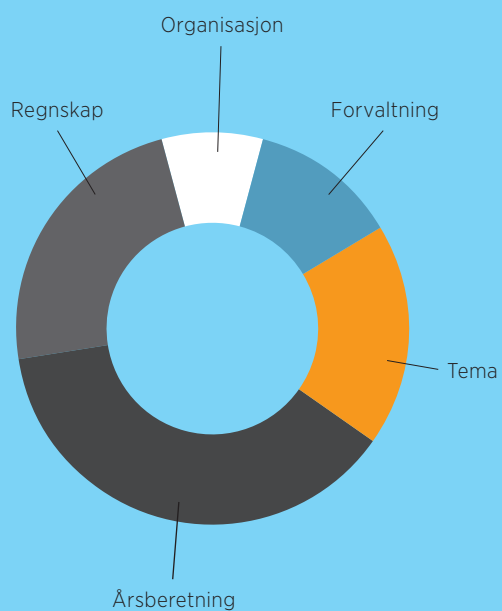


2010



ÅRSRAPPORT 2010

Folketrygdfondet forvalter
Statens pensjonsfond Norge
og Statens obligasjonsfond

INNLEDNING

Formål og litt historikk	1
Nøkkeltall	3
Administrerende direktørs innledning	4

ÅRSBERETNING

Årsberetning 2010	8
Styret i Folketrygdfondet	16

FOLKETRYGDFONDET

Folketrygdfondets administrasjon	20
Ansvarlig investeringsvirksomhet	22
Risikostyring og internkontroll	24

FORVALTNING

Markedsutviklingen	28
Statens pensjonsfond Norge	32
Statens obligasjonsfond	45

TEMADEL

Avkastningsutviklingen 1998-2010, Statens pensjonsfond Norge	52
Aktiv forvaltning	58

ÅRSREGNSKAPER OG REVISJONSBERETNINGER

Årsregnskap for Folketrygdfondet

Resultatregnskap	72
Balanse	73
Kontantstrømoppstilling	74
Noter til regnskapet	74
Revisors beretning	82

Årsregnskap for Statens pensjonsfond Norge

Resultatregnskap	84
Balanse	85
Noter til regnskapet	86
Revisors beretning	111

Årsregnskap for Statens obligasjonsfond

Resultatregnskap	112
Balanse	113
Noter til regnskapet	114
Revisors beretning	126

FOLKETRYGDFONDET

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond på vegne av Finansdepartementet. Kapitalen er plassert som innskudd i Folketrygdfondet som forvalter midlene i eget navn.

Folketrygdfondet er en ansvarlig, finansiell kapitalforvalter som gjennom størrelse og evne til å være langsiktig skaper merverdier i forvaltningen av fellesskapets midler.

Målet er å oppnå meravkastning over tid i forhold til den referanseportefølje Finansdepartementet har fastsatt.

Folketrygdfondet er et særlovselskap heleid av staten med et eget styre oppnevnt av Finansdepartementet og har for tiden 42 ansatte.

Rammeverket finnes tilgjengelig på www.ftf.no.

STATENS PENSJONSFOND NORGE (SPN)

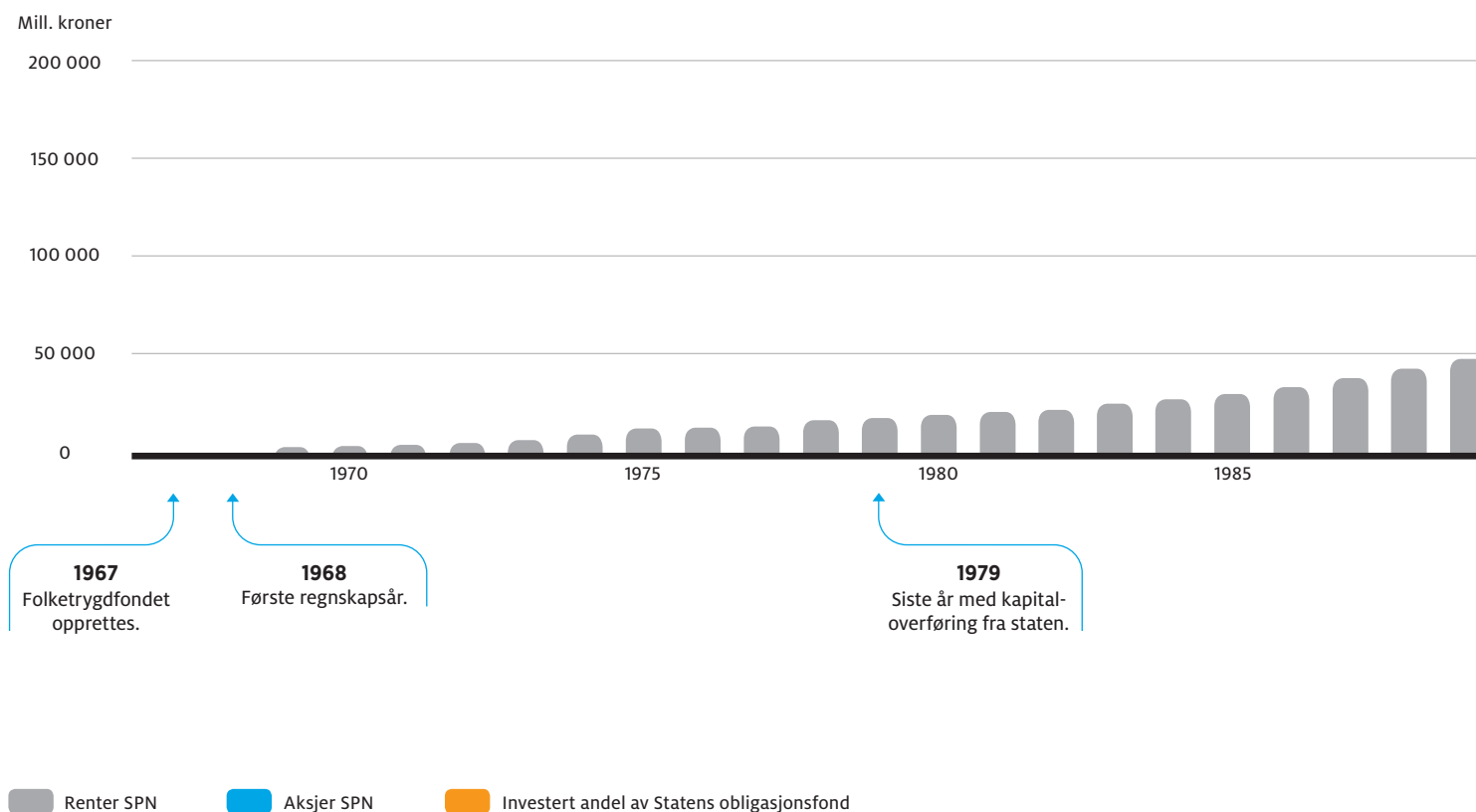
SPN er en del av Statens pensjonsfond og skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter.

Midlene kan plasseres i egenkapitalinstrumenter tatt opp til handel på regulert markedsplass i Norge, Danmark, Finland og Sverige og rentebærende instrumenter hvor utsteder er hjemmehørende i forannevnte land eller har egenkapital tatt opp til handel på regulert markedsplass i disse landene.

Finansdepartementet har fastsatt en strategisk referanseportefølje hvor fordelingen er 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner. Fordelingen på markeder er 85 prosent i Norge og 15 prosent i Danmark, Finland og Sverige både for aksjer og obligasjoner.

Fastsatt risikoramme er at forventet relativ volatilitet maksimalt skal være tre prosentpoeng.

HISTORISK TIDSLINJE, 1967 - 2010



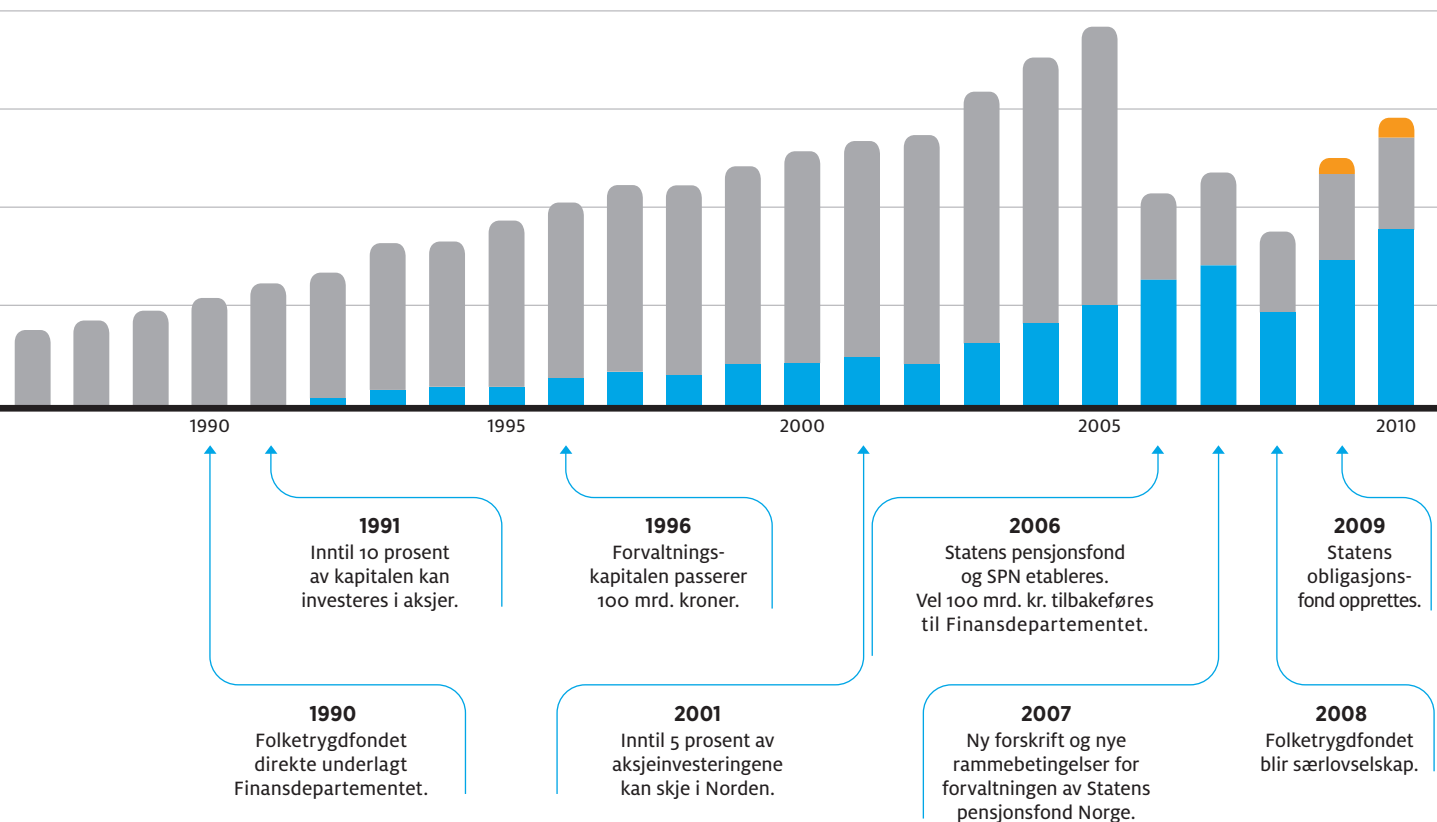
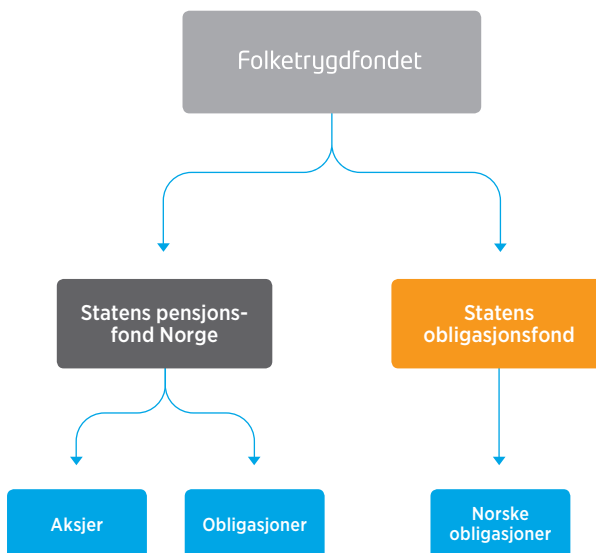
STATENS OBLIGASJONSFOND

Obligasjonsfondet ble opprettet i 2009 med et separat mandat fra Finansdepartementet. Formålet er å bidra til økt likviditet og kapitaltilgang i det norske kredittobligasjonsmarkedet.

Midlene kan plasseres i kontolån, innskudd og rentebærende instrumenter utstedt av norske selskaper.

Plasseringene skal skje til markedsmessige vilkår, og det skal investeres sammen med andre investorer.

Inntil 30 prosent kan plasseres i obligasjoner utstedt av foretak som ikke er vurdert tilsvarende Standard & Poors kredittvurdering BBB- eller bedre. Det kan ikke investeres i obligasjoner utstedt av foretak med kredittvurdering tilsvarende Standard & Poors kredittvurdering CCC+ eller dårligere.

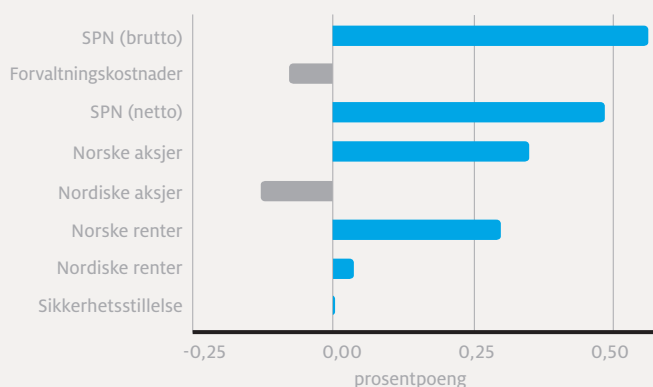


STATENS PENSJONSFOND NORGE – NØKKELTALL

Resultat/avkastning		2006	2007	2008	2009	2010
Resultat	mill. kroner	17 385	10 409	-29 596	29 319	17 812
Avkastning totalporteføljen	prosent	11,1	9,8	-25,1	33,51	15,27
Referanseporteføljen totalt	prosent	10,0	7,2	-28,8	35,75	14,71
Avkastning norsk aksjeportefølje	prosent	32,1	16,4	-49,2	58,98	19,11
Referanseportefølje norske aksjer	prosent	32,4	11,5	-54,1	64,78	18,35
Avkastning nordisk aksjeportefølje	prosent	24,2	3,0	-32,8	17,62	28,18
Referanseportefølje nordiske aksjer	prosent	25,3	0,4	-37,5	21,68	29,67
Avkastning norsk renteportefølje	prosent	1,3	3,0	8,5	10,38	7,47
Referanseportefølje norske renter	prosent	0,7	3,2	7,8	8,33	6,68
Avkastning nordisk renteportefølje	prosent		2,5	23,5	-6,33	3,65
Referanseportefølje nordiske renter	prosent		2,7	24,6	-8,53	3,11

Kapital

Norske aksjer	mill. kroner	52 471	60 332	39 043	63 706	75 791
	prosent	49,1	51,4	44,5	54,4	56,2
Nordiske aksjer	mill. kroner	10 937	10 029	7 441	9 612	12 349
	prosent	10,2	8,6	8,5	8,2	9,1
Norske renter	mill. kroner	45 640	40 145	34 115	37 356	40 132
	prosent	40,7	34,2	38,9	31,9	29,8
Nordiske renter	mill. kroner		6 841	7 161	6 391	6 613
	prosent		5,8	8,1	5,5	4,9
Statens pensjonsfond Norge	mill. kroner	106 940	117 347	87 751	117 020	134 882

Bidrag til differanseavkastning 2010

Statens pensjonsfond Norge oppnådde i 2010 en meravkastning på 0,56 prosentpoeng (brutto). Etter fratrukk av forvaltningshonorar var meravkastningen 0,48 prosentpoeng. Bedre avkastning for den norske aksjeporteføljen enn for hovedindeksen på Oslo Børs ga et positivt bidrag på 0,35 prosentpoeng til differanseavkastningen for Statens pensjonsfond Norge.

Bedre avkastning for den norske og nordiske renteporteføljen enn de respektive referanseporteføljer, ga positive bidrag på hhv. 0,30 og 0,04 prosentpoeng. Tilsvarende ga svakere avkastning for den nordiske aksjeporteføljen et bidrag på -0,13 prosentpoeng. I tillegg bidro videreplassering av stilt kontantsikkerhet svakt positivt.

STATENS OBLIGASJONSFOND – NØKKELTALL

Resultat/avkastning		2009	2010
Resultat	mill. kroner	607	669
Avkastning investert kapital	prosent	13,08	7,61
Markedsverdi investeringer	mill. kroner	8 216	9 310
Kapital i Statens obligasjonsfond	mill. kroner	50 607	51 276

FOLKETRYGDFONDET HAR LAGT BAK SEG ET GODT ÅR. GODT RAMMEVERK OG GODT HÅNDTVERK HAR GITT GOD AVKASTNING OVER TID.

SOLID UTVIKLING I FINANSMARKEDENE

Folketrygdfondet har lagt bak seg et godt år. Vår målsetting er at vi gjennom aktiv forvaltning skal oppnå en avkastning som er bedre enn avkastningen til referanseporteføljen fastsatt av Finansdepartementet. Det er derfor hyggelig å kunne rapportere at avkastningen på porteføljen til Statens pensjonsfond Norge ble 15,3 prosent i 2010, 0,6 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen. For de siste fem årene, som har vært en turbulent og krisepreget periode for verdensøkonomien og finansmarkedene, har vi oppnådd 1,5 prosentpoeng i årlig meravkastning målt i forhold til referanseporteføljen. Denne årlige prosentvise meravkastning betyr i absolutte tall 10,4 milliarder kroner.

Aksjemarkedet nådde sitt toppnivå før finanskrisen i juli 2007. Ved utgangen av 2010 var aksjemarkedet fremdeles 16 prosent lavere enn dette nivået. Kapitalen til Statens pensjonsfond Norge var derimot 15 milliarder kroner høyere ved utgangen av 2010 enn det den var i juli 2007. Godt rammeverk for rebalansering og god aktiv forvaltning har vært viktig for å oppnå dette. I tillegg til at rentedelen i porteføljen bidro positivt til kapitalveksten, kan de gode resultatene tilskrives at vi var godt posisjonert i forkant av finanskrisen og at vi gjennom krisen evnet å gjennomføre porteføljetilpasninger som i ettertid har vist seg å bidra positivt.

Veksten i verdensøkonomien tok seg kraftig opp gjennom året 2010, godt hjulpet av offentlige stimulansetiltak og lave renter. Uro i finansmarkedene i første halv-

år ble avløst av stigende optimisme og økt risikovillighet blant investorene i takt med at veksten i verdensøkonomien tiltok i styrke. Den solide innhentingene gjorde at resultatet i Statens pensjonsfond Norge gikk fra minus 3,5 milliarder kroner ved halvårsskiftet til et resultat for hele året på 17,8 milliarder kroner. Det var god avkastning i alle de fire aktivaklassene vi forvalter, aksjer og renter i henholdsvis Norge og Norden. Resultatet for Statens obligasjonsfond ble også påvirket av god utvikling i verdiene i renteporteføljen. Avkastningen ble på 7,6 prosent, tilsvarende 679 millioner kroner.

Vi mener historien viser at Folketrygdfondets kompetanse og rammebetingelser gir gode forutsetninger for å drive aktiv forvaltning, blant annet fordi vi har fordelene av å kunne opptre motsyklisk og langsiktig. Dette er beskrevet i en strategisk plan som er utarbeidet på forespørsel fra Finansdepartementet, og som vil inngå i en Stortingsmelding som skal behandles denne våren. Hovedpunktene i vår strategi for aktiv forvaltning er beskrevet i en egen artikkel i årsrapporten. Folketrygdfondet har målsatt at vi gjennom aktiv forvaltning skal levere en årlig meravkastning over tid i forhold til referanseporteføljen på 0,40 prosentpoeng før forvaltningskostnader.

