkastning for den nye aktivaallokeringen enn den gamle aktivaallokeringen når Norges Banks anslag for egenkapitalrisikopremien legges til grunn.

I tabellen er også sannsynligheten for at avkastningen for et enkelt år blir negativ vist, med de tre ulike anslagene for egenkapitalrisikopremien. Sannsynlighetstallet for negativ avkastning bygger på visse beregningsmessige forutsetninger.

Dersom Norges Banks anslag for egenkapitalrisikopremien legges til grunn ser vi at nær 1 av 4 år vil gi negativ avkastning med den nye aktivaallokeringen, mens det tilsvarende tallet for den gamle aktivaallokeringen er omtrent 1 av 12 år. Også de andre anslagene for egenkapitalrisikopremien viser at sannsynligheten for at den årlige avkastningen blir negativ er langt større med den nye aktivaallokeringen enn den gamle aktivaallokeringen.

For lengre tidslengder enn ett år, får anslaget for avkastning økende betydning i forhold til anslaget for standardavvik ved beregning av sannsynligheten for negativ avkastning for en periode. For tidslengder på 10 år finner Siegel (2002)<sup>3</sup> ingen perioder i tidsrommet 1802 til 2001 i USA hvor aksjer har en lavere realavkastning enn obligasjoner. For 20 års tidslengder er det heller ingen perioder hvor aksjer har gitt negativ realavkastning i USA. Det er det derimot for obligasjoner. Forholdet at sannsynligheten for negativ avkastning er større for obligasjonsporteføljer enn for aksjeporteføljer når tidslengden blir lang nok, forventes å være tilfellet for norske og nordiske porteføljer også, men effekten kan være noe mindre enn i USA.

Som påpekt i Revidert nasjonalbudsjett 2006 er det avkastningen til Statens pensjonsfond – Norge over tid som er



viktig, ikke nivået på de årlige svingningene. Med den langsiktige investeringshorisonten som legges til grunn for forvaltningen er det heller ikke nødvendigvis slik at økt aksjeandel i porteføljen øker sannsynligheten for negativ avkastning når tidslengden er lang nok. Imidlertid må man være forberedt på større årlige svingninger i avkastningen fremover enn det man har hatt til nå, og at det langt hyppigere vil komme år med negativ avkastning.

#### Referanseportefølje 2007

Ved fastsettelse av en referanseportefølje er det viktig å tenke på sentrale egenskaper er tilstede. Det viktigste er at referanseporteføljen gir uttrykk for den langsiktige porteføljen og sånn sett beskriver normalporteføljen. De ulike aktivaklassenes referanseporteføljer må gi uttrykk for den eksponeringen en investor normalt får ved å investere i de aktuelle markedene. Referanseporteføljen bør også være investerbar, noe som betyr at det må være mulig å investere i likvid referanseporteføljen. For Statens pensjonsfond – Norge innebærer det siste punktet blant annet at aktivassammensetning ikke må bryte med de rammene Finansdepartementet har satt for forvaltningen.

Den referanseporteføljen Folketrygdfondets styre har fastsatt for 2007 reflekterer både utviklingen av kontolånsordningen og den nye plasseringsrammene som er gitt for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Med bakgrunn i at rammene er fastsatt med basis i anskaffelseskost er vektingen av ulike aktiva-

klasser i referanseporteføljen også fastsatt til anskaffelseskost. Hva vektingen ville vært etter markedsverdi primo 2007 er til sammenligning oppgitt i parentes. Den aktivassammensetningen som er vist i figuren avviker noe fra den aktivassammensetningen referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Norge hadde ved oppstarten av 2007. Dette fordi det tar noe tid å iverksette investeringer i rentemarkedene utenfor Norge.

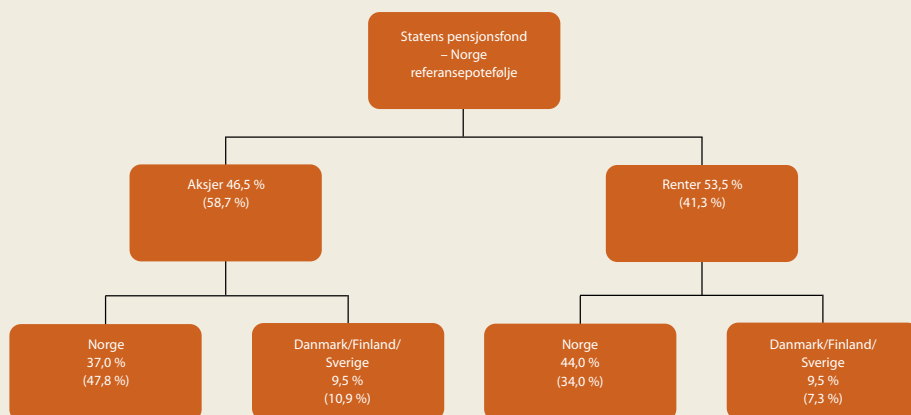
For den norske aksjeporteføljen har Folketrygdfondets styre besluttet å videreføre Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) som referanseindeks.

Som følge av at det i Revidert nasjonalbudsjett 2006 ble åpnet for at forvaltningen av nordiske aksjer i langt større grad enn tidligere kunne forvaltes aktivt, har Folketrygdfondets styre valgt å endre referanseporteføljen for nordiske aksjer. Med virkning fra børs slutt 31. januar 2007 har styret fastsatt at aksjeindeksen VINXB skal danne grunnlag for den nordiske referanseporteføljen. Islandske selskaper og selskaper som er notert på Oslo Børs tas imidlertid ut ved beregning av indeksen. Perioden mellom 31. desember 2006 og 31. januar 2007 blir betraktet som en oppstartsperiode for det nye mandatet for nordiske aksjer. Det ble følgelig ikke fastsatt noe mål for forventet relativ volatilitet i januar 2007. Forvaltningen ble i løpet av januar 2007 tilpasset den nye referanseporteføljen. For beregningsformål vil den nye referanseporteføljen bli brukt for hele 2007.

Med virkning fra 28. februar 2006 har styret bestemt at indeksen DnB Stat Alle skal være referanseportefølje for den statlige delen av den norske renteporteføljen. For den ikke-statlige delen benyttes DnB-Swapindekser sammensatt slik at rentefølsomheten og underliggende posisjon ved inngangen til hver måned i størst mulig grad sammenfaller med utstående volum for private norske obligasjoner med fast rente og mer enn ett år til forfall.

Etter innføringen av den nye forskriften kan Folketrygdfondet i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge benytte rentederivater i styring av renteporteføljene. I januar, februar og frem til 15. mars 2007 har Folketrygdfondet arbeidet med å etablere interne rammer og rutiner for handel med rentederivater. Perioden mellom avviklingen av kontolånsordningen den 7. desember 2006 og 15. mars 2007 blir betraktet som en overgangsperiode for den norske renteporteføljen. Det er derfor ikke fastsatt noen mål for forventet relativ volatilitet for denne perioden.

Med virkning fra 28. februar 2007 har styret bestemt at Lehman European Aggregate skal være grunnlaget for den nordiske rentereferanseportefølje. Bare obligasjoner som er utstedt i lokal valuta av utstedere i Danmark, Finland og Sverige er med i referanseporteføljen. I januar og februar 2007 er det etablert interne rutiner for handel med nordiske rentepapirer, herunder rente- og valuta-derivater. Perioden frem til 28. februar 2007 blir derfor betraktet som en overgangsperiode for det nye mandatet for nordiske renter. De første investeringene i nordiske renter ble gjennomført 28. februar 2007.



<sup>1</sup>Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton (2006) The worldwide equity premium: A smaller puzzle, som kommer i Rajnish Mehra (Ed.) Handbook of Investments: Equity Risk Premium (2007)

<sup>2</sup>Norges Bank: Staff memo 2006/7: Investment Strategy, Long-tengekaptalrisikopremien market outlook

<sup>3</sup>Jeremy J. Siegel, "Stocks for the long run", 2002



# Folketrygdfondet - en ansvarlig og langsiktig finansiell investor og eier

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond – Norge på vegne av Finansdepartementet. Ansvar for utøvelsen av eierrettighetene ligger hos Folketrygdfondet, som gjennom sin eierskapsutøvelse skal sikre Statens pensjonsfond – Norges finansielle interesser. Folketrygdfondet søker å være en ansvarlig og langsiktig finansiell investor og eier. Denne artikkelen omhandler prinsippene for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge og Folketrygdfondets arbeid med eierskapsutøvelse.

## Folketrygdfondets rolle som investor og eier

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond – Norge (SPN) på vegne av Finansdepartementet. SPN er plassert som et kapitalinnskudd i Folketrygdfondet og Folketrygdfondet videre plasserer dette i eget navn i finansielle instrumenter innenfor de retningslinjer som er fastsatt av Finansdepartementet. Styret i Folketrygdfondet har ansvar for at midlene anbringes med sikte på best mulig avkastning over tid, hensyntatt forsvarlig risiko. Formålet med SPN er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter.