Samtidig er det et overordnet mål for Folketrygdfondet at vi skal være en ansvarlig, langsiktig og god forvalter av midlene. For å nå dette målet, kreves et tydelig mandat fra vår oppdragsgiver Finansdepartementet, en klar rolle- og ansvarsdeling, gode risiko- og styringssystemer og, ikke minst, en kompetent organisasjon. Folketrygdfondet er en kompetanseorganisasjon som er avhengig

av å ha dyktige og motiverte medarbeidere. Våre ansatte har en høy faglig kompetanse og denne kompetansen må vi bruke på en god måte. Dette tilsier blant annet at ansatte blir vist tillit og har innflytelse og påvirkningsmuligheter på beslutninger som tas innenfor den enkeltes arbeidsfelt. Vi legger også stor vekt på at våre medarbeidere både vedlikeholder og styrker sin faglige plattform slik at vi kan opprettholde og videreutvikle et sterkt faglig miljø preget av de verdier Folketrygdfondet som forvalter representerer.

Det er en viktig oppgave for Folketrygdfondet å sikre finansielle verdier gjennom en bevisst eierskaps- og kreditorutøvelse som både bidrar til en positiv verdiutvikling i de selskapene vi er investert og et velfungerende finansmarked. God eierskapsoppfølging krever innsikt i og kunnskap om drift, miljø og samfunnsmessige forhold, strategi, rammebetingelser og selskapsledelse. Vi legger derfor stor vekt på at eierskapsarbeidet skal være en integrert del av investeringsvirksomheten og at vi som krevende eier opptrer ryddig og etter fastsatte prinsipper.

Dette mener vi er viktig for å sikre god avkastning på fellesskapets midler også fremover.



Olaug Svarva
Administrerende direktør

«FOLKETRYGDFONDETS
ANSATTE HAR EN HØY
FAGLIG KOMPETANSE, OG
DENNE KOMPETANSEN MÅ
VI BRUKE PÅ EN GOD MÅTE.»



FOLKETRYGDFONDET
HAR ET TYDELIG OPPDRAG:
Å SKAPE MERVERDIER
OVER TID GJENNOM
ANSVARLIG FORVALTNING.

ÅRSBERETNING

Årsberetning 2010

Styret i Folketrygdfondet

ETTER ET SVAKT FØRSTE HALVÅR BIDRO EN STERK MARKEDSUTVIKLING I ANNET HALVÅR TIL ET GODT RESULTAT FOR STATENS PENSJONSFOND NORGE.

FOLKETRYGDFONDET

Oppgaver og rammeverk

Folketrygdfondet er ansvarlig for den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Virksomheten er lokalisert i Oslo.

Det har i løpet av 2010 ikke vært vesentlige endringer i det etablerte rammeverket for Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Fra 1. januar 2011 er forskrifter, retningslinjer og forvaltningsavtaler for Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond erstattet med mandater fastsatt av Finansdepartementet. Dette er primært en endring i styringsstrukturen og har ikke konsekvenser for rammebetingelsene for selve forvaltningen. Det er styrets vurdering at det strukturelle rammeverket som er etablert er hensiktsmessig for de oppgaver Folketrygdfondet er satt til å ivareta.

Forutsetningene for fortsatt drift er lagt til grunn ved avleggelse av regnskap både for Folketrygdfondet, Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, og styret bekrefter at disse forutsetningene er til stede.

Resultatregnskap og balanse

Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond er plassert som kapitalinnskudd i Folketrygdfondet, og utgjorde 186 157,8 mill. kroner av samlet balanse på 186 217,5 mill. kroner per 31. desember 2010.

Forvaltningshonoraret fra Statens pensjonsfond Norge til Folketrygdfondet dekker Folketrygdfondets kostnader og utgjorde 91 mill. kroner i 2010. Dette er om lag 7,7 basispunkter regnet som andel av inngående kapital. For 2009 var tilsvarende tall også 91 mill. kroner, eller om lag 10,4 basispunkter av inngående kapital. Det kanadiske firmaet CEM Benchmarking Inc. gjennomfører på oppdrag av Finansdepartementet en årlig undersøkelse av de historiske avkastningstallene og kostnadsbildet for Statens pensjonsfond Norge. Undersøkelsen viser at kostnadene hos sammenlignbare fond var på 14,3 basispunkter i 2009. Forvaltningshonoraret fra Statens obligasjonsfond til Folketrygdfondet utgjorde 10 mill. kroner i 2010. Dette er om lag 12,1 basispunkter av investert kapital ved inngangen til året.

Folketrygdfondets egenkapital var per 31. desember 2010 på 26,2 mill. kroner. Ved utgangen av 2009 var egenkapitalen 25,3 mill. kroner. Av årets resultat på 2,2 mill. kroner er 1,0 mill. kroner foreslått ført mot egenkapitalen mens 1,2 mill. kroner er foreslått avsatt til utbytte.

Risikostyring og internkontroll

Styret har fastsatt at Folketrygdfondet skal følge forskrift om risikostyring og internkontroll fastsatt av Finanstilsynet og benytte prinsippene i rammeverket fra The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, COSO, i arbeidet med risikostyring og internkontroll.

Folketrygdfondets styre har også fastsatt prinsipper for styring av den operasjonelle risiko. Folketrygdfondets internkontroll og måling og styring av risiko skal være i tråd med beste praksis. For å nå denne målsettingen er det også i 2010 arbeidet systematisk med risikostyring og internkontroll. I løpet av året er det gjennomført risikoanalyser for å identifisere risikoer Folketrygdfondet er utsatt for, og aktuelle risikoreducerende tiltak er vurdert og iverksatt.

Styret har inngått avtale med KPMG om internrevisjon for å sikre uavhengige risikovurderinger, kvalitetssikring av rutiner og etterlevelse av styrets retningslinjer. Ernst & Young forestår ekstern revisjon av Folketrygdfondet, Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond og verifiserer Folketrygdfondets etterlevelse av GIPS-standard. Ernst & Young gjennomfører i tillegg attestasjonsoppdrag knyttet til Folketrygdfondets internkontrollsystem i bred forstand, herunder styrets rolle, samt overholdelse av bestemmelser gitt i lov om Folketrygdfondet samt forskrift, utfyllende retningslinjer og forvaltningsavtale fastsatt av Finansdepartementet. Riksrevisjonen skal, etter lov om Riksrevisjonen § 9, revidere statsregnskapet og føre kontroll med Finansdepartementets myndighetsutøvelse knyttet til Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Styret anser kontrollsystemene og kontrollmiljøet i Folketrygdfondet som gode, og det er ikke avdekket vesentlige operasjonelle feil.

Styre og administrasjon

Oppnevningssperioden for fem av styrets medlemmer og varamedlemmer utløp siste år. For perioden 16. mai 2010 til

15. mai 2014 har Finansdepartementet oppnevnt følgende medlemmer og varamedlemmer: Erik Keiserud, styrets leder (personlig varamedlem Wenche Nistad), Mai-Lill Ibsen (Bernt Arne Ødegård), Marianne Hansen (Petter Bjerksund), Anne Gine Hestetun (Oddbjørg A. Starrfelt) og Arne Skauge (Merete Haugli).

Fra samme tidspunkt fratrådte Harald Ellefsen, Synnøve Nymo og Linda Orvedal som medlemmer og Anne Berit Andersen som varamedlem i styret. Styret vil i denne forbindelse takke de uttredende styremedlemmer og det uttredende varamedlem for deres innsats i Folketrygdfondets styre.

Folketrygdfondets styre har avholdt åtte styremøter i 2010. I tillegg har styrets arbeidsutvalg, som består av styrets leder og nestleder, avholdt møter ved behov. Styret behandler et bredt spekter av saker gjennom året. I tillegg til oppfølging av regnskaps- og resultatutvikling, har styret i 2010 brukt mye ressurser på arbeid med investeringsstrategi og -profil, risikovurderinger og eierskapsutøvelse. Folketrygdfondets styre har i 2010 for første gang oppnevnt et revisjonsutvalg. Revisjonsutvalget består av Mai-Lill Ibsen (leder), Marianne Hansen og Arne Skauge.

Ved utgangen av 2010 hadde Folketrygdfondet 42 ansatte, det samme som ved utgangen av foregående år. Andelen kvinner utgjorde 43 prosent. Folketrygdfondets ledergruppe besto ved årsskiftet av åtte personer, hvorav fire 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 arbeidstidsordninger eller kompetanseutviklingsmuligheter innen de ulike faggruppene.

Organisasjons- og utviklingsarbeidet har som siktemål at Folketrygdfondet skal være en kvalitativt god organisasjon med et respektert og faglig sterkt investeringsmiljø. Folketrygdfondet er en kompetansevirksomhet. En stor del av medarbeiderne har høy teoretisk utdanningsbakgrunn, og mange har lang erfaring fra finansmarkedene. For å opprettholde og videreutvikle kompetansen legges det stor vekt på tiltak som gir faglig kompetansestyrking for den enkelte medarbeider.

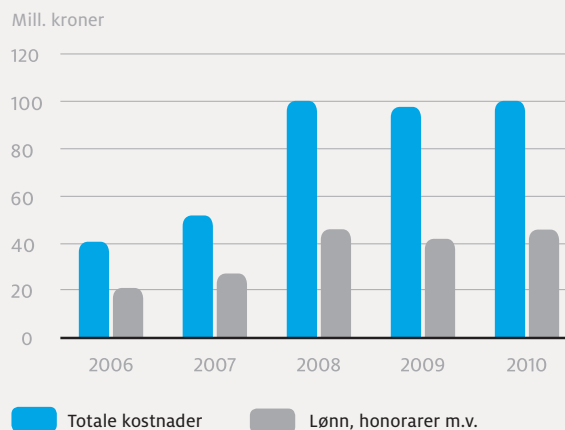
Arbeidsmiljøet i Folketrygdfondet vurderes å være godt. Sykefraværet var siste år på 2,9 prosent. Av dette utgjorde egenmeldingsfraværet 0,6 prosent. Det har ikke fore-

kommet arbeidsulykker i løpet av året. Folketrygdfondets virksomhet er ikke regulert av konsesjoner eller pålegg av miljømessig karakter. Virksomheten, som omfatter kontor-drift, forurenses i liten grad det ytre miljø.

Folketrygdfondet har i 2010 ikke hatt avtaler om variabel avlønning for ansatte. Fra 2011 er det imidlertid etablert en slik ordning. Den etablerte ordningen er innenfor de rammer og i tråd med de prinsipper som fremgår av forskrift 1. desember 2010 nr. 1507 om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond.

Folketrygdfondet har også i 2010 ivaretatt forvalteroppgavene både av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond på en ansvarsbevisst og betryggende måte. Styret vil rette en takk til alle medarbeiderne i Folketrygdfondet for den innsatsen som ytes og de gode resultater som er oppnådd.

FOLKETRYGDFONDETS ADMINISTRASJONS-KOSTNADER 2006 - 2010



Folketrygdfondets administrasjonskostnader har økt fra 41,2 mill. kroner i 2006 til 99,7 mill. kroner i 2010. I samme periode har bemanningen økt med 18 ansatte. Årsaken til at andelen lønn, honorarer m.v. gikk ned fra 2008 til 2009 er kostnadsføring av pensjonsforpliktelser ved overgangen til særlovsselskap i 2008. Som i 2009 er det i 2010 gjennomført et betydelig arbeid for å tilfredsstille nye og høye krav som følge av endrede rammebetingelser.

STATENS PENSJONSFOND NORGE

Rammer og risiko

Det er Finansdepartementet som fastsetter den referanseporteføljen avkastningen til Statens pensjonsfond Norge skal måles mot. Den strategiske referanseporteføljen er satt sammen av 60 prosent aksjer og 40 prosent renter. Både aksjer og renter har en regionfordeling med 85 prosent Norge og 15 prosent Danmark, Sverige og Finland.

Finansdepartementet fastsetter også hvor stor risiko, målt ved forventet relativ volatilitet, Folketrygdfondet kan ta i den aktive forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Finansdepartementet har fastsatt at den forventede relative volatiliteten, som begrenser hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseporteføljen, maksimalt kan være tre prosentpoeng.

I forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er det en rekke finansielle risikofaktorer Folketrygdfondet må forholde seg til. Folketrygdfondet legger betydelig vekt på å identifisere, styre, måle og kontrollere de ulike risikotypene. I tillegg til de rammer Finansdepartementet har fastsatt, har styret fastsatt egne rammer for markeds-, kreditt-, motparts- og valutakursrisiko i forbindelse med forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Det vises for øvrig til nærmere utdyping i regnskapets noteverk.

Hovedindeksen ved Oslo Børs (OSEBX) var referanseindeks for den norske aksjeporteføljen i 2010, mens selskapene i aksjeindeksen VINX Benchmark (VINXB) notert på børs i Danmark, Finland og Sverige var referanseindeks for den nordiske aksjeporteføljen.

Referanseporteføljen for den norske renteporteføljen var satt sammen av lån som inngår i renteindeksen Barclays Capital Global Aggregate Norway, men slik at statsdelen hadde en vekt på 30 prosent og den private delen hadde en vekt på 70 prosent ved inngangen til hver måned. For den nordiske renteporteføljen er obligasjonsindeksen Barclays Capital Global Aggregate Scandinavia brukt som referanseportefølje.

Folketrygdfondets styre gjennomgår de investeringsstrategiske forutsetningene, og oppdateres gjennom året om markedsmessige forhold som kan ha investeringsmessig betydning.

Folketrygdfondet har tidligere lånt ut aksjer i forbindelse med forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, men stoppet denne virksomheten i 2008 som følge av finanskrisen. Styret vedtok at utlånsvirksomheten kunne starte opp igjen i juli 2010, basert på etablering av tilfredsstillende sikkerhet for de utlånte verdipapirene. Bank of New York Mellon er valgt som tjenesteleverandør til å bistå Folketrygdfondet i innkreving av sikkerhetsstillelse.

Det er styrets vurdering at Folketrygdfondet har et betryggende risikostyringssystem i henhold til beste praksis, og at de fastsatte risikorammer ligger på et forsvarlig nivå. Den forventede relative volatiliteten har i hele 2010 ligget innenfor den ramme på tre prosentpoeng som Finansdepartementet har fastsatt.

Eierskapsutøvelse og etikk

Styret i Folketrygdfondet er av den oppfatning at aktiv eierskapsutøvelse er en viktig forutsetning for å sikre langsiktig verdiskaping, og for at Folketrygdfondet skal være en ansvarlig og langsiktig finansiell investor og eier. Styret har derfor fastsatt retningslinjer og prinsipper for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse og etikk. Folketrygdfondets etiske prinsipper for investeringsvirksomheten gjelder for hele porteføljen.

Folketrygdfondet er en stor investor i det norske markedet, og ved siste årsskiftet utgjorde den norske aksjeporteføljen 4,51 prosent av samlet markedsverdi for aksjer notert på Oslo Børs. Ved utgangen av 2009 var tilsvarende andel 4,41 prosent. Det er styrets vurdering at store eierandeler i norske selskaper medfører et særlig eieransvar i de selskaper vi er investert i, både for å sikre våre finansielle verdier og for å bidra til at det er et velfungerende finansmarked. For Folketrygdfondet er det et bærende prinsipp at eierskapsutøvelsen er en integrert del av investeringsvirksomheten. Erfaringen er at god eieroppfølging krever innsikt og kunnskap om blant annet selskapenes drift, strategier for verdiskaping, rammebetingelser, eierstyring og selskapsledelse. Dette er nødvendig for at Folketrygdfondet skal opptre med troverdighet og forvente å oppnå resultater i eierskapsutøvelsen.

Styret ønsker mest mulig åpenhet om de retningslinjene som ligger til grunn for Folketrygdfondets eierskapsut-

øvelse og etiske forvaltning. Retningslinjer og prinsipper er derfor offentliggjort, og det utarbeides en årlig eierrapport som oppsummerer aktiviteter og synspunkter knyttet til Folketrygdfondets eierskapsutøvelse og arbeid med etisk forsvarlige investeringer i det foregående år.

Aktiv forvaltning

I 2009 igangsatte Finansdepartementet en bredt anlagt prosess knyttet til evalueringen av den aktive forvaltning av Statens pensjonsfond utland. Departementet bestilte tre innspill i forbindelse med dette prosjektet, henholdsvis fra en gruppe bestående av internasjonalt anerkjente eksperter, fra konsultentselskapet Mercer og fra Norges Bank. Finansdepartementet ba Folketrygdfondet kommentere relevansen av de tre innspillene i relasjon til aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond Norge. Folketrygdfondets kommentarer i relasjon til de tre forannevnte innspillene ble sendt Finansdepartementet i brev form i januar 2010.

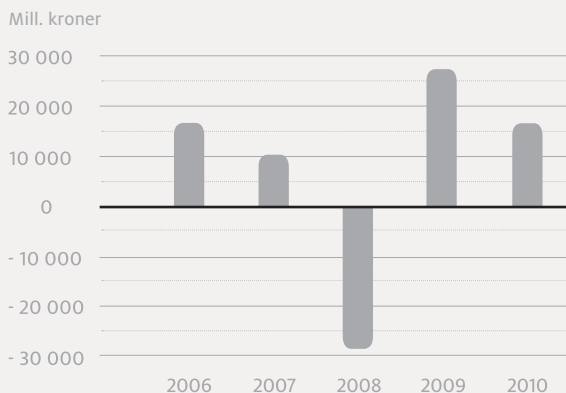
I Meld. St. 10 (2009-2010) Forvaltningen av Staten pensjons-

fond i 2009 varslet Finansdepartementet at en «vil komme tilbake med vurderinger knyttet til aktiv forvaltning av SPN i den årlige meldingen om forvaltningen av fondet våren 2011». I brev av 20. august 2010 ba Finansdepartementet Folketrygdfondet bidra med analyser og vurderinger knyttet til aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond Norge samt utarbeide en strategisk plan for den aktive forvaltningen.

Med utgangspunkt i dette har Folketrygdfondet foretatt en vurdering av aktiv forvaltning og utarbeidet plan for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge som ble over- sendt departementet i desember 2010. I svarbrevet påpeker Folketrygdfondets styre at forvaltning av en stor portefølje i et lite marked medfører mange praktiske problemstillinger. Størrelsen på Statens pensjonsfond Norge kombinert med lav likviditet i enkeltaksjer og obligasjoner gjør at det i mange tilfeller er vanskelig å opprettholde det tradisjonelle skillet mellom aktiv og passiv forvaltning.

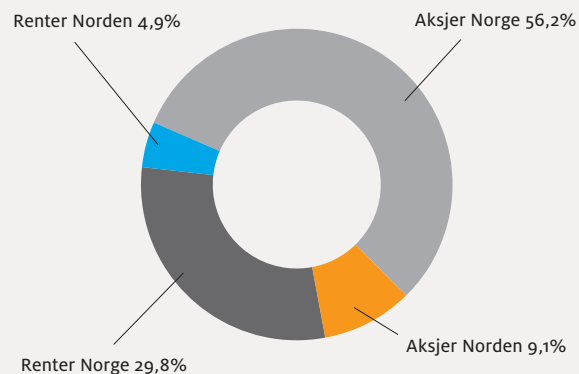
Basert på vurderinger av disse problemstillingene fraråder Folketrygdfondet passiv forvaltning av Statens pensjonsfond

RESULTAT 2006 - 2010 STATENS PENSJONSFOND NORGE



Resultatet i 2010 var på 17 812 mill. kroner. Dette gir en avkastning på 15,3 prosent, som er 0,6 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen.

PORTEFØLJENS SAMMENSETNING PER 31.12.10



Ved utgangen av 2010 utgjorde aksjeandelen i Statens pensjonsfond Norge 65,3 prosent, mens renteandelen var på 34,7 prosent. 86,0 prosent var plassert i Norge, mens den resterende andelen var investert i aksjer og rentebærende papirer i Danmark, Finland og Sverige.

Norge. Det er styrets oppfatning at særtrekkene ved det norske aksje- og obligasjonsmarkedet, samt størrelsen til Statens pensjonsfond Norge og den langsiktige investeringshorisonten, gjør at en avkastningsorientert og ansvarsbevisst investeringsvirksomhet forutsetter aktiv forvaltning.

Folketrygdfondet har fordel av å kunne operere med et stabilt rammeverk og regulatoriske forhold som gjør det mulig å investere motsyklisk i perioder preget av sterk optimisme eller pessimisme. Dette bidrar til at det er mulig å opprettholde en langsiktig investeringshorisont.