Fra 2006 fikk Folketrygdfondet, gjennom lov om Statens pensjonsfond, en fornyet og mer formell forankring som forvalter av statlige midler. Folketrygdfondet er ikke underlagt beskrankninger i form av løpende avkastnings- eller kapitaldeknings krav. Dette setter Folketrygdfondet i en forvaltningsmessig særstilling som gir et godt utgangspunkt for en langsiktig investeringshorisont. Folketrygdfondets rolle som langsiktig, finansiell investor understrekes i forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge.

Inorsk og internasjonal sammenheng har det i de senere år vært økende oppmerksomhet omkring finansmarkedets og investors rolle når det gjelder god eierstyring, selskapsledelse og etikk. Folketrygdfondets mandat og langsiktige investeringshorisont tilsier at dette er

forhold som vil stå sentralt for Folketrygdfondet som en ansvarlig finansiell aktør.

Folketrygdfondet har investert i aksjemarkedet siden 1991 og rollen som finansiell investor er godt forankret. Ansvar for utøvelsen av eierrettighetene ligger hos Folketrygdfondet. Det overordnede målet med eierskapsutøvelsen er å sikre Folketrygdfondets finansielle interesser. Det er styret i Folketrygdfondet som fastsetter retningslinjer og prinsipper for eierskapsutøvelse og etikk, og det er dette som danner utgangspunkt for den praksis som legges til grunn i utøvelsen av eierskapet.

Folketrygdfondet skal være en langsiktig eier og långiver i det norske verdipapirmarkedet, og vil over tid opprettholde en stor portefølje av norske verdipapirer. For å nå fastsatte mål skal Folketrygdfondet løpende vurdere sammensetningen av porteføljene og justeres sammensetningen gjennom kjøp og salg av verdipapirer. Dette innebærer en aktiv forvaltning, og at Folketrygdfondet må forholde seg til de spørsmål som skal behandles på generalforsamlingene. Ved en aksjonærkonflikt må investor ta stilling til de aktuelle konfliktspørsmål, eller velge å selgeseg ut. Folketrygdfondet har erfart at stillingtagen i konfliktspørsmål kan medføre debatt og kritikk, men som en stor aksjonær kan ikke Folketrygdfondet fraskrive seg eieransvar. Dette stiller krav til gode prosesser og en profesjonell opptreden, og at de

vurderinger som gjøres fremstår som saklig riktig ut fra Folketrygdfondets oppgaver. Videre er det viktig å opptre på en forutsigbar og konsekvent måte. Samtidig må hver enkelt sak vurderes ut fra sine karakteristika og ut fra størrelsen på investeringen. Folketrygdfondets retningslinjer og prinsipper reflekterer hva som fundamentalt sett skal være styrende for eierskapsutøvelsen. Folketrygdfondet skal i enhver henseende opptre med stor grad av aktsomhet.

Som forvalter av Statens pensjonsfond – Norge legger Folketrygdfondet til grunn Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse, FNs prinsipper for ansvarlige investeringer og OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse. De foreliggende retningslinjer og prinsipper er et ledd i etterlevelsen av disse. Retningslinjene har som formål å sikre at Folketrygdfondet i størst mulig grad bidrar til en langsiktig verdiskaping.

# Grunnleggende retningslinjer for Folketrygdfondet som eier

1. Folketrygdfondets eierskapsutøvelse skal ta utgangspunkt i at Folketrygdfondet er en ansvarlig og langsiktig finansiell investor som har som formål å oppnå best mulig avkastning over tid, hensyntatt forsvarlig risiko.
2. Folketrygdfondet kan være representert i selskapers valgkomiteer, representantskap og bedriftsfor-samlinger. Folketrygdfondet skal ikke være representert i selskapers styrer.
3. Folketrygdfondet bør delta på selskapers generalforsamlinger. I de tilfeller Folketrygdfondet ikke kan delta på generalforsamlinger, kan det gis fullmakt til representanter for selskapet eller andre om å avgi stemme for Folketrygdfondet.
4. Folketrygdfondet kan, for å ivareta sine interesser, inngå samarbeid med andre investorer når dette er hensiktsmessig.
5. Folketrygdfondets finansielle interesser skal ivaretas ved at administrasjonen løpende følger den øko-nomiske utvikling i de selskaper der Folketrygdfondet har investeringer, herunder delta på investor-presentasjoner som holdes av selskapene og møte med representanter fra selskapenes ledelse når dette anses ønskelig.
6. Folketrygdfondet skal ivareta sitt eierskap basert på et sett av kvalitative investeringskriterier innen-for områdene etikk, eierstyring og selskapsledelse. Denne vurderingen skal være en del av Folketrygd-fondets investeringsmetodikk og det løpende forvaltningsarbeidet.
7. Folketrygdfondet skal søke å unngå å komme i innsideposisjon på grunnlag av informasjon mottatt fra selskapene.
8. Folketrygdfondet skal generelt behandle eierskapsspørsmål med en stor grad av aktsomhet og opptre slik at det ikke skapes tvil om Folketrygdfondets rolle som en ansvarlig finansiell investor eller om Folketrygdfondets selvstendighet og nøytralitet i forhold til andre interessenter.
9. Folketrygdfondet skal søke å opptre på en ansvarlig og forutsigbar måte, og være seg bevisst det ansvar for negative konsekvenser som kan følge av utvist passivitet fra aksjonærers side.
10. Folketrygdfondet skal utarbeide en årlig rapport om eierskapsutøvelse. Rapporten skal være offentlig tilgjengelig. Det skal utvises aktsomhet og skjønn i rapporteringen, og selskapssensitiv informasjon skal ikke rapporteres.
11. Folketrygdfondet skal, for å nå fastsatte mål, løpende vurdere sammensetningen av porteføljen og justere sammensetningen gjennom kjøp og salg av verdipapirer.

### Prinsipper for eierstyring og selskapsledelse

Folketrygdfondets prinsipper for eierstyring og selskapsledelse legger til grunn Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse. Formålet med prinsippene er å sikre Folketrygdfondets finansielle interesser gjennom god eierskapsutøvelse. God eierstyring og selskapsledelseskalivareta eiernes og andre interessenters rettigheter i forhold til selskapene, samt sikre at styringsmekanismene i selskapene fungerer hensiktsmessig.

Folketrygdfondets investeringsfilosofi bygger på et langsiktig investeringsperspektiv. Det innebærer at kapitalen skal forvaltes på en slik måte at den over tid gir god avkastning og skaper varige verdier for nåværende og fremtidige generasjoner. Folketrygdfondet skal derfor, som en ansvarsbevisst investor, vektlegge og innarbeide kvalitative investeringskriterier i forvaltningen.

#### Viktige momenter i Folketrygdfondets prinsipper er:

- Sikre god eierstyring og selskapsledelse
- Sikre etableringen av et klart verdigrunnlag og etiske retningslinjer
- Sikre likebehandling av aksjonærene
- Sikre aksjonærenes rettigheter og mulighet for eierskapsutøvelse
- Sikre at styrevalg forberedes grundig, relaterer til definerte kompetansekrav og forankres hos aksjonærene
- Sikre at det blir etablert kompensasjonsmodeller som er målrettede, forsvarlige og som ikke forringer aksjonærverdier

I tillegg skal det vurderes om virksomheten har de nødvendige forutsetninger til å sikre en langsiktig verdiskaping. Følgende skal vurderes:

- Eiere og styret
- Ledelse og strategi
- Produkter og vekstutsikter
- Driftsøkonomi og risikoforhold
- Etiske forhold

Dette vil være en integrert del av den samlede selskapsvurderingen i tillegg til de rent kvantitative investeringskriteriene.

Det forutsettes, som et minstekrav, at de virksomheter som Folketrygdfondet investerer i, holder seg innenfor lover og forskrifter. I tillegg vil den kvalitative vurderingen søke å avklare hvorvidt virksomheten drives innenfor allment aksepterte normer og retningslinjer, samt at den nødvendige forutsetninger for en langsiktig verdiskaping er tilstede. Folketrygdfondet skal løpende vurdere endrede og nye internasjonale retningslinjer og tilpasse og videreutvikle kvalitative investeringskriterier i tråd med dette.

#### Etiske prinsipper for investeringsvirksomheten

For å fremme en langsiktig verdiskaping har Folketrygdfondet definert etiske prinsipper for investeringsvirksomheten som er en integrert del av retningslinjene for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse.

Folketrygdfondet legger til grunn at selskapene handler innenfor internasjonalt anerkjente prinsipper og retningslinjer som FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper.