Det er også styrets oppfatning at eierskapsrollen blir betydelig bedre ivaretatt gjennom en aktiv forvaltning av porteføljen, og som stor aksjonær i norske selskaper er utøvelse av ansvarlig eierskap en viktig oppgave for Folketrygdfondet.

Selv om Folketrygdfondet er en stor aktør i det norske markedet og en mindre aktør i det nordiske, legges i hovedsak samme forvaltningsstrategi og -prosess til grunn for forvaltningen både i Norge og Norden. En viktig årsak til

dette er at Folketrygdfondet har erfart positive samspills- og kompetanseoverføringseffekter ved å forvalte både norske og nordiske aksje- og obligasjonsporteføljer.

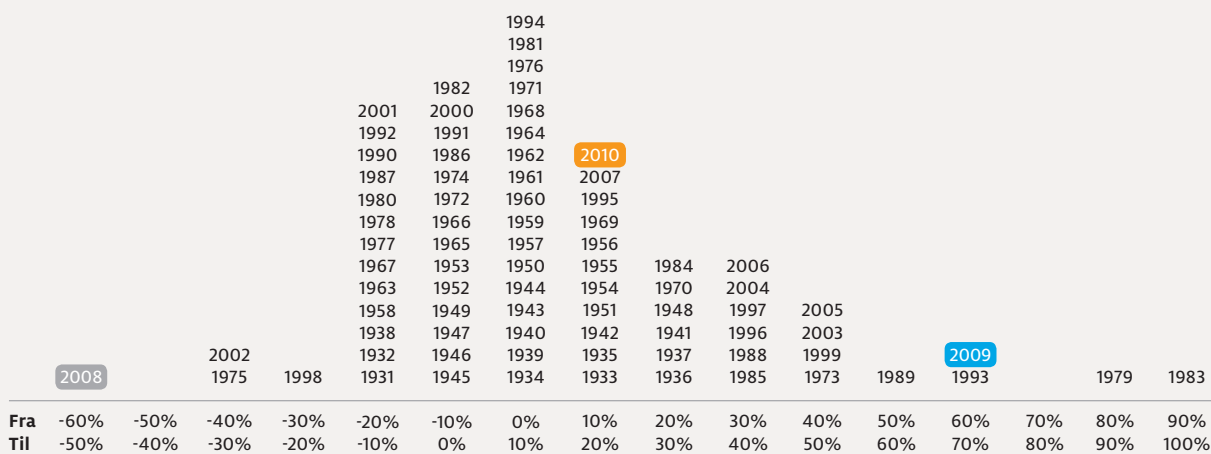
Folketrygdfondet har over lang tid tilført verdier utover referanseporteføljens avkastning gjennom aktive investeringsvalg med relativt sett lave forvaltningskostnader. Det er en målsetting at den aktive forvaltningen over tid skal gi en årlig meravkastning på 0,40 prosentpoeng før forvaltningskostnader.

Resultatregnskap og balanse

Årsresultatet på 17 812 mill. kroner består av et porteføljeresultat på 17 903 mill. kroner fratrukket forvaltningskostnader på 91 mill. kroner. Årsresultatet er tillagt kapitalen i Statens pensjonsfond Norge per 31. desember 2010.

Kapitalen i Statens pensjonsfond Norge beløp seg ved årsskiftet til 134 882 mill. kroner mot 117 070 mill. kroner ved utgangen av 2009.

OSLO BØRS ÅRLIG AVKASTNING, 1930 - 2010



Mens 2008 var det svakeste året på Oslo Børs i hele tidsperioden vi har tall for, var 2009 et av de sterkeste årene på Oslo Børs. I 2010 var avkastningen 18,35 prosent, noe som er en mer normal avkastning sammenlignet med de to foregående år.

Kilder: 1930 - 1935 SSB, Historisk statistikk 1978
1935 - 1982 SSB, Historisk statistikk 2004
1983 - 2010 Oslo Børs, BXL

Avkastningsutviklingen

Selv om vi ved inngangen til 2010 så tegn til stabilisering og oppgang i verdensøkonomien ble første halvår 2010 preget av økende uro i markedene. Dette resulterte i en negativ avkastning for Statens pensjonsfond Norge på 3,5 prosent ved halvårsskiftet. Andre halvår har imidlertid vært preget av en solid innhenting. Det er særlig aksjemarkedet i Norden som har overrasket med svært sterk vekst. Sammen med lave rentenivåer har dette bidratt til en positiv avkastning i 2010 på 15,27 prosent for Statens pensjonsfond Norge. Dette er 0,56 prosentpoeng bedre enn den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastsatt.

For femårsperioden 2006-2010 har den gjennomsnittlige årlige avkastningen vært 7,05 prosent, som er 1,52 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen i tilsvarende periode.

Aksjeporteføljene

Per 31. desember 2010 utgjorde aksjeporteføljen 65,3 prosent av kapitalen, og markedsverdien av aksjeplasseringene beløp seg til 87 915 mill. kroner mot 73 292 mill. kroner året før.

Den norske aksjeporteføljen, som var på 75 709 mill. kroner, var ved siste årsskifte investert i totalt 52 selskaper notert på Oslo Børs. Investeringene i nordiske aksjer omfattet i alt 12 206 mill. kroner fordelt på 96 selskaper ved utgangen av 2010.

Avkastningen for den norske aksjeporteføljen ble 19,11 prosent for 2010, hvilket er 0,76 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen OSEBX. For femårsperioden 2006-2010 er gjennomsnittlig avkastning 8,16 prosent. Referanseindeksens avkastning i samme periode var 5,75 prosent.

De nordiske aksjeplasseringene fikk siste år en avkastning på 28,18 prosent. Dette er 1,49 prosentpoeng lavere enn for referanseindeksen VINX. For femårsperioden 2006-2010 er avkastningen 5,33 prosent, noe som er 0,91 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning.

Renteporteføljene

Markedsverdien av renteplasseringene beløp seg per 31. desember 2010 til 45 484 mill. kroner. Av dette utgjorde norske renteplasseringer 39 014 mill. kroner og nordiske renteplasseringer 6 470 mill. kroner.

For den norske renteporteføljen ble resultatet siste år

en avkastning på 7,47 prosent, 0,79 prosentpoeng bedre enn avkastningen for referanseindeksen. Den nordiske renteporteføljen hadde en avkastning på 3,65 prosent, hvilket er 0,54 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning. Som følge av bestemmelser i gjeldende rammeverk er den nordiske renteporteføljen ikke valutakurssikret. En sterkere kronekurs har således bidratt negativt til avkastningen.

For femårsperioden 2006-2010 var den gjennomsnittlige årlige avkastningen for den norske renteporteføljen 6,07 prosent, 0,75 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen i samme periode. Den nordiske renteporteføljen ble opprettet i 2007. Avkastningen for denne porteføljen har siste tre år vært 6,23 prosent, som er 0,70 prosentpoeng mer enn referanseindeksen.

STATENS OBLIGASJONSFOND

Rammer og risiko

Finansdepartementets avkastningsforventninger for plasseringene uttrykkes gjennom en referanseindeks. En slik indeks vil først tre i kraft når investert kapital når 20 prosent av den totale kapitalen til Obligasjonsfondet.

Statens obligasjonsfond skal plasseres i obligasjonslån hvor utsteder er hjemmehørende i Norge. Plasseringene skal skje til markedsmessige vilkår, og det er derfor et krav om at det skal investeres sammen med andre investorer. Videre er det ved erverv av mer enn 30 prosent av volumet av nye låneopptak, og mer enn 50 prosent av lånevolumene i annenhåndsmarkedet, stilt særlige dokumentasjonskrav for å sikre at kravene til markedsriktig prising oppfylles.

Av hensynet til risikobegrensning er det fastsatt visse minstekrav til plasseringene. Dette omfatter enkelte kvantitative rammer for sektorfordeling, samt krav til at kredittverdigheiten på investeringstidspunktet ikke skal være svakere enn B- i henhold til Standard and Poor's klassifisering. Disse avgrensningene gjør det likevel mulig for Statens obligasjonsfond å investere i et bredt utvalg av selskaper.

Det er en rekke finansielle risikofaktorer det er viktig å forholde seg til i forvaltningen av Statens obligasjonsfond. Folketrygdfondet legger stor vekt på å identifisere, styre, måle og kontrollere de ulike risikotypene. I tillegg til de rammer Finansdepartementet har fastsatt, har Folketrygdfondets styre fastsatt egne rammer for kreditt-, motparts-

og valutakursrisiko i forbindelse med forvaltningen av Statens obligasjonsfond. Det vises for øvrig til nærmere utdyping i regnskapets noteverk.

Resultatregnskap og balanse

Ved utgangen av 2010 kan det vises til et positivt årsresultat på 669 mill. kroner. Årsresultatet består av et porteføljeresultat på 679 mill. kroner fratrukket forvaltningskostnader på om lag 10 mill. kroner. Årsresultatet er tillagt kapitalen i Statens obligasjonsfond per 31. desember 2010.

Kapitalen i Statens obligasjonsfond beløp seg ved årsskiftet til 51 276 mill. kroner mot 50 607 mill. kroner foregående år.

Porteføljen

Ved utgangen av 2010 hadde Statens obligasjonsfond plassert i alt 9 302 mill. kroner i obligasjonsmarkedet fordelt på 53 utstedere i til sammen 69 obligasjonslån. Avkastningen for 2010 ble på 7,6 prosent av investert kapital. Investert beløp oversteg ikke 20 prosent av kapitalen i Obligasjonsfondet i 2010, og referanseporteføljen trådte således ikke i kraft.

Aktiviteten i det norske obligasjonsmarkedet økte betydelig i 2010. Med et mer velfungerende marked var det også mindre behov for å delta i nyemisjoner fra Statens obligasjonsfonds side. Dette gjaldt både for relativt gode kreditter

(investment grade) og for kreditter som klassifiseres som svakere (non investment grade). I en slik situasjon, hvor mange emisjoner ble vesentlig overtegnet, var det Folketrygdfondets vurdering at det var bedre å stille aktiviteten i Statens obligasjonsfond noe i bero inntil likviditeten i obligasjonsmarkedet igjen viste en svakere tendens. I henhold til mandatet skal Folketrygdfondet innen utgangen av 2013 forelegge en plan for avvikling av fondet for Finansdepartementet.

I løpet av året ble det investert i 20 nye lån for et samlet pålydende beløp på 2 169 mill. kroner. Av det investerte beløpet ble 69 prosent plassert i første halvår. Om lag 21,8 prosent av plasseringene var ved utgangen av året plassert i selskaper som ikke er klassifisert som investment grade. Den maksimale grensen for slike plasseringer er 30 prosent av Obligasjonsfondets midler.

FREMTIDSUTSIKTER

Ved inngangen til 2010 så vi tegn til stabilisering og oppgang i verdensøkonomien, og det viste seg at styrken i veksten tok seg kraftig opp gjennom året. Offentlige stimulansetiltak og lave renter bidro til oppsvinget, og det er lagt et godt grunnlag for videre vekst.

Mindre effekt fra stimulansetiltak og lagersykel forventes imidlertid å kunne trekke veksten noe ned i 2011. Med oppsving i finansmarkedene har optimismen og risikovilligheten til investorene økt. På den annen side innebærer høy statsgjeld og arbeidsledighet i mange land usikkerhet om den videre økonomiske utviklingen. Vi vil derfor kunne få urolige finansmarkeder, avhengig av om investorene tar inn over seg et mer optimistisk eller et pessimistisk fremtidssyn. Med en strategisk aksjeandel på 60 prosent i Statens pensjonsfond Norge er det grunn til å være forberedt på fortsatt store svingninger i porteføljens avkastning.

Gjennom en aktiv og forsvarlig forvaltning har Folketrygdfondet over lang tid oppnådd en bedre avkastning enn referanseporteføljen. Folketrygdfondet har i sin strategiske plan som mål at den aktive forvaltningen over tid skal gi en årlig meravkastning på 0,40 prosentpoeng før forvaltningskostnader. Med store svingninger i finansmarkedene og fortsatt usikkerhet knyttet til den makroøkonomiske utviklingen vil dette være et krevende mål å oppnå i tiden fremover. ●

VESENTLIGE EKSTERNE TJENESTELEVERANDØRER

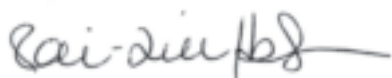
Folketrygdfondet er forpliktet til å informere om vesentlige eksterne tjenesteleverandører og eksterne forvaltere som benyttes. Med bakgrunn i dette opplyses at det ikke er benyttet eksterne forvaltere i 2010. Vesentlige eksterne tjenesteleverandører har i løpet av året vært (alfabetisk rekkefølge):

- ATEA AS
- Bank of New York Mellon
- Bloomberg Finance L.P.
- Crescore AS
- Devoteam Davinci AS
- DigiSys AS
- Ernst & Young AS
- Gabler Wassum AS
- J.P.Morgan Chase Bank, N.A.
- J.P.Morgan Europe Limited
- KPMG AS
- Moody's Analytics
- MSCI
- Sherpa Integration Consulting AS
- SimCorp Norge AS
- SPK Forvaltning

Oslo, 10. mars 2011



Erik Keiserud
styrets leder



Mai-Lill Ibsen
styrets nestleder



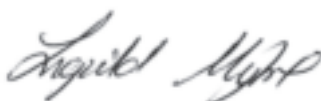
Marianne Hansen



Anne Gine Hestetun



Norvald Mo



Ingvild Myhre



Arne Skauge



Reidar Viken



Tor Mikkel Wara



Bjarne Anderson
ansattevalgt styremedlem

STYRET BESTÅR AV NI MEDLEMMER OPPNEVNT AV FINANSDEPARTEMENTET OG ET MEDLEM OG EN OBSERVATØR FRA DE ANSATTE.



ERIK KEISERUD

styreleder, Oslo
Oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2006. Erik Keiserud er partner i Advokatfirmaet Hjort

og advokat med møterett for Høyesterett. Keiserud er også styreleder i Familien Blix Fond til fremme av medisinsk forskning. Keiserud er fast forsvarer i Høyesterett. Han har tidligere vært styreleder i Norsk Eieningsinformasjon AS, Statens Bankinvesteringsfond, styremedlem i Narvesen ASA og Sparebank 1 Livsforsikring AS og leder av Administrasjonsstyret for UNI Storebrand 1992-1993. *Personlig varamedlem: Wenche Nistad, Oslo*



MAI-LILL IBSEN

nestleder, Oslo
Oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2006. Ibsen arbeider som selvstendig nærings-

drivende gjennom sitt firma Ibsen Raad. Hun er også nestleder i styret i Unifor og styremedlem i bl.a. KLP Banken AS, GIEK, E-CO Energi AS, Kebony ASA og Carnegie ASA. Ibsen leder valgkomiteen i Morpol ASA. Videre er hun medlem av finanskomiteen i Kreftforeningen. Ibsen har tidligere vært adm. direktør i NOS ASA, leder av Citigroup i Norge og viseadm. direktør i Eksportfinans ASA. *Personlig varamedlem: Bernt Arne Ødegaard, Stavanger*



MARIANNE HANSEN

Steigen
Oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2010. Marianne Hansen er banksjef i Sparebank 1 Nord-Norge.

Hansen har tidligere vært økonomileder i Steigen kommune og avdelingsdirektør i Finansdepartementet. *Personlig varamedlem: Petter Bjerksund, Bergen*



ARNE SKAUGE

Bærum
Oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2010. I perioden 1998 - 2011 var han adm.

direktør i Den norske Bankforening, Finansnæringens Hovedorganisasjon og viseadm. dir. i Finansnæringens Fellesorganisasjon. Fra 1977-1993 var Skauge stortingsrepresentant, og var i samme periode også statsråd og statssekretær. *Personlig varamedlem: Merete Haugli, Oslo*



REIDAR VIKEN

Overhalla ■
Oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2006. Viken er rådmann i Høylandet

kommune. Viken er også styremedlem i Høgskolen i Nord-Trøndelag. Han har tidligere vært medlem i kommunestyre og formannskap i Overhalla. *Personlig varamedlem: Camilla Bakken Øvald, Oslo ■*



TOR MIKKEL WARA

Oslo ▲
Oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2010. Wara er kommunikasjonsrådgiver i First House

AS. I tillegg til at han har mange års erfaring som kommunikasjonsrådgiver, bl.a. som partner i Geelmuyden, Kiese og Madland & Wara, har han bakgrunn som stortingsrepresentant, finanspolitisk talsmann og medlem av Oslo Bystyre. *Personlig varamedlem: Terje Søviknes, Os ■*

**ANNE GINE HESTETUN**

Bergen
Oppnevnt til
Folketrygd-
fondets styre i
2010. Hestetun
er administrerende

direktør i Stor-Bergen Boligbyggelag. Hun har tidligere vært kommunalråd, leder av Komite for Miljø og Byutvikling og byråd i Bergen. Hestetun er også styreleder i ABO Arkitekter as og styremedlem i bl.a. Bergen Næringsråd, Bergen Group ASA, Stiftelsen Bergen Diakonissehjem/Haraldsplass, Bybanen as, Festspillene i Bergen, Grieghallen AS og Bergenhalvøens kommunale Kraftselskap a.s.o. *Personlig varamedlem: Oddbjørg A. Starrfelt, Bryne*

**NORVALD MO**

Oslo ■
Opprinnelig fra
Norheimsund
i Hardanger, nå
bosatt i Oslo, ble
oppnevnt til Folke-

trygdfondets styre i 2008. Mo er rådgiver i Fellesforbundet. Han har tidligere blant annet vært sekretær i Arbeiderpartiets stortingsgruppe, vararepresentant til Stortinget og politisk rådgiver og statssekretær på Statsministerens kontor. *Personlig varamedlem: Ottar Brage Guttelvik, Molde* ■

**INGVILD MYHRE**

Oslo ■
Oppnevnt til
Folketrygdfondets
styre i 2004.
Myhre er partner
i Rådgivende LOS.

Ingvild Myhre er leder for styret i Simula Research Lab., Norsk Helsenett SF, Norges Forskningsråd og styremedlem i blant annet Norsk Eiendomsinformasjon AS, Norsk Tipping, Inmeta ASA og Forskningsparken i Narvik. *Personlig varamedlem: Øyvind Bøhren, Bærum* ■

**BJARNE ANDERSON**

Ansattevalgt
styremedlem
Valgt som de
ansattes repre-
sentant i Folke-
trygdfondets styre

i 2008. Han har vært ansatt i Folketrygdfondet siden 1994. Anderson arbeider som porteføljeforvalter i rente- og makroavdelingen. Bjarne Anderson er utdannet siviløkonom ved Gøteborgs Universitet/Handels- og høyskolan i Gøteborg.