Virksomhetenes ledelse og praksis knyttet til følgende forhold skal vurderes:

- Menneskerettigheter
- Barnearbeid
- Korrupsjon
- Miljø

Folketrygdfondet skal videre vurdere de ovennevnte forhold og andre etiske problemstillinger i lys av:

- De produkter som fremstilles
- Selve produksjonen
- Produksjonsstedet
- Kundeforbindelser
- Bedriftskultur/ledelseskultur
- Selskapets eierstruktur
- Selskapets eierinteresser

Folketrygdfondet erkjenner at dette er komplekse spørsmål og problemstillinger, og at de vurderinger som gjøres må baseres på offentlig tilgjengelig informasjon, samt informasjon gitt av selskapets selv. Vurderingene vil vektlegge ledelsens holdning, selskapets bevissthet og styring av de overnevnte forhold. Folketrygdfondet ønsker gjennom sin eierskapsutøvelse å bidra til å øke selskapenes bevissthet omkring disse temaene. Folketrygdfondet skal også følge de beslutninger Finansdepartementet gjør på bakgrunn av anbefalinger fra Etikkrådet for Statens pensjonsfond – Utland.

#### Virkemidler for oppfølging av Folketrygdfondets etiske prinsipper

Det er i hovedsak fire virkemidler Folketrygdfondet kan benytte i den etiske vurderingen av selskapene: positiv utvelgelse, negativ filtrering, uttrekk og eierskapsutøvelse.

- Positiv utvelgelse innebærer at man vurderer om det enkelte selskap, i forhold til tilsvarende selskaper, fremstår som en ansvarlig virksomhet i henhold til et sett av kriterier før det tas inn i porteføljen.
- Negativ filtrering innebærer eksklusivering av visse typer selskaper fra investeringsuniverset.
- Uttrekk innebærer at selskaper etter en vurdering trekkes ut av investeringsuniverset dersom investor gjennom investeringen kan medvirke til uakseptable forhold.
- Eierskapsutøvelse innebærer at investor benyttes i sin medbestemmelsesrett til å påvirke selskapet i positiv retning.

Folketrygdfondet kan benytte ulike virkemidler, og kombinasjoner av disse, avhengig av type investering, herunder om det er en investering i Norge eller Norden.

#### Investeringer i norske aksjer

Folketrygdfondets investeringsprofil som en ansvarlig og langsiktig finansiell investor tilsier at eierskapsutøvelse i hovedsak benyttes som virkemiddel. Eierskapsutøvelse er valgt fordi Folke-

trygdfondet er en selektiv investor som ønsker å investere i selskaper med høy kvalitet på drift og ledelse. Dersom det skulle oppstå situasjoner som gir grunnlag for å stille spørsmål ved selskaper Folketrygdfondet er investert i, skal problemstillingen tas opp med selskapet. Dersom det er hensiktsmessig vil Folketrygdfondet også samarbeide med andre investorer for å ivareta sine interesser og sikre gjennomslag for sitt syn, slik at selskapet påvirkes til å rette opp uakseptable forhold. Folketrygdfondet kanselger seg ut av virksomheten dersom nødvendige endringer ikke gjennomføres.

Folketrygdfondet skal løpende foreta vurderinger av de selskaper som inngår i porteføljen. Porteføljen overvåkes kontinuerlig, og aktuelle problemstillinger som fanges opp vurderes i forhold til etablerte prinsipper. Selskapene i porteføljen vil bli vurdert opp mot kriteriene minst en gang per år, og nye selskaper vil bli gjenstand for tilsvarende vurderingsprosess før en eventuell investering foretas.

#### Investeringer i norske rentebærende papirer

Virkemidler for eierskapsutøvelse er relatert til aksjer. Renteplasseringer gir ikke eierrettigheter og innebærer dermed ikke samme eieransvar som aksjeplasseringer. Det er likevel viktig å forholde seg til både etiske og andre problemstillinger også når det gjelder renteinvesteringer. Det betyr at Folketrygdfondet både som eier og långiver skal opptre som en ansvarlig og langsiktig finansiell investor.

Et stort antall plasseringer og mindre løpendekontakt med selskapene gjør det vanskelig og lite hensiktsmessig med en omfattende kvalitativ selskapsvurdering. På rentesiden er kredittvurderingene svært ofte basert på regnskapsmessige og kvantitative kriterier. Folketrygdfondet vil imidlertid også til en viss grad benytte kvalitativ selskapsoppfølging i sin renteforvaltning i Norge. For de selskaper hvor det er både aksje- og renteplasseringer, vil eventuelle tiltak omfatte begge plasseringsformer. Det vil si at dersom et selskap utelukkes fra Folketrygdfondets aksjeinvesteringsunivers, skal eventuelle rentepapirer utstedt av samme selskap også utelukkes for en eventuell renteplassering. I den utstrekning Folketrygdfondet utfører en kvalitativ vurdering av aktuelle renteplasseringer vil de etiske investeringsprinsippene være en integrert del av vurderingen. Utover dette skal alle investeringer på kredittsiden overvåkes, slik at brudd på Folketrygdfondets investeringsprinsipper fanges opp.