**HENNING LUND**

Ansattevalgt
observatør
Valgt som
de ansattes
observatør i

Folketrygdfondets styre i 2010. Han har vært ansatt i Folketrygdfondet siden 2009 som porteføljeforvalter i rente- og makroavdelingen. Lund er utdannet siviløkonom ved Norges Handelshøyskole i Bergen i 2004. *Ansattevalgt vararepresentant: Jørn Terje Krekling*

■ Oppnevnt for perioden
01.07.2008 – 30.06.2012

▲ Oppnevnt for perioden
19.02.2010 – 30.06.2012

De øvrige er oppnevnt for perioden
16.05.2010 – 15.05.2014

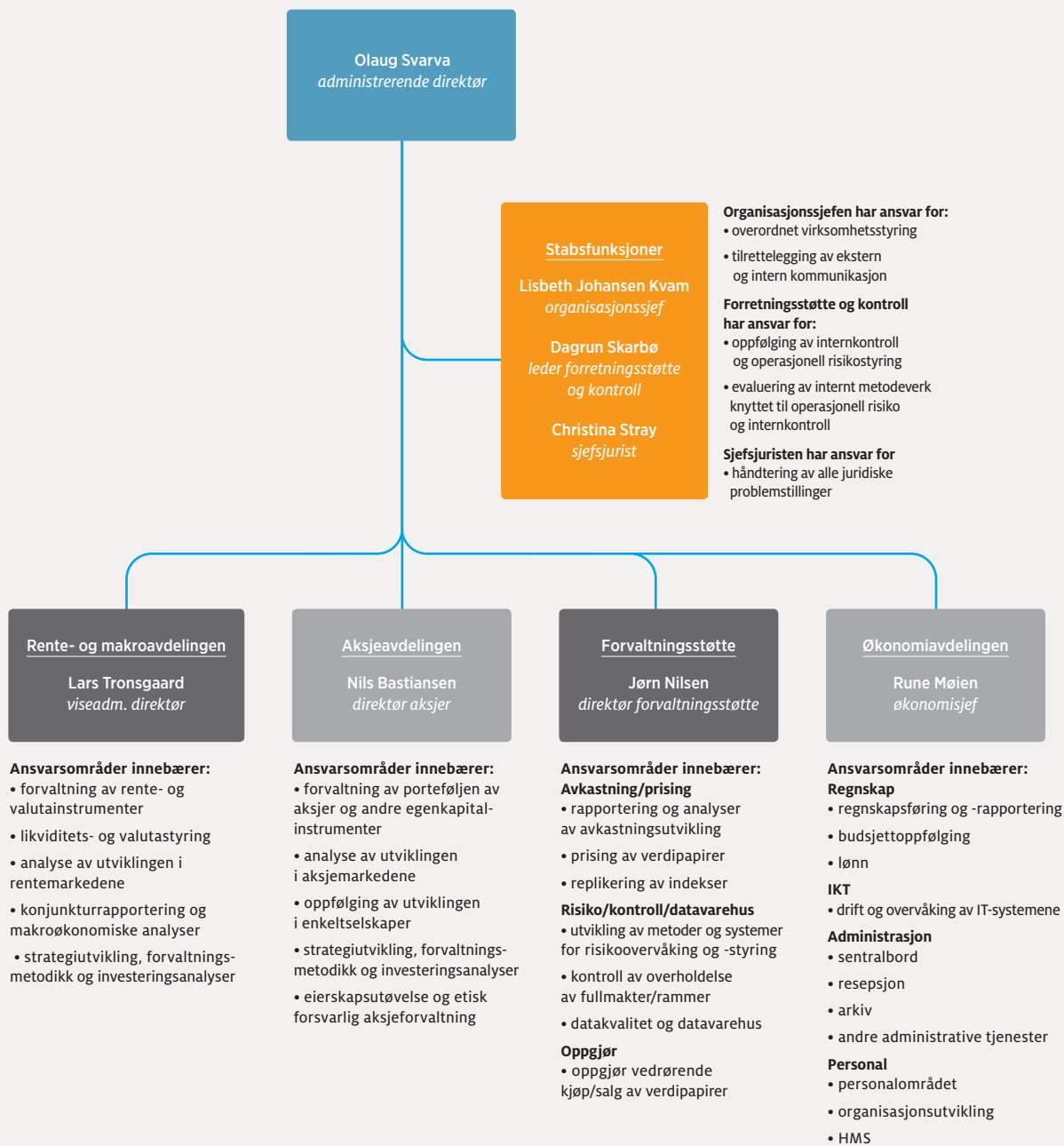


FOLKETRYGDFONDET
FORVALTER FELLESSKAPETS
MIDLER. DET SKAL VI GJØRE
PÅ EN ANSVARLIG MÅTE.

FOLKETRYGDFONDET

Administrasjon
Ansvarlig investeringsvirksomhet
Riskostyring og internkontroll

ORGANISASJONSKART



EN KOMPETENT ORGANISASJON MED DYKTIGE OG MOTIVERTE MEDARBEIDERE SKAL SIKRE AT MIDLENE INVESTERES PÅ EN PROFESJONELL OG BETRYGGENDE MÅTE.

FOLKETRYGDFONDET

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond på vegne av fellesskapet. Dette er en betydelig kapitalbase, og det er viktig at midlene investeres på en betryggende måte som sikrer god avkastning over tid. For å kunne ivareta denne oppgaven på best mulig måte legger Folketrygdfondet betydelig vekt på å ha en kompetent organisasjon med dyktige og motiverte medarbeidere.

De fleste av våre medarbeidere har høyere økonomisk utdanning. I tillegg har mange gjennomført særskilt utdanning innen finansområdet, eksempelvis autorisert finansanalytikerstudium og avansert porteføljeforvaltning. En stor andel av Folketrygdfondets medarbeidere har også lang og relevant erfaring fra finansmarkedet.

Selv om Folketrygdfondet er en virksomhet med høy kompetanse, legger vi stor vekt på at ansatte både skal vedlikeholde og videreutvikle sin faglige plattform. Folketrygdfondet bruker derfor hvert år betydelige ressurser på kompetansehevingstiltak slik at ansatte skal kunne delta på relevante kurs og seminarer og ta videreutdanning.

I løpet av de siste årene har Folketrygdfondet fått endrede rammebetingelser. I 2007 fikk vi nye rammer for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, i 2008 ble vi etablert som særlovselskap og i 2009 fikk vi ansvaret for forvaltningen av Statens obligasjonsfond. For å ivareta nye krav som følge av endrende rammebetingelser, har vi gjennomført et betydelig ressurs- og systemmessig løft de siste årene. Eksempelvis har antall ansatte økt fra 27 i 2007 til 42 i 2010, en økning på vel 55 prosent.

For at forvaltningen skal skje på en betryggende måte er det viktig med gode systemer og rutiner for å følge opp at

fastsatte rammer for investeringsvirksomheten overholdes. Mange av våre nye medarbeidere arbeider derfor i avdelingen Forvaltningsstøtte. Det er denne avdelingen som sørger for at det datagrunnlag vi bruker for rapportering og analyser er riktig. Det er også denne avdelingen som har ansvaret for at verdipapiroppkjøret skjer på en korrekt måte, følger opp at fastsatte rammer og fullmakter overholdes, påser at referanseindeksene våre til enhver tid er korrekte og sørger for riktig prising av verdipapirene. Avdelingen lager også analyser og rapporter om avkastning og risiko som er viktige grunnlagsdokumenter både for forvalternes egen oppfølging av sine respektive porteføljer og for ledelsens oppfølging av resultatutviklingen. Forvaltningsstøtte er således en sentral støtteavdeling for investeringsavdelingene med et bredt ansvarsfelt som stiller høye krav både til finansfaglig innsikt, datakunnskap og analytiske evner.

Ansatte i Folketrygdfondet har en høy faglig kompetanse. Folketrygdfondet som arbeidsgiver har et ansvar for å bruke denne kompetansen på en god måte, noe som blant annet tilsier at ansatte blir vist tillit og har innflytelse og påvirkningsmuligheter på beslutninger som skal tas innenfor den enkeltes arbeidsfelt. For å kunne rekruttere og beholde dyktige medarbeidere i alle livsfaser, legger Folketrygdfondet også vekt på å tilrettelegge for fleksible arbeidsordninger for ansatte.

Med den teoretiske og praktiske erfaringsbakgrunn Folketrygdfondets medarbeidere samlet sett har, har vi gode forutsetninger for både å opprettholde og videreutvikle et faglig sterkt miljø. Dette mener vi er viktig for at midlene i Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond skal kunne forvaltes på en ansvarlig måte som bidrar til en positiv verdiskaping i et langsiktig perspektiv. ●

ANSVARLIG EIERSKAPS- OG KREDITORUTØVELSE SKAL BIDRA TIL POSITIV VERDIUTVIKLING OG ET VELFUNDERENDE FINANSMARKED.

ANSVARLIG INVESTERINGSVIRKSOMHET

Folketrygdfondet skal være en ansvarlig og langsiktig forvalter av fellesskapets midler. For å sikre våre finansielle verdier mener vi det er viktig å ha en bevisst eierskapsutøvelse som både kan bidra til en positiv verdiutvikling i de selskapene vi er investert og et velfungerende finansmarked. Folketrygdfondet mener den langsiktige verdiskapingen er bedre i selskaper med god selskapsstyring og fokus på miljø og samfunnsmessige forhold. Vi arbeider derfor systematisk med disse spørsmålene som en integrert del av vår ansvarlige investeringsvirksomhet. God eierskapsoppfølging krever innsikt i og kunnskap om drift, strategi, rammebetingelser og selskapsledelse. Vi legger derfor stor vekt på at eierskapsarbeidet skal være en integrert del av investeringsvirksomheten slik at vi kan være en krevende eier som opptre ryddig og etter fastsatte prinsipper.

For at vi i størst mulig grad skal opptre på en forutsigbar og konsekvent måte i saker av samme karakter, har Folketrygdfondets styre fastsatt prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet, tidligere omtalt som eierprinsipper og etiske prinsipper for forvaltningen, og retningslinjer for kompensasjonsmodeller. Disse prinsippene er offentlig tilgjengelig på Folketrygdfondets nettside www.ftf.no. Her finnes også Folketrygdfondets årlige eierrapport. I eierrapporten orienterer vi om vårt eierskapsarbeid, hvordan dette implementeres i forvaltningen og hvilke saker vi har vært spesielt opptatt av det siste året.

Folketrygdfondet arbeider for at de selskapene vi er investert i skal følge de prinsipper som fremgår i Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse i størst mulig grad. Vår eierskapsutøvelse er videre basert på prinsipper i FNs Global Compact, FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI) og OECDs prinsipper for multinasjonale selskaper. Folketrygdfondet deltar også i samarbeidsprosjektene Bærekraftig verdiskaping og Carbon Disclosure Project (CDP).

Som finansiell investor engasjerer Folketrygdfondet seg i eierspørsmål knyttet til styresammensetning, avlønning, rapportering og kommunikasjon, verdier og styringsprinsipper samt kapitalstruktur og strategi. De senere årene har avlønning, både lederlønnsprinsipper og insentivordninger, vært sentrale områder for Folketrygdfondet. Selv om det fremdeles er rom for ytterligere forbedringer

har vi erfart at dette er områder med en positiv utvikling, både når det gjelder selve avlønningsordningene og informasjon som gis om ordningene.

Folketrygdfondet følger også med på selskapenes kapitalstruktur og strategi. I tilknytning til generalforsamlinger er emisjonsfullmakter et viktig område for oss, og både størrelsen på og formålet med fullmakter styret ber om vurderes grundig.

Selv om de prinsipper Folketrygdfondet har fastsatt som grunnlag for eierskapsutøvelsen alltid vil være retningsgivende for vårt eierskapsarbeid, er det også viktig at vi på selvstendig grunnlag vurderer hver enkelt sak særskilt, både ut fra sakens kjennetegn, pågående prosesser i selskapet og størrelsen av vårt økonomiske engasjement.

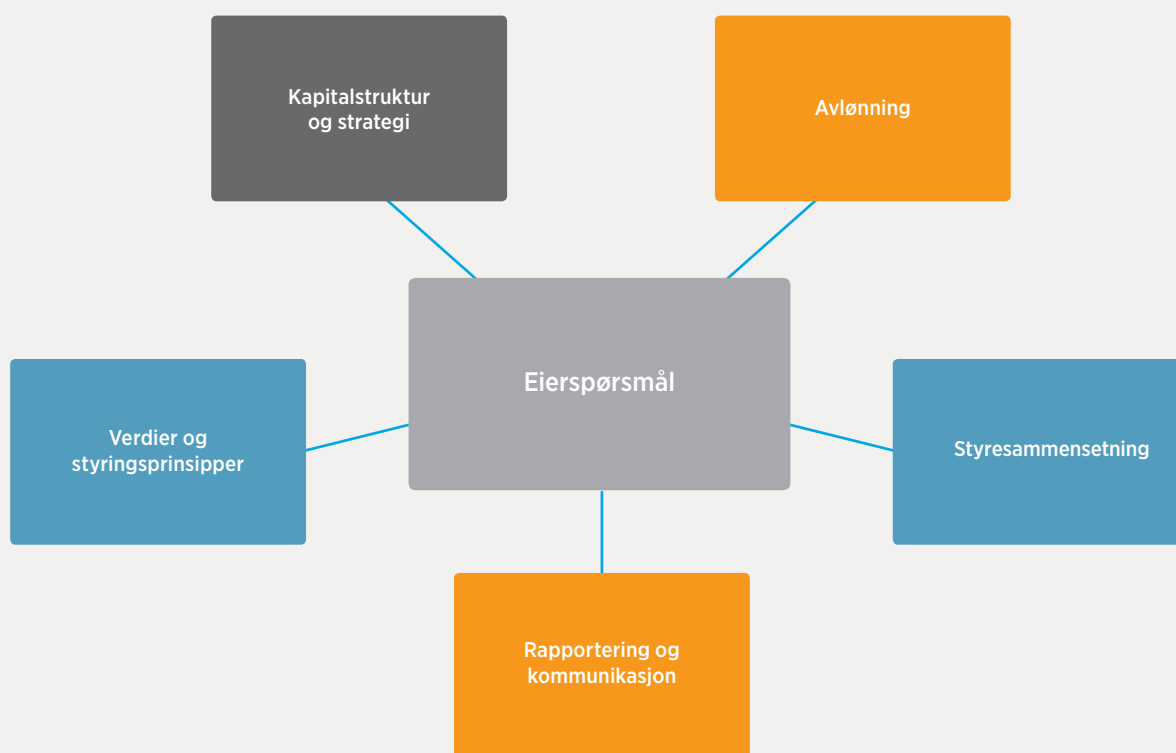
Vårt eierskapsarbeid utføres ved at vi deltar og stemmer på generalforsamlinger og obligasjonseiermøter der det er aktuelt. I tillegg tar vi opp saker med selskapets ledelse og/eller styreleder når vi mener dette er nødvendig, enten i møter eller skriftlig. Denne kontakten gir oss anledning til å gi tilbakemelding om hva vi som eier mener slik at selskapene selv kan finne løsninger som også er i tråd med eiernes interesser. Vi samarbeider også med andre aksjonærer når vi mener dette er hensiktsmessig for å ivareta våre finansielle interesser.

Folketrygdfondet er representert i enkelte valgkomiteer, bedriftsforsamlinger og representantskap. Vi anser valgkomiteens arbeid som meget viktig for å sikre kompetente og velfungerende styrever. I de tilfeller vi ikke selv er representert i valgkomiteen, gir vi ofte komiteen innspill om kriterier og kompetanse vi mener er viktig for at selskapet skal ha et hensiktsmessig og godt styre.

Innen renteforvaltningen er det ikke knyttet eierrettigheter til de enkelte eierposter slik det er for aksjer. I obligasjonsmarkedet er det viktig med klare og entydige kontrakter som regulerer låneforholdet. I forbindelse med tegning i nye lån, arbeider vi derfor aktivt for å sikre at lånekontrakten inneholder klausuler som er tilpasset den kredittetrisikoen lånet antas å representere. Skulle det derimot inntre en kreditthendelse i form av betalingsmislighold eller at utsteder kommer i konflikt med klausuler i låneavtalen, må obligasjonseierne engasjere seg. Som en av de store aktørene i det norske rentemarkedet vil Folketrygdfondet derfor kunne spille en aktiv rolle knyttet til misligholdssituasjoner i obligasjonslån hvor vi er stor eier. ●

SENTRALE EIERSPØRSMÅL

Som finansiell investor er Folketrygdfondet opptatt av sentrale tema som selskapenes strategi, kapitalstruktur, styresammensetning og avlønningsordninger. Også selskapets verdier og hvordan selskapet kommuniserer og rapporterer om aktuelle problemstillinger knyttet til miljø og samfunnsmessige utfordringer er forhold vi vurderer i våre selskapsanalyser.



ÅPENT OG FORUTSIGBART EIERSKAPSARBEID

Folketrygdfondet skal ha en åpen og forutsigbar eierskapsutøvelse. I Folketrygdfondets årlige eierrapport, redegjør vi for hvordan eier- og kreditorrollen har vært utøvet det siste året. Eierrapporten utgis parallelt med Folketrygdfondets halvårsrapport, og etter at selskapenes generalforsamlinger har funnet sted. På Folketrygdfondets nettsted,

www.ftf.no, har vi publisert overordnet informasjon om vår eierskapsutøvelse, herunder de prinsipper vi legger til grunn for ansvarlig investeringsvirksomhet. På nettstedet publiseres også flaggemeldinger og uttalelser Folketrygdfondet har gitt i forbindelse med aktuelle generalforsamlingsaker.

BEVISST OG SYSTEMATISK RISIKOSTYRING OG INTERNKONTROLL ER GRUNNLEGGENDE ELEMENTER I FOLKETRYGDFONDETS FORVALTNING, SYSTEMER OG KULTUR.

RISIKOSTYRING OG INTERNKONTROLL

Risikostyring og internkontroll er grunnleggende elementer i Folketrygdfondets forvaltning og skal bidra til at vi når våre mål som en ansvarlig forvalter av fellesskapets midler.

Styret i Folketrygdfondet har vedtatt retningslinjer for risikostyring og internkontroll som legger til grunn at virksomheten skal utøves i henhold til anerkjente prinsipper og i tråd med kravene i investeringsmandatene gitt fra Finansdepartementet.

Prinsippene for internkontroll dekker, blant annet, rollefordelingen mellom styret og administrasjonen, og sikrer tilfredsstillende arbeidsdeling og uavhengighet mellom forvalterdelen av virksomheten og kontrollerende funksjoner.

Folketrygdfondet arbeider systematisk med internkontroll og risikostyring. I løpet av året er det gjennomført risikoanalyser for å identifisere risikoer Folketrygdfondet er utsatt for, og aktuelle risikoreducerende tiltak er vurdert og iverksatt.

Styret orienteres jevnlig om risikobildet og drøfter årlig både internkontroll og måling og styring av risiko. I 2010 oppnevnte styret et revisjonsutvalg bestående av tre styremedlemmer. Revisjonsutvalget skal blant annet være et saksforberedende organ for styret i forbindelse med regnskapsavleggelse og –rapportering.

Organisering av risikostyringen

Folketrygdfondets styre er ansvarlig for organisering av risikostyringssystemet og definerer risikovillighet. Risikostyringen er organisert langs tre forsvarslinjer, (se illustrert figur til høyre).

Første forsvarslinje – operative risikostyringsaktiviteter:

Operative risikostyringsaktiviteter er risikostyring som skjer ved aksje- og renteavdelingens utøvelse av portefølje-forvaltning og kontrollaktiviteter opp mot fullmakts-grenser, risikorapporter og rammer. Avstemming og kontroll gjennomføres av oppgjørsfunksjonen og regnskapsfunksjonen.

Andre forsvarslinje – interne risikostyringsfunksjoner:

Avdeling for forretningsstøtte og kontroll skal tilrettelegge for god internkontroll og risikostyring, herunder prosesser for godkjenning av nye instrumenter.

Avdeling for forvaltningsstøtte overvåker rammer og fullmakter, og avdelingen varsler løpende om eventuelle avdekkede brudd på etterlevelse av fastsatte rammer, fullmakter og retningslinjer.

Det er opprettet en investeringskomité og en risikokomité som bistår administrerende direktør i oppfølging av risikostyring og internkontroll. Investeringskomitéen følger opp rapportering om overholdelse av rammer, fullmakter og retningslinjer og har løpende oppfølging av porteføljens risikosammensetning og avkastning.

Risikokomiteen bistår administrerende direktør i etablering og oppfølging av risikostyringen i organisasjonen.

Tredje forsvarslinje – internrevisjon:

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

Operasjonell risiko

Folketrygdfondet forvalter store verdier og har et bevisst forhold til at dette kan gi opphav til vesentlig operasjonell risiko. Operasjonell risiko er risikoen for tap som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil eller eksterne hendelser, herunder juridisk risiko.

For å redusere operasjonell risiko, legger Folketrygdfondet vekt på at det skal være klare ansvarsforhold i virksomheten og at den enkelte leder er ansvarlig for risikostyringen innen eget ansvarsområde.

Det er en målsetting at den operasjonelle risikoen skal være lav og det er etablert faste rutiner for gjennomføring av risikovurderinger, test av nøkkelkontroller og endringshåndtering. Eventuelle hendelser der det har vært høy risiko for tap forårsaket av operasjonell risiko registreres i et eget hendelsesregister. Oppfølging av identifisert risiko og risikoreducerende tiltak samt systematisk oppdatering av risikobildet inngår i den operasjonelle risikostyringen.

Det arbeides bevisst med å informere ansatte om gjeldende rammer, retningslinjer og rutiner. Som ledd i dette arbeidet, er det etablert en elektronisk instruks- og rutinehåndbok hvor også etiske retningslinjer og internt regelverk for egenhandel er tilgjengelig for alle ansatte.

Folketrygdfondet har etablert en beredskapsorganisasjon og utarbeidet beredskapsplaner for ulike hendelser, herunder katastrofeplan for IKT. For å teste og forbedre beredskapsarbeidet ble det i 2010 gjennomført en beredskapsøvelse.

Styret evaluerer årlig status for operasjonell risikostyring. Det ble i løpet av 2010 ikke avdekket operasjonelle feil av vesentlig betydning. ●

ORGANISERING AV RISIKOSTYRINGEN

Styret i Folketrygdfondet

Organiserer risikostyringen og definerer risikovillighet

Tredje forsvarslinje – internrevisjon

Overvåker risikostyringen

Andre forsvarslinje – interne risikostyringsfunksjoner

Porteføljeovervåking og compliance

Første forsvarslinje – operative risikostyringsaktiviteter

Avkastningsmåling Kontrollaktiviteter i porteføljeforvaltning Porteføljeforvaltning aksjer og obligasjoner



FOLKETRYGDFONDETS MÅL
ER MERAVKASTNING OVER
TID. VÅR FORVALTNINGS-
STRATEGI ER DERFOR LANG-
SIKTIG, AKTIV OG ANSVARLIG.

FORVALTNING

Markedsutviklingen
Statens pensjonsfond Norge
Statens obligasjonsfond

GJENOPPHENTING ETTER FINANSKRISEN, REALØKONOMISK OPPSVING OG RESULTATFREMANG HAR VÆRT DRIVKREFTER FOR ET POSITIVT FINANSMARKED.

MARKEDSUTVIKLINGEN

Den økonomiske veksten tok seg betydelig opp i 2010. I Euroområdet er det særlig Tyskland som har bidratt til veksten, mens Kina har vært en viktig drivkraft i den globale økonomien. Rentemarkedene var i 2010 preget av fortsatt lave sentralbankrenter og statsfinansielle problemer i flere europeiske land. Det var en sterk utvikling i aksjemarkedet også i 2010. Hovedsakelig drevet av sterk realøkonomisk vekst og resultatfremgang.

I USA har den økonomiske veksten tatt seg betydelig opp. Mange bedrifter melder om økt inntjening og forventningsindeksene viser tegn til fortsatt bedring. Samtidig har den amerikanske økonomien vært preget av høy arbeidsledighet og vedvarende svikt i boligmarkedet. Sysselsettingen har imidlertid tatt seg opp, og detaljomsætningen har vist markert stigning. Året sett under ett økte BNP med 2,9 prosent mot et fall på 2,6 prosent i 2009. Oppsvinget i 2010 kan i hovedsak tilskrives økt eksport og privat forbruk, samt oppbygging av lager.

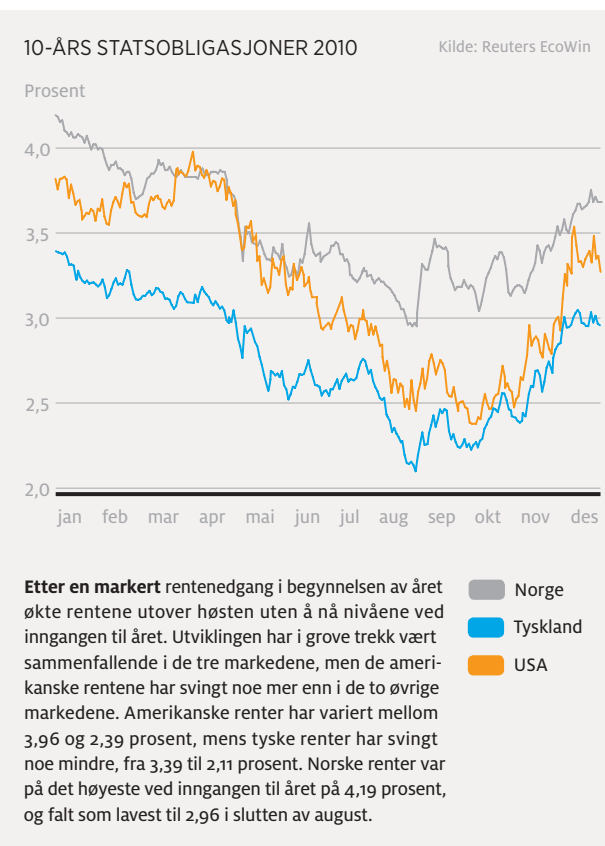
I Euroområdet er det Tyskland som i første rekke har bidratt til veksten. Flere tyske økonomiske indikatorer har kommet betydelig opp, og ligger nå på historisk høye nivåer. Til tross for gode tall fra Tyskland er det imidlertid statsfinansielle problemer i land som Hellas, Spania og Irland som har vært i søkelyset. I motsetning til USA har arbeidsledigheten i Euroområdet ligget i ro på drøye 10 prosent gjennom hele 2010. Før året sett under ett var BNP-veksten 1,7 prosent mot et fall på 4 prosent i 2009.

I 2009 hadde Japan et fall i BNP-veksten på 6,3 prosent, og var et av de landene som hadde den største nedgangen i BNP. I 2010 har den økonomiske veksten kommet sterkt tilbake med en BNP-vekst på 4 prosent gjennom året. Dette må imidlertid ses i forhold til det kraftige fallet året før, og flere indikatorer kan tyde på at veksten nå er i ferd med å avta.

I 2009 var Kina et av relativt få land som hadde en positiv BNP-vekst med 8,9 prosent. Gjennom 2010 har veksten fortsatt både for innenlandsk etterspørsel og eksport. Kina fremstår med dette som en viktig driv-

kraft for verdensøkonomien med en BNP-vekst i 2010 på 10,4 prosent. Dermed har Kina passert Japan som verdens nest største økonomi.

Også de nordiske landene kom godt tilbake i 2010. Finland, som hadde det største fallet i BNP i 2009 med 8 prosent, kom ut av 2010 med en anslått vekst på 3 prosent. Sverige er det nordiske landet hvor anslått vekst er høyest med 5,5 prosent gjennom 2010, mens fallet i 2009 var på 5,3 prosent. I Norge (fastlands-Norge) var veksten 2,2 prosent i 2010 mot et fall på 1,3 prosent året før. Danmark ser ut til å få en BNP-vekst på 2,2 prosent, mens fallet i 2009 var 5,2 prosent.



Rentemarkedet

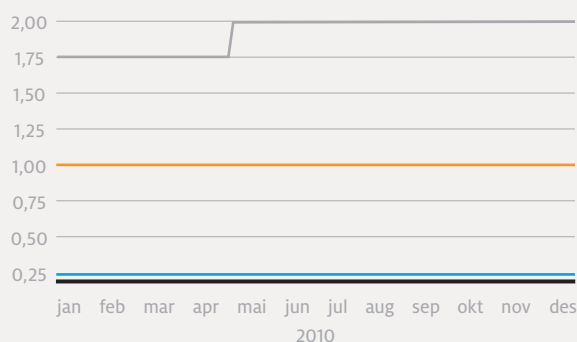
Den amerikanske styringsrenten har ligget på 0,25 prosent siden desember 2008, mens markedsrentene har variert mer i takt med forventningene i markedet. Gjennom 2010 falt renten på amerikanske statsobligasjoner med to års løpetid fra 1,14 prosent til 0,59 prosent etter å ha vært helt nede i 0,33 prosent i november måned. I samme periode falt tilsvarende renten for ti års amerikanske statsobligasjoner fra 3,84 prosent til 3,29 prosent. Denne løpetiden hadde sin laveste notering i oktober med 2,38 prosent. Den kraftige rentenedgangen i årets tre første kvartaler skyldes i stor grad lavere inflasjonsforventninger og svakere realøkonomiske utsikter. Dette bedret seg gjennom fjerde kvartal og rentene begynte igjen å stige. I tillegg iverksatte amerikanske myndigheter nye tiltak for å stimulere den amerikanske økonomien i fjerde kvartal.

Også i EMU har styringsrenten vært uendret gjennom hele 2010 på 1 prosent. Renten på to-årige europeiske statsobligasjoner falt fra 1,33 prosent til 0,86 prosent gjennom året. Den tilsvarende renten for 10-årige europeiske statsobligasjoner falt fra 3,39 prosent til 2,96 prosent. Også her var det et betydelig lavere bunnivå enn det renten var ved årets slutt, men i Europa ble denne nådd i sommermånedene. To års statsobligasjoner bunnet ut på 0,46 prosent i begynnelsen av juni, mens tilsvarende ti års statsobligasjoner bunnet ut på 2,12 prosent i slutten av august. Det kraftige rentefallet i første halvår skyldes i hovedsak frykt for lavere realøkonomisk vekst i Euro-området samt uroen rundt statsfinansene til de såkalte PIIGS-landene (Portugal, Irland, Italia, Hellas, Spania) i Europa.

I Norge økte Norges Bank styringsrenten fra 1,75 prosent til 2 prosent på sitt rentemøte 5. mai med bakgrunn i at inflasjonen hadde utviklet seg som ventet og at veksten i norsk økonomi så ut til å ta seg opp som tidligere anslått. På bakgrunn av økningen i styringsrenten økte også tremåneders pengemarkedsrente fra 2,2 prosent ved begynnelsen av 2010 til 2,6 prosent i slutten av året. To års statsrente steg med 0,15 prosentpoeng fra 2,25 prosent til 2,4 prosent. Norske statsobligasjoner med ti års løpetid falt med 0,43 prosentpoeng fra 4,15 prosent til 3,72 pros-

UTVIKLINGEN I
SENTRALBANKENS SIGNALRENTER

Kilde: Reuters EcoWin



Den amerikanske styringsrenten var som i 2009 uforandret. Den europeiske sentralbanken holdt også renten uforandret, mens Norges Bank hevet renten en gang med 0,25 prosentpoeng til 2 prosent.

■ Norge
■ EU
■ USA

KREDITTMARGIN OVER SWAP
FOR GLOBALE INDUSTRISELSKAPER

Kilde: Reuters EcoWin



Kredittmarginene har variert en del gjennom året, men er relativt uforandret for året sett under ett. Fortsatt ligger marginene høyere enn før finansuroen startet.

■ BBB
■ AAA
■ B

ent ved utgangen av 2010. I forbindelse med uroen rundt statsgjelden i Sør-Europa var imidlertid denne renten helt ned på 3,05 prosent mot slutten av sommeren.

Hovedfokus i kredittmarkedet har i 2010 vært preget av de statsfinansielle problemene i PIIGS-landene. Dette bidro til at statsrentene i disse landene steg betydelig gjennom året. Dette smittet over på kredittobligasjoner, og for alle segmenter innenfor kredittmarkedet resulterte dette i økte innlånskostnader i første halvår. I annet halvår ble denne trenden reversert, og ved utgangen av 2010 var de fleste kredittmarginene tilnærmet uendret for året sett under ett. For senior finans og obligasjoner med fortrinnsrett (covered bonds) var imidlertid marginen vesentlig høyere enn ved inngangen av året.

Marginøkningen innenfor finans henger sammen med store statsfinansielle problemer for flere land og regulatoriske forhold relatert til nye kapitaldekningsregler. I tillegg kommer også usikkerhet knyttet til nedskrivning av gjeld

ved eventuelle tap hos utstederne. For de største nordiske bankene, har kredittpåslaget vært noe mindre enn for resten av Europa. Dette skyldes at bankene i de nordiske landene anses å være mer skjermet mot de problemer som gjør seg gjeldende for mange andre europeiske banker. Enkeltbanker i Norden har imidlertid sett betydelige ringvirkninger for sine innlånskostnader avhengig av eksponering mot enkelte av PIIGS-landene, særlig Irland.

Mindre norske sparebanker har likevel fått en betydelig økning av sine kredittpåslag sammenlignet med utgangen av 2009. På fem års senior finansiering har innlånskostnaden økt fra om lag 0,8 prosentpoeng til om lag 1,5 prosentpoeng. De mindre bankene har også blitt relativt hardt rammet av endrede deponeringsregler i Norges Bank, noe som har resultert i lavere etterspørsel etter denne type utstedere.

Aksjemarkedet

De internasjonale aksjemarkedene fortsatte den sterke utviklingen i 2010, om enn ikke i samme grad som i 2009. Frykten for en ny finanskriser og svak økonomisk utvikling har ikke slått til, men aksjemarkedene har likevel blitt tyntet av de store statsfinansielle problemene. Veksten i Kina og de fremvoksende økonomier har imidlertid overskygget mye av de negative nyhetene.

Etterspørselen etter råvarer har fortsatt vært høy med den sterke etterspørselen fra Kina og India. De globale råvareindeksene er opp med over 50 prosent i løpet av 2010. Matvare delen av råvareindeksen steg også, og konsumentene begynte å merke prisstigningen på visse matvarer. Driftsmarginene til de fleste selskaper økte i 2009 og 2010 som et resultat av kostnadsbesparelser. Selskapene har også blitt mer effektive gjennom større bruk av ny teknologi.

I april eksploderte riggen Deepwater Horizon i Mexico-gulven med en ukontrollert lekkasje fra letebrønnen som følge. Dette medførte et stort fokus på tilgang til olje og sikkerheten rundt oljeutvinning. Oljeselskaper og oljeserviceindustrien ble sterkt preget av ulykken.

Ved inngangen til 2010 var oljeprisen på i underkant av 80 dollar per fat. Prisen steg videre opp mot 90 dollar per fat frem mot sommeren, men falt tilbake og bunnet ut på 70 dollar per fat ved halvårsskiftet. I andre halvår har prisen steget jevnt opp til 94 dollar per fat ved årsskiftet. Oljeprisen steg mye i desember, noe som preget avkastningen på Oslo Børs som målt ved OSEBX-indeksen steg med 11 prosent denne måneden. For hele året var Oslo

OSLO BØRS HOVEDINDEKS OG UTENLANDSKE AKSJEMARKEDER I 2010, INDEKSERT

Kilde: Bloomberg



De globale markedene startet året svakt. Statsfinansielle problemer preget markedene frem til halvårsskiftet da redningspakker og fortsatt sterk vekst i de fremvoksende økonomier trakk markedet opp. Den eneste børsen som endte i minus var Japan.

Norge OSEBX
 USA S&P 500
 USA Nasdaq
 Tyskland DAX
 Japan Nikkei

Børs opp 18,3 prosent.

De nordiske markedene hadde en sterk oppgang, med det danske markedet som det beste med en oppgang på 35,9 prosent (KFX-indeksen). Det svenske markedet steg med 26,1 prosent (SBX-indeksen), og det finske markedet steg med 18,7 prosent (HEX-indeksen).

De nordiske markedene var blant de sterkeste markedene i verden, og hadde en bedre utvikling enn de toneangivende internasjonale børsene. I USA steg S&P 500-indeksen med 12,8 prosent og IT-indeksen Nasdaq med 16,9 prosent. Det europeiske markedet målt ved FTSE Eurotop 100 steg med 4,1 prosent, mye preget av det sterke fallet i oljeselskapet BP. Den japanske Nikkei-indeksen falt med 3,0 prosent.

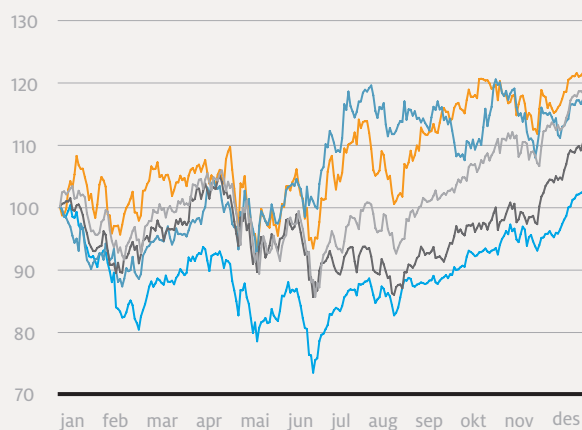
Kun 2 av totalt 11 delindekser på Oslo Børs hadde nedgang i 2010. De sterkeste delindeksene var konsum-, forbruk- og finanssektoren som steg med henholdsvis 54,5 prosent, 50,6 prosent og 24,2 prosent. I konsumsektoren steg fiske-

oppdrettsaksjene mye, og i forbrukssektoren steg cruise-rederiet RCCL. De svakeste sektorene var helse og kapitalvarer, som falt med henholdsvis 4,1 prosent og 2,5 prosent.

Som i 2009 ble antall børsnoterte selskaper også redusert i 2010. Ved utgangen av året var det 203 selskaper notert på Oslo Børs mot 209 året før. Den totale kapitaliserte verdien av selskapene var 1 737 milliarder kroner ved utgangen av 2010 mot 1 518 milliarder kroner ved utgangen av 2009. Den gjennomsnittlige daglige omsetningen ble redusert fra 10,0 milliarder kroner til 7,2 milliarder kroner.

Eiersammensetningen på Oslo Børs har ikke endret seg mye i 2010. Statens eierandel er redusert fra 37,8 prosent til 35,3 prosent. Aksjefondenes andel er økt fra 5,3 prosent til 5,9 prosent. Utlendinger har økt sin andel fra 34,0 prosent til 34,9 prosent, mens private foretak har økt sin eierandel fra 14,7 prosent til 16,1 prosent. Bank og finansforetak har redusert sin eierandel fra 3,6 prosent til 3,2 prosent. ●

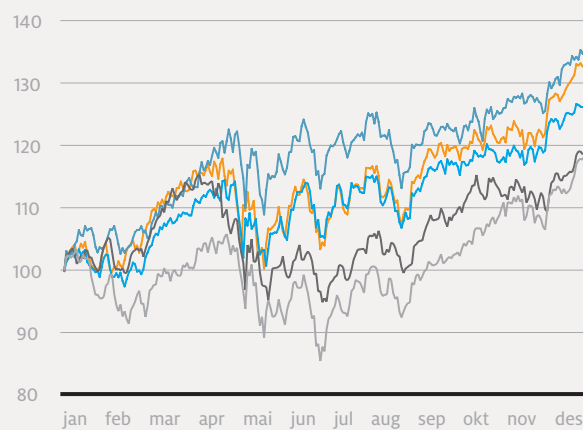
OSLO BØRS HOVEDINDEKS OG UTVALGTE DELINDEKSER I 2010, INDEKSERT Kilde: Bloomberg



Oslo Børs steg med 18,3 prosent i 2010. Den beste sektoren ble finanssektoren som steg 22 prosent ledet av DnBNOR som steg 34 prosent. Energisektoren steg med 10 prosent. Statoil trakk ned denne indeksen med null verdistigning. Industrisektoren viste en oppgang på 2 prosent.

OSEBX index
 Energi
 Tele
 Industri
 Finans

DE NORDISKE AKSJEINDEKSENE I 2010, INDEKSERT Kilde: Bloomberg



Etter en volatil start på året gikk alle de nordiske børsene i positivt territorium i mars. Etter uroen rundt oljeutslippene i USA og tiltagende usikkerhet om europeiske statsfinanser falt markedet. Den danske børsen hadde den beste utviklingen sammen med det svenske markedet. Mye av oppgangen i de finske og norske markedene kom i desember.

Norge
 Finland
 Danmark
 Sverige
 Norden

I 2010 BLE AVKASTNINGEN FOR STATENS PENSJONSFOND NORGE 15,27 PROSENT. DETTE ER 0,56 PROSENTPOENG BEDRE ENN REFERANSEPORTEFØLJEN.

FORVALTNINGSMANDAT

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge (SPN) på vegne av Finansdepartementet. Forvaltningsmandatet for 2010 er presisert i egen forskrift og gjennom skriftlige retningslinjer gitt av departementet. Finansdepartementet har også fastsatt en referanseportefølje som gjenspeiler oppdragsgivers investeringsstrategi for Statens pensjonsfond Norge. Prinsippene for forvaltningsgodtgjøringen fremgår av den forvaltningsavtalen som er inngått mellom Folketrygdfondet som operativ forvalter og Finansdepartementet som oppdragsgiver.

Plasseringsrammene fastsatt av Finansdepartementet regulerer hvilke aktivaklasser og markeder kapitalen til Statens pensjonsfond Norge kan plasseres i. Midlene kan plasseres i aksjer notert på regulert markeds plass i Norge, Danmark, Finland og Sverige og i rentebærende verdipapirer utstedt av nasjonalstatene, offentlige institusjoner og bedrifter hjemmehørende i de samme landene og i bedrifter som har sin egenkapital notert på børs i ett av disse landene. Aksjeplasseringer kan utgjøre 50-70 prosent av kapitalen, målt til markedsverdi. Det kan benyttes derivater i styringen av aksje- og renteporteføljene.