#### Investeringer i nordiske aksjer og rentebærende papirer

For investeringer i nordiske aksjer og rentepapirer utstedt av nordiske aksjeselskaper vil Folketrygdfondet følge de beslutninger Finansdepartementet gjør på bakgrunn av anbefalingene fra Etikkrådet for Statens pensjonsfond – Utland.

#### Rapportering om eierskapsutøvelse

Folketrygdfondet vil årlig rapportere om sin eierskapsutøvelse. Rapporten vil redegjøre for hvilke aktiviteter Folketrygdfondet har utført i forhold til å ivareta eier- og investorinteresser og vil blant annet omfatte:

- Særskilte saker behandlet i generalforsamlinger
- Aktuelle saker Folketrygdfondet har tatt opp med selskaper
- Antall og form av verv som ansatte i Folketrygdfondet innehar

Det skal utvises aktsomhet og skjønn i rapporteringen. Selskaps sensitiv informasjon vil ikke bli rapportert.

# Purpose and operations

## Founding

Folketrygdfondet was founded in 1967 pursuant to the National Insurance Act of June 17 1966.

On January 1 2006, the Government Pension Fund was established. The Government Pension Fund consists of The Government Pension Fund – Global, which is a continuation of the Petroleum Fund, and The Government Pension Fund – Norway, which was previously known as the National Insurance Scheme Fund. The Government Pension Fund – Global is managed by Norges Bank, while Folketrygdfondet manages the Government Pension Fund – Norway on behalf of the Ministry of Finance.

The Government Pension Fund – Norway has been placed as a capital contribution in Folketrygdfondet. The Ministry of Finance has laid down the Regulations Relating to the Administration of the Government Pension Fund – Norway, which came into force on January 1 2007.

## Purpose

The purpose of the Government Pension Fund is to facilitate government savings necessary to meet the rapid rise in public pension expenditures in the coming years, and to support a long-term management of petroleum revenues.

## Board of Directors

Folketrygdfondet is headed by a Board consisting of nine members with personal deputies, appointed by the King for a

term of office of four years at the time. The Board is responsible for ensuring that the Fund's capital is invested with an aim to secure the best possible return over time in NOK while ensuring a satisfactory risk profile and maintenance of adequate liquid funds.

## Area of operations

The Regulations Relating to the Administration of the Government Pension Fund – Norway, stipulate that the Fund's capital may be invested in:

- shares
- primary capital certificates
- bonds
- commercial paper
- as deposits in commercial banks and savings banks

Within a limit of 50 per cent of the capital measured by book value the Fund may own shares and other equity instruments listed on the Norwegian stock exchange or the stock exchanges in Denmark, Finland or Sweden, stock exchange listed convertible bonds, stock exchange listed bonds with the right to purchase shares in Norwegian companies, and, with the approval of the Ministry of Finance, in shares in Norwegian companies where the shares are subject to regular, organised trading. Investments in shares listed on the stock exchanges in Denmark, Finland, or Sweden must in total not exceed 20 per cent of the limit for equity investments. The fund may invest in Norwegian unlisted equities, which have applied for, or have plans to apply for, listing on the Norwegian stock exchange. Investments in these types of securities cannot

exceed 5 per cent of the limit for equity investments.

Up to 10 per cent of the capital measured at book value can be placed in bonds and commercial paper issued by issuers registered in Denmark, Finland or Sweden.

The Fund may own up to 15 per cent of the outstanding shares or total primary capital certificates of an individual company in Norway. The Fund may own up to 5 per cent of the outstanding shares of an individual company in Denmark, Finland or Sweden.

Folketrygdfondet is responsible for exercising ownership rights for the Government Pension Fund – Norway. The overall goal of the exercising of ownership is to secure financial interests.

Folketrygdfondet can, pursuant to guidelines laid down by the Ministry of Finance, enter into repurchase agreements concerning equity instruments and fixed income instruments in which the acquirer of the instruments has an obligation pursuant to the agreement to return these to the seller.

Folketrygdfondet can utilise fixed income and foreign exchange derivatives in the management of its portfolio of interest rate instruments.

## Auditing

The accounts are audited by the Office of the Auditor General of Norway.

# Extracts of the Board of Directors' Report for 2006

## New framework conditions

Folketrygdfondet's framework conditions have changed in several areas due to the establishment of the Government Pension Fund. The Government Pension Fund consists of The Government Pension Fund – Global, which is a continuation of the Petroleum Fund, and The Government Pension Fund – Norway (SPN), which was previously known as the National Insurance Scheme Fund. The Ministry of Finance is responsible for the management of the Government Pension Fund. The operational management of the Pension Fund – Global is carried out by Norges Bank. The operational management of the Pension Fund – Norway is carried out by Folketrygdfondet (FTF). The new regulations entail a clearer division between the assets under management and FTF as the asset management organisation.

New regulations for the management of SPN replaced the previous regulations for FTF on January 1 2007. In the regulations the limits for asset allocation are based on book values. The limit for the total investments in equities is set at 50 per cent of assets under management. The limit for investments in shares listed on exchanges in Sweden, Denmark or Finland is set at 20 per cent of the limit for investments in equities. For investments in fixed income securities the limit for investment in the same countries is set at 10 per cent of assets under management.

When the new framework was established, it was decided to reduce the assets under management by way of a capital repayment to the Ministry of the market value of all the outstanding loans to the treasury managed by SPN. This amounted to NOK 111,800 million. At the same time, the Treasury in a direct placement issued NOK 10,000 million in government bonds to SPN.

## Income statement and balance sheet

The result for SPN for 2006 amounted to NOK 17,385 million versus NOK 15,861 million the year before. This amounts to a return for the total securities portfolio of 11.1 per cent, which is 1.1 percentage points better than the reference portfolio, and 2.1 percentage points higher than in 2005. The good result is primarily due to strong gains in the Norwegian equities market in 2006.

The result consists of income of NOK 17,426 million less administration and management costs, which amounted to NOK 41 million. NOK 2,134 million of the income came from the fixed income portfolio and NOK 15,292 million from the equities portfolio. The income from the fixed income portfolio consisted of NOK 9,757 million in realised gains and NOK -7,623 million in change in unrealised gains. For the equities portfolios, NOK 7,885 million were realised gains and NOK 7,407 million were change in unrealised gains.

The SPN assets under management totalled NOK 106,940 million at the end of 2006, of which unrealised gains amounted to NOK 29,773 million, corresponding to 27.8 per cent of the capital. The unrealised gains comprised NOK -465 million from the fixed income portfolio and NOK 30,328 million from the equities portfolio. In comparison the SPN assets under management at the end of 2005 amounted to NOK 191,338 million.

Administration costs amounted to NOK 41 million in 2006. This is an increase of NOK 3 million compared with the year before. The increase is primarily due to increased pay and systems costs.

## Return of the fund

The market value of investments in fixed income securities amounted to NOK 45,640 million at the end of 2006. The portfolio consists of fixed income government securities amounting to NOK 15,239 million and investments in private and local authority securities amounting to NOK 30,401 million, of which bank deposits amounted to NOK 3,221 million.

Measured at market value the government securities amounted to 33.4 per cent, while the non-government securities amounted to 66.6 per cent of the fixed income portfolio. Compared with the end of the previous year the proportion of the fixed income portfolio made up of government securities has been sharply reduced, from 79.4 per cent to 33.4 per cent due to the capital repayment of the loans to the treasury of NOK 111,800 million.

The fixed income portfolio generated a return of 1.3 per cent, while the return for the reference portfolio was 0.7 per cent. The excess return was primarily due to the interest rate risk at the start of the year being lower for the fixed income portfolio than was the case for the reference portfolio.

During the period 1997–2006 the average annual return for the fixed income portfolio was 5.6 per cent, while the return for the reference index was 5.9 per cent. The average annual return during the five-year period 2002–2006 was 5.8 per cent, while the reference index saw a return of 6.4 per cent during the same period.

The market value of the investments in equities at the end of 2006 amounted to NOK 63,408 million versus NOK 50,574 million the year before. The equities portfolio's market value is



made up of NOK 52,471 million in the Norwegian equities portfolio and NOK 10,937 million for equities listed on the stock exchanges in Denmark, Finland and Sweden (Nordic equities).

Investments were made in a total of 40 companies listed on the Oslo Stock Exchange in the Norwegian equities portfolio at the turn of the year. This was the same number as the year before.

The Norwegian equities portfolio at the end of the year amounted to 2.8 per cent of the total market value of equities listed on the Oslo Stock Exchange, versus 3.1 per cent at the end of the previous year. Investments in Nordic equities spanned a total of 32 companies.

The equities share prior to the repayment of the loans to the treasury on December 7, 2006 was around 29.2 per cent, versus 26.4 per cent at the end of 2005. At the end of 2006 the equity share was 59.3 per cent of the capital. Of this the portfolio of Norwegian equities amounted to 49.1 percentage points, while the Nordic equities amounted to 10.2 percentage points.