Referanseporteføljen til SPN gjenspeiler Finansdepartementets nøytrale investeringsstrategi. De to aktivaklassene aksjer og renter, og de to geografiske områdene Norge og Norden, er representert i referanseporteføljen ved indekser. Indeksene er hver for seg satt sammen av enkeltaksjer og enkeltobligasjoner på en slik måte at indeksene skal reflektere verdiutviklingen i de ulike markedene. Referanseporteføljen er et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen og for å måle resultatene av Folketrygdfondets forvaltning. I evalueringen av Folketrygdfondets resultater legger Finansdepartementet vekt på meravkastning over tid. Ved å sette en ramme for forventet relativ volatilitet på tre prosentpoeng, har Finansdepartementet satt en grense for hvor mye avkastningen til porteføljen kan forventes å avvike fra referansepor-

teføljen avkastning. Under gitte forutsetninger kan forventet relativ volatilitet tolkes som at i to av tre år vil avkastningen til porteføljen avvike fra avkastningen til referanseporteføljen med mindre enn måltallet for forventet relativ volatilitet, mens avkastningen i ett av tre år forventes å avvike med mer enn måltallet for forventet relativ volatilitet. Den strategiske referanseporteføljen var satt sammen av 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner. Av disse aktivavektene sto nordiske instrumenter for 15 prosent og norske instrumenter for 85 prosent. Den strategiske referanseporteføljen er ment å være et langsiktig referansepunkt som gir uttrykk for den aktivafordelingen som representerer det ønskede risikonivået for SPN på lang sikt.

Hovedindeksen ved Oslo Børs (OSEBX) har vært referanseportefølje for den norske aksjeporteføljen i 2010, mens aksjeindeksen VINX Benchmark (VINXB) har vært referanseportefølje for den nordiske aksjeporteføljen. Islandske selskaper og selskaper notert på Oslo Børs er tatt ut av VINXB ved beregningen av referanseporteføljen for nordiske aksjer. Begge indeksene som brukes som referanseporteføljer for aksjer er utbyttejusterte. VINXB er justert for investorer med norsk skatteposisjon (kildeskatt på utbytte), slik at ulik skattebehandling ikke skal gi opphav til differanseavkastning. VINXB er ikke kurs-sikret mot norske kroner.

For 2010 har referanseporteføljen for den norske obligasjonsporteføljen vært sammensatt av en privat del og en statsdel. Statsdelen har en vekt på 30 prosent ved inngangen til hver måned, og består av renteindeksen Barclays Capital Global Treasury Norway. Den private delen har en vekt på 70 prosent ved inngangen til hver måned og er sammensatt av ikke-statlige lån i Barclays Capital Global Aggregate Norway. Den private delen av indeksen består av lån utstedt av norske foretak i valutaene NOK, SEK, DKK, USD, EUR og GBP. Denne delen av referanseporteføljen har vært kurssikret mot norske kroner. For den nordiske

renteporteføljen har obligasjonsindeksen Barclays Capital Global Aggregate Scandinavia (uten Norge) vært referanseportefølje. Denne renteindeksen består av lån fra danske, finske og svenske utstedere i valutaene SEK, DKK, USD, EUR eller GBP. Referanseporteføljen for nordiske obligasjoner har ikke vært kurssikret mot norske kroner.

I oppfølging av Statens pensjonsfond Norge skilles det mellom den strategiske referanseporteføljen og den faktiske referanseporteføljen. Avkastning og risiko til SPN måles mot den faktiske referanseporteføljen. Over tid vil kursutviklingen føre til at aktivaandelene til den faktiske referanseporteføljen vil avvike fra aktivaandelene til den strategiske referanseporteføljen. Finansdepartementet har gjennom et regelverk for rebalansering fastsatt hvor store slike avvik kan være før den faktiske referanseporteføljens aktivavekter skal bringes tilbake til vektene i den strategiske referanseporteføljen. Det har ikke vært gjennomført rebalanseringer i 2010. ●

«REFERANSEPORTEFØLJEN
TIL STATENS PENSJONS-
FOND NORGE GJENSPEILER
FINANSDEPARTEMENTETS
INVESTERINGSTRATEGI.»

REFERANSEPORTEFØLJE, STATENS PENSJONSFOND NORGE 2010

(Alle tall i prosent)

	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje				
		31.12.09	31.03.10	30.06.10	30.09.10	31.12.10
Aksjer	60,00	62,57	62,63	59,08	62,03	65,36
Norske aksjer	51,00	54,34	53,67	49,83	52,61	56,06
Nordiske aksjer	9,00	8,22	8,96	9,24	9,43	9,29
Renter	40,00	37,43	37,37	40,92	37,97	34,64
Norske renter	34,00	31,99	32,00	35,01	32,49	29,75
Nordiske renter	6,00	5,45	5,37	5,91	5,48	4,90

TRE AV FIRE DELPORTEFØLJER OPPNÅDDE EN HØYERE AVKASTNING ENN SINE REFERANSEPORTEFØLJER.

PORTEFØLJEUTVIKLING OG AVKASTNING

Totalporteføljen

Markedsverdien av Statens pensjonsfond Norge økte med 17 903 millioner kroner i 2010 og var på 134 883 millioner kroner ved utgangen av året. God avkastning både for aksje- og obligasjonsporteføljene resulterte i en samlet avkastning på 15,27 prosent for Statens pensjonsfond Norge. Dette er 0,56 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen (brutto meravkastning), som hadde en avkastning på 14,71 prosent. Folketrygdfondets forvaltningskostnader for SPN utgjorde 91 millioner kroner, eller om lag 0,077 prosentpoeng av kapitalen ved inngangen til 2010. Justert for forvaltningshonoraret var meravkastningen på 0,48 prosentpoeng (netto meravkastning).

Når referanseporteføljens avkastning benyttes i vurderingen av oppnådd meravkastning, er det viktig å være klar over at det ikke nødvendigvis er mulig å

oppnå referanseporteføljens avkastning selv om fondet forvaltes indekxnært. Det vil ved ren passiv forvaltning påløpe transaksjonskostnader når innholdet av verdipapirer i de underliggende referanseporteføljene endres, når rebalansering av referanseporteføljen endrer vektene mellom aktivklasser, når fondet blir tilført nye midler og ved eventuelle endringer i investeringsstrategi. I tillegg er en større andel av forvaltningskostnadene uavhengig av forvaltningsformen. Dette gjelder først og fremst kostnader knyttet til eieroppfølging, kontroll, avkastningsmåling, prising av porteføljen, risikomåling og risikostyring, regnskapsføring, juridiske prosesser knyttet til motparter og avtaleinngåelser samt alle tilordnede systemkostnader. Driftskostnadene til Folketrygdfondet har i de senere årene økt betydelig, først og fremst som følge av nye rammebetingelser og krav om beste praksis i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Denne økningen i kostnader kan ikke relateres til aktiv forvaltning.

AVKASTNING 2010, STATENS PENSJONSFOND NORGE (Avkastning er oppgitt i prosent og meravkastning (brutto) i prosentpoeng)

	jan	feb	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des	2010
Statens pensjonsfond Norge (totalt)	-1,02	-1,40	4,73	0,97	-4,87	-1,73	5,15	0,25	4,52	3,45	-1,01	5,89	15,27
Meravkastning	-0,30	-0,04	-0,09	-0,25	0,46	0,37	-0,05	0,37	-0,27	-0,07	0,22	0,09	0,56
Norske aksjer	-3,09	-3,43	7,40	1,13	-9,21	-3,94	9,12	-0,94	7,47	6,02	-1,92	11,19	19,11
Meravkastning	-0,71	-0,03	-0,10	-0,54	0,92	0,74	-0,11	0,67	-0,69	-0,06	0,20	0,17	0,76
Norske renter	1,55	0,98	0,32	1,15	0,93	0,48	0,66	2,01	-0,18	0,07	-0,05	-0,67	7,47
Meravkastning	0,29	-0,06	-0,07	0,25	-0,24	-0,06	0,03	0,07	0,24	-0,06	0,29	0,08	0,79
Nordiske aksjer	1,70	0,75	8,73	0,39	-4,53	0,90	4,33	-1,66	8,98	2,03	0,73	3,54	28,18
Meravkastning	-0,13	-0,17	-0,16	-0,45	0,20	0,16	-0,24	0,00	-0,19	-0,21	0,32	-0,35	-1,49
Nordiske renter	0,40	0,80	0,26	-0,77	3,37	0,68	-0,65	3,87	-0,80	1,13	-0,43	-4,05	3,65
Meravkastning	0,14	0,01	0,19	0,06	-0,11	0,00	0,12	-0,01	0,12	0,04	-0,04	-0,02	0,54

På den annen side vil det være mulig å oppnå utlånsinntekter fra verdipapirer i porteføljen uavhengig av om porteføljen forvaltes aktivt eller indekxnært. Det er imidlertid en aktiv beslutning om det skal foretas utlån av verdipapirer. Folketrygdfondet gjenopptok i 2010 aksjeutlån, etter å ha etablert ordning for sikkerhetsstillelse. Ved utgangen av året var det lånt ut aksjer for i overkant av 3 086 millioner kroner. Utlånsvirksomheten er fortsatt i en oppbyggingsfase, og inntektene for 2010 var på 3 millioner kroner.

For totalporteføljen kan differanseavkastning deles opp i tre hoveddeler; allokering, valuta og verdipapirutvelgelse.

Allokeringsbidrag er differanseavkastning som følger av høyere vekt (lavere vekt) til en delportefølje med bedre (dårligere) avkastning enn referanseporteføljen. Valuta er effekt som følge av annen valutasammensetning enn referanseporteføljen. Differanseavkastning som følge av seleksjon oppnås når de verdipapirene som inngår i en delportefølje samlet sett gjør det bedre enn delporteføljens referanseportefølje. Det er verdipapirutvelgelse innad i de fire delporteføljene, dvs. seleksjon, som er den viktigste bidragsyteren til den meravkastningen som er oppnådd for SPN i 2010. Bedre avkastning i den norske aksjeporteføljen enn for referanseindeksen bidro med 0,31 prosentpoeng. For den nordiske aksjeporteføljen var det imidlertid som følge av mindreavkastning et bidrag til differanseavkastningen på - 0,12 prosentpoeng. God avkastning i de norske og nordiske renteporteføljene bidro positivt med henholdsvis 0,29 prosentpoeng og 0,03 prosentpoeng. Samlet sett bidrar verdipapirutvelgelse med 0,52 prosentpoeng.

Totalporteføljens aktivasammensetning har gjennom året ikke avveket vesentlig fra referanseporteføljens sammensetning. Det samlede bidraget fra annen aktivasammensetning er på 0,06 prosentpoeng.

Valutasammensetning har heller ikke avveket vesentlig fra referanseporteføljen i 2010, men mindre avvik i valutasammensetning i den norske renteporteføljen og den nordiske aksjeporteføljen har bidratt med -0,03 prosentpoeng i 2010. Videreplassering av sikkerhetsstillelse har i 2010 gitt bidrag til meravkastningen på under 0,01 prosentpoeng.

Norske renter

Markedsverdien av den norske renteporteføljen til Statens pensjonsfond Norge beløp seg ved siste årsskifte til 40,2 milliarder kroner. Dette er 2,8 milliarder kroner mer enn ved utgangen av 2009. Kapitalen til den norske renteporteføljen ble økt gjennom overføring fra andre delporteføljer med i alt 53 millioner kroner i 2010. Administrasjonsutgiftene til Folketrygdfondet er likviditetsmessig overført fra den norske renteporteføljen. Avkastningen for den norske renteporteføljen ble på 7,47 prosent. Avkastningen for referanseporteføljen var 6,68 prosent. Det innebærer en meravkastning på 0,79 prosentpoeng. Sammensetningen av renteporteføljen, utenom statlige papirer, bestemmes i hovedsak av tilgjengeligheten av verdipapirer og en vurdering av om den forventede avkastningen står i et rimelig forhold til den risiko som plasseringene representerer. Likviditeten i det norske obligasjonsmarkedet innebærer en betydelig risiko da det ikke er enkelt å foreta kortsiktige porteføljendringer for å styre kredittrisikoen. Renterisikoen lar seg derimot styre gjennom det langt mer likvide swapmarkedet. Renten som obligasjonslån prises til kan deles opp i tre hovedkomponenter:

- 1) statsrente
 - 2) generelt påslag for kreditt (forskjell mellom stat og swaprente)
 - 3) kredittpåslag spesifikk for den enkelte låntager.
- Det generelle påslaget for kreditt gir uttrykk for hvilken

BIDRAG TIL BRUTTO MERAVKASTNING 2010, PROSENTPOENG

	Bidrag totalt	Bidrag fra allokering	Bidrag fra papirutvelgelse	Bidrag fra valuta	Meravkastning innenfor delportefølje
Aksjer	0,22	0,03	0,20	-0,01	
norske aksjer	0,35	0,03	0,31	0,00	0,76
nordiske aksjer	-0,13	0,00	-0,12	-0,01	-1,49
Renter	0,34	0,03	0,32	-0,02	
norske renter	0,30	0,02	0,29	-0,02	0,79
nordiske renter	0,04	0,00	0,03	0,00	0,54
Sikkerhetsstillelse	0,00	0,00	0,00	0,00	
Samlet	0,56	0,06	0,52	-0,03	

rente banker er villige til å benytte ved såkalte rentebytteavtaler. En rentebytteavtale (swap) er en avtale mellom to parter, hvor den ene parten betaler løpende kort rente mot å få en fast rente tilbake fra den andre avtaleparten.

Referanseindeksen for den norske renteporteføljen inneholder 30 prosent statspapirer ved inngangen til hver måned. Den private delen av referanseindeksen består av norske utstedere som inngår i obligasjonsindeksen Barclays Global Aggregate. Referanseporteføljen valutaskres mot norske kroner. I forhold til valutakursrisiko har den norske renteporteføljen gjennom 2010 vært forvaltet indeksnært. Det har vært foretatt mindre avvik for rentesammensetningen, men de klart største avvikene mellom porteføljen og referanseindeksen har vært eksponeringen mot ulike kredittutstedere som medfører ulik kredittisiko.

Bidraget til differanseavkastningen fra annen renterisiko enn referansen anslås å være mellom $-0,04$ og 0 prosentpoeng. Lavere statsandel forklarer nær $0,30$ prosentpoeng av differanseavkastningen. Porteføljen har vært overvektet innenfor ansvarlig lånekapital og bidraget var $0,15$ prosentpoeng. Annen eksponering innenfor kredittkategoriene bidrar med om lag $0,35$ prosentpoeng. Kredittpåslaget for kredittsegmentene ordinære finansobligasjoner, obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) og ansvarlig lånekapital økte noe ut i 2010. Porteføljen hadde en kortere kredittvarighet (gjennomsnittlig løpetid på kreditter) enn referansen for disse segmentene, og det bidro positivt til meravkastningen. Økningen i kredittpåslaget var større internasjonalt enn

i Norge, og det rammet lånene i referanseporteføljen noe mer enn i porteføljen.

Nordiske renter

Markedsverdien av den nordiske renteporteføljen til Statens pensjonsfond Norge beløp seg ved siste årsskifte til $6,7$ milliarder kroner. Ved inngangen til 2010 var porteføljen verdt $6,4$ milliarder kroner. Det har ikke vært overføringer mellom den nordiske porteføljen og de andre delporteføljene i 2010. Avkastningen for porteføljen ble $3,66$ prosent. Avkastningen for referanseporteføljen var $3,11$ prosent. Dette innebærer en meravkastning på $0,54$ prosentpoeng. Den nordiske renteporteføljen og referanseporteføljen er ikke valutakurssikret.

Meravkastningen skyldes en gunstig eksponering mot høyere innslag av kredittisiko i porteføljen enn i referanseindeksen, både i retning mer kreditt, lavere rating og mer ansvarlig lånekapital gjennom året for porteføljen enn for referanseporteføljen. Stat og statsgaranterte lån bidro med nær $-0,20$ prosentpoeng til differanseavkastningen. Senior finans og OMFer bidro med nær $0,35$ prosentpoeng. Overvekt i industri bidro med i overkant av $0,10$ prosentpoeng, mens overvekt i ansvarlig lånekapital bidro med om lag $0,30$ prosentpoeng.

Norske aksjer

Markedsverdien av den norske aksjeporteføljen til Statens pensjonsfond Norge var ved utgangen av 2010 på $75,8$ milliarder kroner. Dette var $12,1$ milliarder kroner høyere enn året før. Den

AVKASTNINGSPRINSIPPER

Avkastningsberegningene følger den internasjonale standarden GIPS. Revisjonsfirmaet Ernst & Young har verifisert at Folketrygd-fondet etterlever denne standarden for perioden 1998–2010.

Porteføljene verdsettes daglig til virkelig verdi. I verdsettelsen benyttes et verdsettelseshierarki.

For aksjer og obligasjoner brukes indeksleverandørens priser der hvor slike finnes. Det innebærer i praksis siste omsetning for aksjer og indeksleverandørens anslag for obligasjoner gjennom året.

For aksjer og obligasjoner som ikke inngår i SPNs referanseportefølje brukes Bloomberg som priskilde der hvor slik kurs er tilgjengelig.

Gjennom året prises obligasjoner hvor det ikke er tilgjengelig kurs fra indeksleverandør eller Bloomberg til antatt spreadpåslag for ulike utstederkategorier og enkeltutstedere. Observerte handler, prisanslag og rapporter fra meglerhus brukes som kilder til å anslå spreadpåslaget. I tillegg leverer Verdipapirfondenes Forening ukentlig et gjennomsnitt av kredittspreader fra flere rentemeglere.

Rente- og valutaderivater prises ved neddiskontering til aktuell swapkurve.

Avkastningen for utenlandske verdipapirer beregnes i norske kroner basert på M/Reuters valutakurser (valutakryss mot USD kl. 16.00 London-tid).

Effekten av transaksjoner tas med i avkastningsberegningen på handelsdato. Kurtasje som betales for handel i verdipapirer (aksjer) belastes transaksjonen. Avkastningen er beregnet daglig, og er geometrisk sammenvektet for lengre perioder enn en dag.

De ulike delporteføljene norske aksjer, nordiske aksjer, norske renter og nordiske renter er alle tilordnet separate transaksjonskonti. Allokering mellom delporteføljene skjer som overføring mellom de respektive delporteføljenes transaksjonskonti.

norske aksjeporteføljen ble redusert gjennom overføring av i alt 52 millioner kroner fra andre delporteføljer i 2010.

Resultatet for den norske aksjeporteføljen ble 12,1 milliarder kroner. Dette tilsvarer en avkastning på 19,11 prosent. Hovedindeksen på Oslo Børs oppnådde i 2010 en avkastning på 18,35 prosent. SPN oppnådde således en meravkastning på 0,76 prosentpoeng for den norske aksjeporteføljen. Størst bidrag til differanseavkastningen i 2010 på bransjenivå kom fra industrisektoren med 0,73 prosentpoeng, hvor Kongsberg Gruppen med 0,69 prosentpoeng var det største enkeltbidraget. Informasjonsteknologi bidro med 0,41 prosentpoeng, og her var det Nordic Semiconductors med 0,26 som var det største enkeltbidraget. Helsevern bidro med -0,24 prosentpoeng, hvor Algeta med -0,28 prosentpoeng stod for det største bidraget.

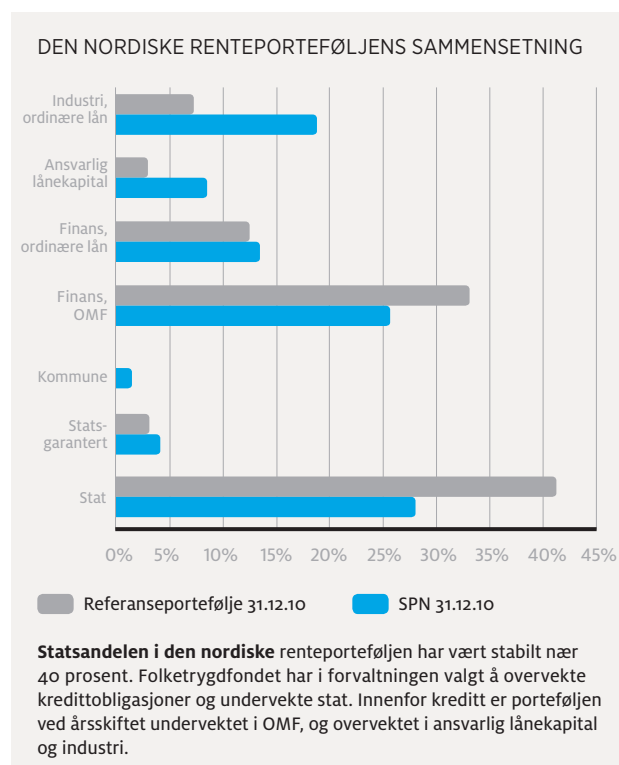
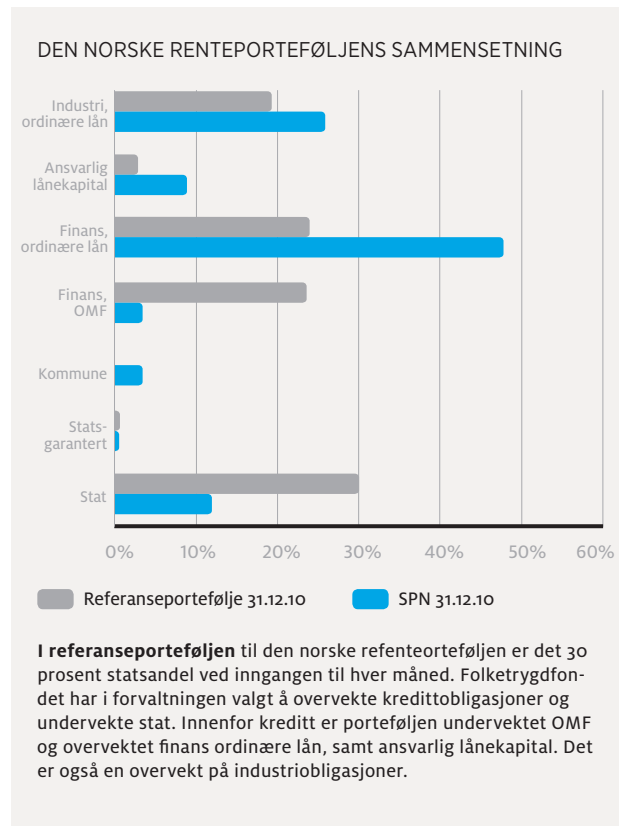
Det ble netto kjøpt aksjer i den norske aksjeporteføljen for 3 464 millioner kroner i 2010. Like i overkant av 2 milliarder kroner av dette er reinvestering av oppgjøret for salget av Tandberg som ble avtalt i 2009, men gjennomført i 2010 som følge av at oppkjøperen Cisco hadde gitt forbehold om myndighetsgodkjenning fra konkurransemyndighetene i USA og Europa. Bransjemessig var det størst nettokjøp i finanssektoren med 2 076 millioner kroner, hvor det blant annet ble kjøpt aksjer for 1 269 millioner kroner i DnB NOR gjennom året samt 809 millioner kroner i Gjensidige Forsikring i forbindelse med børsnoteringen og i tiden etter denne. I forbrukssektoren ble det netto kjøpt aksjer for 1 157 mill kroner. RCL, Schibsted og Statoil Fuel & Retail utgjorde de største kjøpene i denne sektoren. Innenfor energisektoren ble det kjøpt aksjer for netto 359 millioner kroner. Industri var eneste sektor hvor netto kjøp/salg var negativ i 2010 med -578 millioner kroner. Største netto salg var i Orkla med 327 millioner kroner.

Ved årets slutt var det investert i 52 selskaper i den norske aksjeporteføljen. Det er ett selskap mindre enn ved utgangen av 2009.

Målt etter markedsverdi utgjorde de ti største plasseringene 73,9 prosent av den norske aksjeporteføljen ved utgangen av året. Det er en reduksjon på 3,5 prosentpoeng fra året før. De ti største selskapene utgjorde om lag 69,8 prosent av hovedindeksen ved utgangen av året.

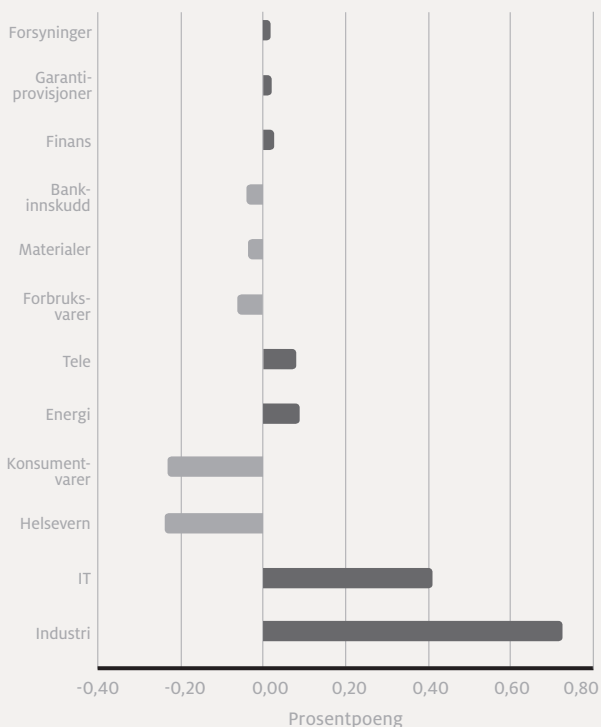
Nordiske aksjer

Markedsværdien av den nordiske aksjeporteføljen til Statens pensjonsfond Norge var ved utgangen av 2010 på 12,3 milliarder kroner. Dette var 2,7 milliarder kroner høyere enn ved utgangen av 2009. Den nordiske aksjeporteføljen ble økt gjennom overføring av i alt 27 millioner kroner som følge av tilbakebetaling av kildeskatt fra Danmark i 2010. Dette er kildeskatt for tidligere år (2003-2009), som Folketrygdfondet har søkt om at danske myndigheter tilbake-



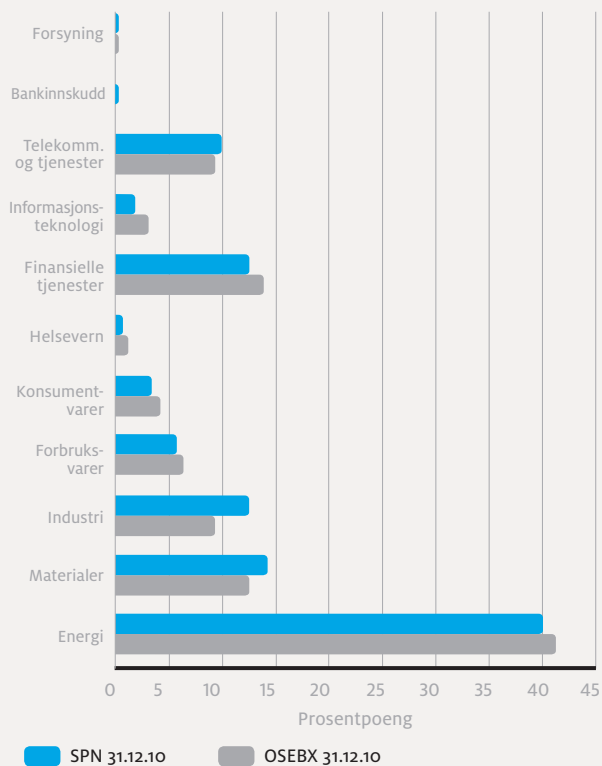
«MARKEDSVERDIEN AV DEN NORSKE AKSJEPORTEFØLJEN TIL STATENS PENSJONSFOND NORGE VAR VED UTGANGEN AV 2010 PÅ 75,8 MILLIARDER KRONER. DETTE VAR 12,1 MILLIARDER KRONER HØYERE ENN ÅRET FØR.»

BIDRAG TIL MERAVKASTNING I
DEN NORSKE AKSJEPORTEFØLJEN



Det var sektorene industri og IT som bidro mest til meravkastningen i 2010. Helsevern og konsumentvarer bidro mest negativt til differanseavkastningen.

DEN NORSKE AKSJE-
PORTEFØLJENS SAMMENSETNING



Oslo Børs har en særlig høy vekt i energibransjen sammenlignet med de fleste andre markeder. Den norske aksjeforføljen til SPN hadde sine største over- og undervekt fra referanseindeksen i henholdsvis bransjene industri og finansielle tjenester.

betaler. Kildeskatt er trukket fra ved beregning av avkastningen i tidligere år både for porteføljen og for referanseindeksen. Vi har ikke korrigert den historiske avkastningen for dette forholdet, og tilbakeføringen har heller ikke påvirket avkastningen for 2010 slik at kildeskatt for de enkelte årene er behandlet likt for porteføljen og for referanseindeksen.

Resultatet for den nordiske aksjeporteføljen ble positivt med 2,7 milliarder kroner. Det ga en avkastning på 28,18 prosent i 2010. Målt mot referanseindeksen, som hadde en avkastning på 29,67 prosent, var mindreakstningen på 1,49 prosentpoeng.

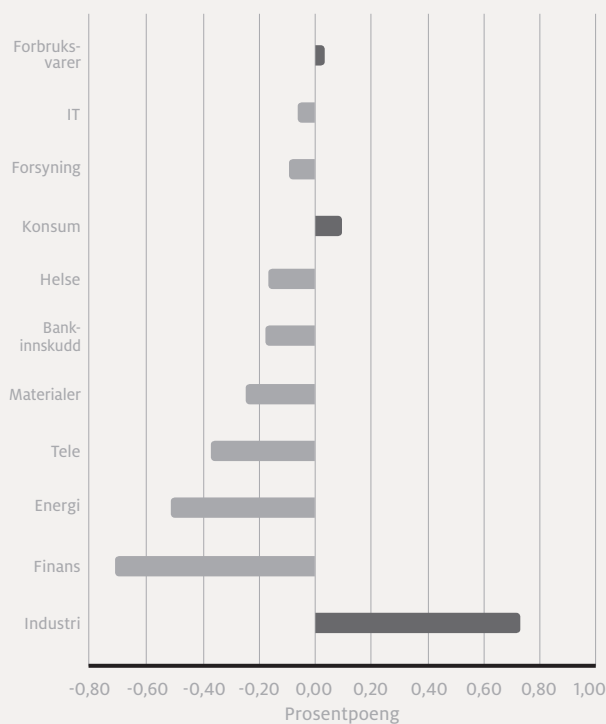
De største negative bidragene til differanseavkastningen i den nordiske aksjeporteføljen var PA Resources med -0,24 prosentpoeng, kontanter med -0,17 prosentpoeng og Wärtsila med -0,19 prosentpoeng. Mest positivt bidro Volvo med 0,22 prosentpoeng og Sandvik med 0,21 prosentpoeng.

Sektormessig var det finans med -0,71 prosentpoeng,

energi med -0,51 prosentpoeng og telekommunikasjon med -0,37 prosentpoeng som bidro mest negativt, mens industri med 0,73 prosentpoeng bidro mest positivt. Gjennomgående bidrar aksjevalgene innenfor hver sektor med mer til differanseavkastningen enn allokeringen mellom sektorene. Det ble netto kjøpt aksjer for 167 mill. kroner i den nordiske aksjeporteføljen i 2010. De største enkeltkjøpene var Danske Bank med 160 mill. kroner, Scania med 102 mill. kroner, Volvo med hhv. 90 og 70 mill. kroner i B og A aksjen, Boliden for 97 mill. kroner og Electrolux for 87 mill. kroner. De største salgene var i Elisa med 139 mill. kroner, TeliaSonera med 105 mill. kroner. I Swedish Match ble det solgt aksjer for 78 mill. kroner, etter at Finansdepartementet trakk selskapet ut av investeringsuniverset og referanseindeksen etter anbefaling fra det etiske rådet for Statens pensjonsfond utland.

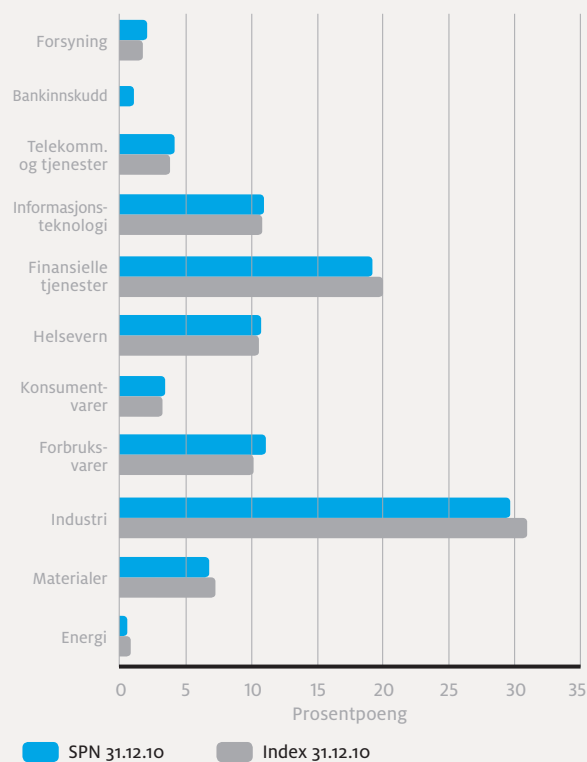
Ved årets slutt var det investert i 93 selskaper i den nordiske aksjeporteføljen. Det er 20 selskaper færre enn ved utgangen av 2009. ●

BIDRAG TIL MINDREAVKASTNING I DEN NORDISKE AKSJEPORTEFØLJEN



Det var sektorene finans, energi, telekommunikasjon og materialer som bidro mest til mindreakstningen i 2010. Industrisektoren bidro positivt til differanseavkastningen og var den sektoren som absolutt forklarte mest. I oversikten over er effekten av annen valutasammensetning tatt ut av de enkelte bransjene. Totalt bidrar ikke annen valutasammensetning til differanseavkastningen.

DEN NORDISKE AKSJE-PORTEFØLJENS SAMMENSETNING



Det nordiske aksjemarkedet har en større spredning av sektorer enn den energitunge norske referanseindeksen. De største avvik mellom SPN og referanseindeksen finner man i bransjene industri og forbruksvarer, hvor SPN var henholdsvis under- og overvektet.

FOLKETRYGDFONDET LEGGER BETYDELIG VEKT PÅ Å KONTROLLERE ULIKE RISIKOTYPER OG HAR LØPENDE MÅLING OG STYRING AV RISIKO.

RISIKOSTYRING

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

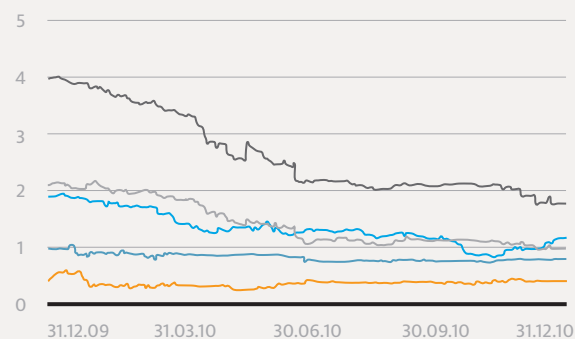
Markedsrisiko

For Statens pensjonsfond Norge er nivået på markedsrisikoen i stor grad styrt av mandatet for forvaltningen. Finansdepartementet har i forskrift for 2010 fastsatt ramme for hvor mye markedsrisikoen i den faktiske porteføljen kan avvike fra markedsrisikoen i referanseporteføljen, målt med begrepet forventet relativ volatilitet. For totalporteføljen har departementet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet på tre prosentpoeng.

Markedsrisikoen til SPN kan dekomponeres på de fire delporteføljene norske aksjer, nordiske aksjer, norske renter og nordiske renter. Kursutviklingen i aksjemarkedene svinger mer enn utviklingen i obligasjonsmarkedene. Det gir seg utslag i at det absolutte nivå på markedsrisikoen er størst for de to aksjeporteføljene. Også avviket i markeds-

FORVENTET RELATIV VOLATILITET
STATENS PENSJONSFOND NORGE

Prosent

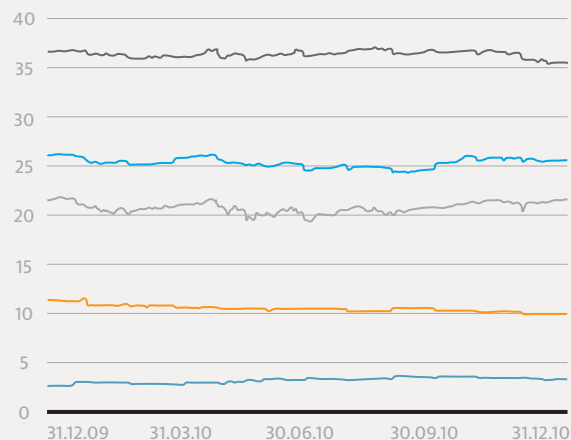


Relativ volatilitet er et mål for hvor mye avkastningen antas å avvike fra avkastningen til referanseporteføljen. Relativ volatilitet har vært størst for norske aksjer og minst for nordiske renter. Innslaget av aktiv forvaltning er størst i de to aksjeporteføljene. Den relative volatiliteten har falt for den totale porteføljen som en følge av fall i de to aksjeporteføljene. Reduksjonen i relativ volatilitet kommer som en følge av en generell reduksjon i volatilitet i markedene og investeringsbeslutningene gjennom året.

- SPN
- Norske aksjer
- Norske renter
- Nordiske aksjer
- Nordiske renter

FORVENTET VOLATILITET
STATENS PENSJONSFOND NORGE

Prosent



Volatilitet måles ved standardavviket til avkastningen. Figuren viser forventet volatilitet for SPN og delporteføljene. Den nordiske renteporteføljen har en markert høyere volatilitet enn den norske renteporteføljen som følge av at avkastningen måles i norske kroner og porteføljen ikke er valutakurs sikret.

- SPN
- Norske aksjer
- Norske renter
- Nordiske aksjer
- Nordiske renter

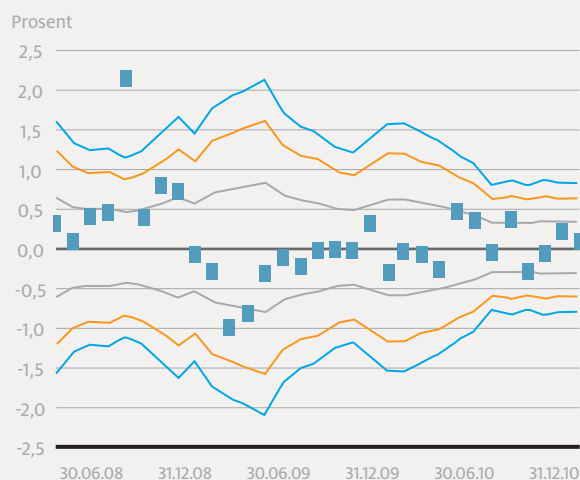
risiko mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksene, målt ved forventet relativ volatilitet, er størst for de to aksjeforføljerne. Gjennom investeringer i ulike markeder oppnår SPN diversifiseringseffekter. Det vil si at risikoen i totalporteføljen er lavere enn summen av den vektete risikoen for de fire delforføljerne. Figuren for forventet volatilitet viser at risikoen for hele fondet og delforføljerne varierer gjennom året. Denne variasjonen kommer som følge av markedsendringer og den aktive forvaltningen.

I løpet av 2010 har den relative volatiliteten for totalporteføljen falt betraktelig. Relativ volatilitet var 2,10 prosent ved inngangen av året og 0,97 prosent ved utgangen av året. Reduksjonen kommer hovedsakelig som en følge av fallende relativ volatilitet i de to aksjeforføljerne. Årsaken til denne reduksjonen er todelt. For det første har det generelle risikobildet endret seg etter kredittkrisen og det gir seg utslag i at anslagene for forventet relativ volatilitet er redusert. For det andre har aksjeforføljerne blitt mer lik sine respektive referanseporteføljer, gjennom endringer i porteføljesammensetningen.