The return on the Norwegian equities portfolio was 32.1 per cent, which is 0.3 percentage points lower than for the reference index, OSEBX. The lower

return is mostly due to a negative contribution from security selection.

The average annual return for the Norwegian equities portfolio for the five-year period 2002–2006 amounted to 20.4 per cent, while the reference index during the same period saw a return of 21.4 per cent. For the period 1997–2006 the annual average return on the equities portfolio was 12.4 per cent, while the return for the reference index was 11.9 per cent.

The investments in Nordic shares last year generated a return of 24.2 per cent, which was 1.1 percentage points lower than the reference index's return. For the five-year period 2002–2006 the return was 8.6 per cent, while the reference index saw a return of 9.1 per cent. The reference index for the Nordic equities portfolio is based on the FTSE NOREX 30 index, with the exclusion of the Norwegian securities included in the index.

#### Government Pension Fund – Norway

The Act relating to the Government Pension Fund was adopted on December 21 2005. The proposed new Regulations relating to the Government Pension Fund – Norway were included in the revised national budget for 2006.

These came into force on January 1 2007 and replaced the earlier regulations for Folketrygdfondet stipulated by the Storting.

The limit for total investments in equities stipulated in the regulations is 50 per cent of the assets under management measured by book value. The new equities limit entails major changes in the risk and return properties of the portfolio, and will contribute to higher variations in the fund's future results. However, the regulation emphasizes that it is the highest possible return over time that is the objective, and the Ministry of Finance is stressing FTF's role as a long-term investor. The limit for investments in equities in the Nordic Region remains the same at 20 per cent of the book value of the equities limit. Furthermore, up to 10 per cent of the assets under management measured at book value can be invested in bonds and certificates issued by the public and private sector in Sweden, Finland and Denmark.

The new regulations represent interesting challenges for Folketrygdfondet and an opportunity to improve the returns. In the opinion of the Board of Directors, the new framework conditions have given the organisation a positive boost, and contribute to clarify FTF's role as a financial investor.

## Key Figures

		2004	2005	2006
<b>Profit/rate of return</b>				
Value-adjusted profits	NOK million	17 146	15 861	17 385
Value-adjusted rate of return	per cent	10.6	9.0	11.1
Equity investments, rate of return Norway	per cent	36.5	31.9	32.1
OSEBX – rate of return	per cent	38.5	40.5	32.4
Equity investments, rate of return Nordic countries	per cent	18.9	25.1	24.2
NOREX – rate of return	per cent	19.6	24.5	25.3
Fixed income investments – rate of return	per cent	5.2	2.8	1.3
Benchmark index fixed income – rate of return	per cent	7.2	3.7	0.7
<b>Market value</b>				
Norwegian shares	NOK million	33 783	41 895	52 471
Norwegian shares	per cent	19.3	21.9	49.1
Shares in Nordic countries	NOK million	7 058	8 679	10 937
Shares in Nordic countries	per cent	4.0	4.5	10.2
Interest rate instruments	NOK million	134 249	140 741	45 640
Interest rate instruments	per cent	76.7	73.6	40.7
Total value-adjusted capital at year end	NOK million	175 477	191 338	106 940



## Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter



	2002	2003	2004	2005	2006
til - kroner	7 242	72 148	17 186	15 867	17 285
prosent	1,9	18,2	10,6	9,0	11,1
til - kroner	27,5	48,2	30,5	31,9	32,1
prosent	5,1	11,1	18,4	14,5	14,7
til - kroner	45,5	49,0	14,6	24,5	25,3
prosent	9,9	11,1	8,2	2,8	1,3
til - kroner	3,8	12,2	7,2	3,7	0,7
til - kroner	19 176	25 575	33 753	41 525	52 471
prosent	14,1	16,2	19,3	21,9	19,1
til - kroner	862	3 460	7 058	8 679	10 937
prosent	3,6	4,5	8,6	4,5	10,7
til - kroner	116 613	127 210	134 249	140 747	145 640
prosent	85,2	63,3	70,7	73,6	70,7
til - kroner	130 153	159 351	175 457	187 333	195 340

Idé, design og produksjon: www.signatur.no / Foto: Werner Juvik



**Folketrygdfondet**

Haakon VIIs gate 2  
 Pb.1845 Vika, 0123 Oslo  
 Tlf: 23 11 72 00  
 Fax: 23 11 72 10  
 e-post: folketrygdfondet@ftf.no