Folketrygdfondet anvender systemet RiskManager 3 fra

MSCI Barra (tidligere RiskMetrics) som risikomålings- og styringsverktøy. Modellen som brukes beregner forventet standardavvik for fondets porteføljer (absolutt volatilitet) og forventet standardavvik for differanseporteføljerne (relativ volatilitet) basert på porteføljesammensetningen på måletidspunktet og forutsetninger om risikoegenskaper ved de ulike verdipapirene som inngår i porteføljerne og samvariasjon mellom verdipapirene. Folketrygdfondet foretar beregninger av markedsrisiko daglig. I de tabeller og figurer som er vist her er det benyttet parametrisk metode. Folketrygdfondet beregner i tillegg risikotall basert på historisk simulering. Det er også mulig å benytte Monte Carlo simulering, noe som kan bli mer aktuelt som metode dersom det blir et større innslag av instrumenter med ikke-lineære egenskaper i porteføljerne. Volatiliteter og korrelasjoner estimeres med utgangspunkt i månedlige historiske data for de ulike verdipapirene hvor nyere observasjoner tillegges mer vekt enn gamle observasjoner (nedskaleringfaktor på 0,97 for hver periode). Månedlige observasjoner (i stedet for hyppigere observasjoner som eksempelvis daglige) benyttes blant annet for å få mer stabile

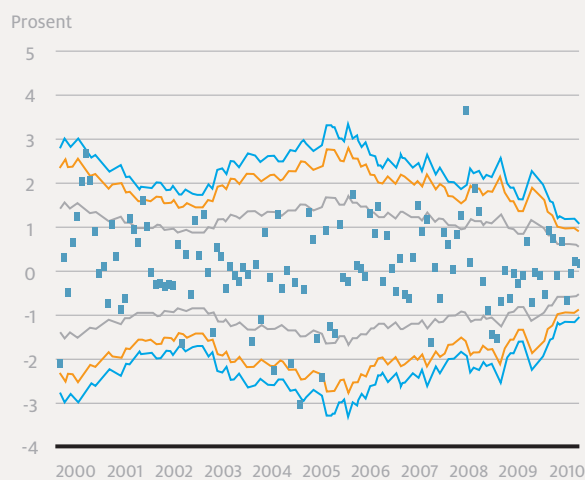
TOTALPORTEFØLJEN, KONFIDENSINTERVALL FOR FORVENTET RELATIV VOLATILITET OG REALISERT MERAVKASTNING



Med unntak av en måned under finanskrisen i 2008, er alle observasjonene innenfor 95% konfidensintervall. Det indikerer at modellen er egnet til å predicere variasjonen i meravkastning.

68% konfidensintervall
95% konfidensintervall
99% konfidensintervall

NORSKE AKSJER, KONFIDENSINTERVALL FOR FORVENTET RELATIV VOLATILITET OG REALISERT MERAVKASTNING



Realisert avkastning har stort sett vært innenfor de ulike konfidensintervallene. Dette betyr at fordelingen av realisert avkastning over tid har ligget nær den forventede fordelingen.

68% konfidensintervall
90% konfidensintervall
95% konfidensintervall

risikoanslag og fordi horisonten både på investeringene og de aktive avvikene ofte er lang. En ytterligere årsak til at vi har valgt å bruke månedlige observasjoner er at porteføljen til SPN er stor i forhold til markedet. Dette medfører en treghet i porteføljesammensetningen over tid, som blant annet innebærer at avvikene i forhold til referanseporteføljen i de fleste tilfeller ikke kan endres raskt.

Folketrygdfondet bruker risikomålingsverktøyet blant annet til å teste om faktisk meravkastning er på det nivå vi kan forvente gitt anslagene for forventet relativ volatilitet. Dette er illustrert i figurene som viser meravkastning og forventet relativ volatilitet med tilhørende konfidensintervall for den norske aksjeporteføljen og for totalporteføljen. Punktene i figurene viser månedlig meravkastning i perioden 2001–2010 for den norske aksjeporteføljen og tilsvarende for totalporteføljen for perioden juni 2008–2010.

Modellen som legges til grunn for disse beregningene tilsier at om lag 68 prosent av månedene skal ligge innenfor de to innerste konfidensintervallinjene. Tilsvarende skal henholdsvis 90 prosent og 95 prosent av månedene være innenfor de to ytre intervallinjene. Figurene indikerer at anslagene for forventet relativ volatilitet historisk sett har stemt bra overens med den faktiske utviklingen. For den norske aksjeporteføljen har vi lengre historikk, og vi kan si at modellene som er benyttet har vært gode til å predikere faktisk risiko, med unntak av én måned (oktober 2008) hvor meravkastningen var svært stor. For totalporteføljen er det for få observasjoner til å kunne trekke like klare konklusjoner.

Kredittrisiko

Markedets oppfatning av kredittkvaliteten til utstedere av kredittobligasjoner endres over tid. Endringen gir seg utslag i at kredittpåslaget i forhold til statsrente også endrer seg. Markedet priser lån fra en utsteder basert på utsteders kredittkvaliteter. Effekten av normale endringer frem til en eventuell kreditthendelse (eksempelvis konkurs) fanges hovedsakelig opp av systemene for måling av markedsrisiko.

Ved kreditthendelser vil det kunne oppstå et tap for eier av obligasjonsgjelden. Ved konkurser fokuseres det derfor på dividende ved konkurs som gir utrykk for hvor mye av den opprinnelige gjelden som tilbakebetales til kreditor. Sammen med sannsynlighet for konkurs er forventet dividende ved en kreditthendelse brukt som parametre når Folketrygdfondets styre har fastsatt maksimalrammer for kreditteksponering mot ulike utstedere. Rammene er basert på rating, både fra internasjonale kredittvurderingsfirmaer og fra interne kredittvurderingssystemer i

Folketrygdfondet, slik at lavere rating gir lavere ramme for hvor stor kreditteksponeringen kan være.

I Folketrygdfondets måling og styring av kreditt risiko anvendes kredittvurderingssystemer levert av Moody's Analytics. Disse systemene gir en vurdering av kredittkvaliteten til selskaper med notert egenkapital, så vel som selskaper uten notert egenkapital. For selskaper med børsnotert egenkapital er vurderingen basert på en opsjonsmodell hvor blant annet gjeldsgrad, egenskaper ved totalkapitalen (volatilitet) og størrelsen på denne inngår som parametre. For ikke-børsnoterte selskaper tar vurderingen utgangspunkt i utsteders regnskap og balanse.

I tabellen er kredittratingen for de to renteporteføljene til SPN vist sammenlignet med ratingen i referanseporteføljen. I denne tabellen er det fokusert på ratingen til enkeltlån som i enkelte tilfeller skiller seg fra ratingen til lånets utsteder. Det gjelder for eksempel dersom lånet har spesielle panteordninger som gjør at det fremstår som sikrere enn utsteders generelle lån. I note 16 til SPNs balanse og i Folketrygdfondets system for kredittrammer fokuseres det på utsteders kredittverdne, mens forskjeller i det enkelte låns kvalitet medfører ulik belastning av rammen. I tabellen her fokuseres det derimot på enkeltlån for å få frem forskjeller mellom porteføljene og referanseindeksene.

Ved en generell forverring i markedets vurdering av den generelle økonomiske utviklingen vil normalt kredittpåslaget øke, og øke mest for lån med lavere kredittvurdering (rating). En endring i kredittpåslag vil medføre en endring i verdien for obligasjonsgjelden. Denne verdiendringen vil være større desto lengre løpetiden for lånet er. For den norske obligasjonsporteføljen viser tabellen at porteføljen er eksponert for et større innslag av lavere kredittrating enn referanseporteføljen, og dermed for en større verdiendring. Dette forholdet motvirkes delvis ved at gjennomsnittlig kredittløpetid for porteføljen er lavere enn for referanseporteføljen. Et slikt mål på kredittløpetiden er porteføljens kredittdurasjon, hvor bidraget til kredittdurasjonen fra statsobligasjoner forutsettes å være null. For den norske obligasjonsporteføljen var porteføljens kredittdurasjon ved utgangen av 2010 på 2,5 år mens den var 3,1 år for referanseporteføljen. For den nordiske renteporteføljen var forholdet for effektiv kredittdurasjon motsatt ved at den var høyere i porteføljen enn i referanseindeksen, henholdsvis 2,5 og 2 år.

Motpartsrisiko

I likhet med kredittrisiko har Folketrygdfondets styre fastsatt maksimalrammer for motpartseksponering mot

«FORVALTNINGEN HAR I 2010 VÆRT INNENFOR RAMMEN FOR FORVENTET RELATIV VOLATILITET PÅ TRE PROSENTPOENG SOM FINANSDEPARTEMENTET HAR FASTSATT.»

RENTEPORTEFØLJENE FORDELT ETTER KREDITTVURDERING 31.12.10* (Alle tall i prosent)

Norske obligasjoner	Ekstern Rating**	Rating enkeltlån***	Referanseporteføljen
AAA/Aaa – den norske stat	11,97	11,97	30,00
AAA/Aaa – andre	5,34	5,34	29,28
AA/Aa	3,84	3,97	23,12
A	20,59	39,82	12,07
BBB/Baa	10,43	31,18	5,53
BB/Ba	0,12	4,27	–
B	0,08	3,00	–
Lavere	–	0,45	–
Ingen vurdering	47,63	–	–
Nordiske obligasjoner	Ekstern Rating**	Rating enkeltlån***	Referanseporteføljen
AAA/Aaa – stat i egen valuta	28,07	28,07	41,37
AAA/Aaa – andre	29,57	29,57	37,92
AA/Aa	8,44	10,06	7,24
A	16,99	17,2	8,53
BBB/Baa	11,28	12,56	4,93
BB/Ba	0,16	2,01	–
B	–	–	–
Lavere	–	–	–
Ingen vurdering	5,49	–	–

* I denne tabellen er lånets rating vist for lån hvor det foreligger separat rating. I note 16 til balansen for Statens pensjonsfond Norge er rating for utsteder vist.

** Rating fra Moodys, S&P og Fitch. Dersom de tre ulike kildene har ulik rating er midtre rating brukt der det foreligger rating fra alle tre og svakeste rating der det foreligger rating fra to kilder.

*** Lån uten ekstern rating er i denne kolonnen ført opp med den interne rating som utsteder er gitt i Folketrygdfondets interne kredittmodell.

Utstedere av rentebærende verdipapirer kan betale ratingbyråer for å gi en vurdering av kredittkvaliteten. Karakterskalaen går fra AAA til D (Default). Karakter på BBB eller bedre anses å være «investment grade». BB og lavere karakteriseres som «speculative grade».

ulike motparter. Også disse rammene er basert på rating fra internasjonale kredittvurderingsfirmaer og Folketrygdfondets interne kredittvurderingssystemer. SPN er ikke en egen juridisk enhet. Det er derfor Folketrygdfondet som er avtalepart når forretninger knyttet til forvaltningen inngås, uavhengig av om forretningen inngås som følge av forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge eller Statens obligasjonsfond. Ved konkurs hos motpart er det den samlede eksponeringen mellom Folketrygdfondet og motparten som blir gjenstand for bobehandling.

Avtaleverket mellom Folketrygdfondet og motpartene for ikke-børsnoterte derivater inneholder bestemmelser om netting ved konkurs. Bestemmelsene innebærer at positiv markedsverdi for Folketrygdfondet samlet mot aktuell motpart skal motregnes den sikkerhet motparten har stilt. Folketrygdfondet har fremforhandlet med de aktuelle motpartene at disse skal stille sikkerhet overfor Folketrygdfondet som om de to mandatene Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond var to ulike juridiske enheter. Dette innebærer en ytterligere sikkerhet for Folketrygdfondets samlede eksponering ved konkurs hos motpart for denne typen motpartsforretninger.

Folketrygdfondet har engasjert J.P. Morgan for å håndtere krav om inn- og utbetalinger av sikkerhet i den daglige oppfølgingen mot våre motparter for sikkerhetsstillelse av ikke-børsnoterte derivater (renteswapper, valutaterminer og valutaswapper) og Bank of New York for tilsvarende arbeid knyttet til sikkerhetsstillelse ved verdipapirlån. Avtalene gir i noen tilfeller motpartene mulighet til å stille sikkerhet i form av verdipapir eller kontanter, og i andre tilfeller bare kontanter. Når motpartene stiller kontanter som sikkerhet, må Folketrygdfondet betale

rente til motparten. Kontantsikkerhet er videre plassert som bankinnskudd, og både stilt sikkerhet og videreplasseringen er inkludert i balansen til SPN og ved målingen av markedsrisiko.

Valutakursrisiko

I henhold til forskrift for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, har Folketrygdfondet ikke anledning til å ta valutaposisjoner relativt til referanseporteføljen i den aktive forvaltningen av SPN. Folketrygdfondets styre har med utgangspunkt i dette fastsatt rammer for hvor mye valutasammensetningen i porteføljen kan avvike fra valutasammensetningen i referanseporteføljen.

Oppfølging av rammer

Forvaltningen har i 2010 vært innenfor den rammen for forventet relativ volatilitet på tre prosentpoeng som Finansdepartementet har fastsatt. Det har vært rapportert to brudd på rammer fastsatt av Folketrygdfondets styre. Begge bruddene knytter seg til handel i et nytt selskap. Folketrygdfondets regler krever skriftlig godkjenning av administrerende direktør ved handel i nye selskaper. I et av tilfellene forelå kun en muntlig godkjenning. Det andre bruddet var av lignende art hvor det kun forelå en muntlig godkjenning fra administrerende direktør til å investere mer enn den daglige rammen i et selskap, og ikke en skriftlig godkjenning som retningslinjene tilsier. Bruddene, som umiddelbart ble fanget opp og varslet av det kontinuerlige overvåkingssystemet Folketrygdfondet benytter, medførte ikke tap for porteføljen. Folketrygdfondets styre er orientert om bruddene, herunder de tiltak som er iverksatt for å unngå tilsvarende brudd i fremtiden. ●

NØKKELTALL FOR RISIKO OG EKSPONERING (Alle tall i prosent)

Risiko	Grense	Faktisk				
		31.12.09	31.03.10	30.06.10	30.09.10	31.12.10
Markedsrisiko	Maksimalt 3,0 prosentpoeng relativ volatilitet	2,10	1,82	1,05	1,13	0,97
Aktivafordeling	Renteporteføljene 30-50%	37,39	37,45	40,74	38,01	34,67
	Aksjeporteføljene 50-70%	62,61	62,55	59,26	61,99	65,33
Regionfordeling	Danmark, Finland, og Sverige 10-20%	13,11	14,31	15,47	14,48	14,15
Aksjeporteføljene	Norge 80-90%	86,89	85,69	84,53	85,52	85,85
Regionfordeling	Danmark, Finland, og Sverige 10-20%	14,58	14,45	14,54	15,01	14,01
Renteporteføljene	Norge 80-90%	85,42	85,55	85,46	84,99	85,99
Eierandel i enkelt-selskap Norge	Maksimalt 15% eierandel	11,36	10,91	10,91	10,91	10,91
Eierandel i enkelt-selskap Norden	Maksimalt 5% eierandel	0,97	0,86	0,84	1,40	1,40

BEDRET LIKVIDITET OG ET MER VELFUNKTERENDE RENTEMARKED BIDRO TIL LAVERE AKTIVITET FOR STATENS OBLIGASJONSFOND I 2010.

FORVALTNINGSMANDAT

Som et virkemiddel for å bidra til økt likviditet i, og kapitaltilgang til, det norske kredittobligasjonsmarkedet, etablerte Finansdepartementet i mars 2009 Statens obligasjonsfond (Obligasjonsfondet) med 50 mrd. kroner. Folketrygdfondet fikk i oppdrag å forvalte Obligasjonsfondet. Det er fastsatt at midlene skal plasseres til markedsmessige vilkår.

Mandatet for forvaltningen av Statens obligasjonsfond har i 2010 vært regulert gjennom lov om Statens obligasjonsfond, forskrift om forvaltningen av Statens obligasjonsfond og en egen forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet. De plasseringsrammene Finansdepartementet har fastsatt tilsier at Obligasjonsfondets midler kan plasseres i rentebærende instrumenter hvor utsteder er hjemmehørende i Norge. Statens obligasjonsfond kan ikke investere i lån utstedt av staten eller kommuner. Inntil 10 prosent av Obligasjonsfondets midler kan investeres i ansvarlig lånekapital. For den delen av Statens obligasjonsfond som er plassert i kredittobligasjoner er det ytterligere reguleringer av sammensetningen. Med unntak av reglene om kredittvurderingene kommer disse reglene først til anvendelse når 20 prosent av Obligasjonsfondets midler er plassert i obligasjonsmarkedet.

Andelen investert i obligasjoner utstedt av selskaper innen bank og finans skal være mellom 25 og 65 prosent, mens andelen investert i obligasjoner utstedt av andre ikke-finansielle selskaper skal være mellom 35 og 75 prosent. Videre kan kapitalen i Statens obligasjonsfond investeres i obligasjoner denominert i norske kroner, euro, britiske pund og amerikanske dollar, men investeringene skal valutasikres til norske kroner. Inntil 30 prosent av midlene kan plasseres i lån utstedt av foretak med svakere kredittvurdering enn BBB-, men det kan ikke investeres i lån fra utsteder med kredittvurdering CCC+ eller svakere. Folketrygdfondet benytter interne systemer

for å vurdere rating for de utsteder som ikke er ratet av et av de tre ratingbyråene Moody's, Standard & Poor's eller Fitch. Maksimalt fem prosent av Obligasjonsfondets midler kan investeres i én enkelt utsteder.

Finansdepartementet fastsatte i brev 17. desember 2009 en referanseindeks for Statens obligasjonsfond. Referanseindeksen trer i kraft når 20 prosent av Obligasjonsfondets midler er plassert i markedet, men denne grensen var ikke passert ved utgangen av 2010. Referanseindeksen er sammensatt av utdrag fra de to obligasjonsindeksene Barclays Capital Global Aggregate og Barclays Capital Global High Yield. Lån i de to indeksene utstedt av norske utsteder i norske kroner, euro, britiske pund og amerikanske dollar inngår i referanseindeksen. Sammensetningen av lån revektes i forhold til markedsvekten slik at lån utstedt av finanssektoren utgjør 45 prosent mens lån utstedt av andre ikke-finansielle foretak får en vekt på 55 prosent. Disse prosentatsene utgjør midtpunktet i forskriftens bestemmelser. Videre er det satt en øvre grense på 20 prosent for hvor stor andel lån med lavere kredittvurdering («non-investment-grade», dvs. lån fra indeksen Barclays Capital Global High Yield) kan utgjøre. I tillegg er fondsobligasjoner (tier 1) tatt ut av indeksen. Referanseindeksen valutasikres til norske kroner.

Ett av formålene med Statens obligasjonsfond er å bidra til kapitaltilgang i kredittobligasjonsmarkedet i Norge. Dersom Obligasjonsfondets andel er over 30 prosent eller andelen sammen med Statens pensjonsfond Norge er over 50 prosent i ett enkelt lån i førstehåndsmarkedet, kreves det at Folketrygdfondet dokumenterer at kjøpet er gjort til markedsriktig pris. Det samme gjelder hvis Obligasjonsfondet kjøper over 50 prosent av utestående volum i et lån i annenhåndsmarkedet.

I henhold til de bestemmelser Finansdepartementet har fastsatt skal Folketrygdfondet innen 31. desember 2013 legge frem en plan for avvikling av Statens obligasjonsfond for departementet. ●

PORTEFØLJEUTVIKLING OG AVKASTNING

Ved utgangen av 2010 var størrelsen på Statens obligasjonsfond 51 284 millioner kroner. Av dette var 9 960 millioner kroner, eller en andel på 19,42 prosent, investert i markedet. De øvrige midlene står på en ikke-rentebærende konto i Norges Bank i påvente av obligasjonskjøp.

Verdien av Obligasjonsfondet økte med 666 millioner kroner gjennom 2010. Det ble i løpet av året kjøpt nye obligasjoner for 2 169 millioner kroner fordelt på 20 obligasjonslån. Dette er vesentlig mindre aktivitet enn i 2009, noe som har sammenheng med at likviditeten i kredittobligasjonsmarkedet bedret seg betydelig gjennom 2010, og at tilbudet av kapital fra andre investorer til obligasjonsmarkedet økte.

Obligasjonsfondets andel av totalmarkedet har vært mindre i 2010 enn i oppstartsåret 2009. I fjerde kvartal 2010 ble det kun foretatt to obligasjonskjøp på til sammen 97 millioner kroner. Aktiviteten i det norske obligasjonsmarkedet økte betydelig i 2010. Med et mer velfungerende marked var det også mindre behov for å delta i nyemisjoner fra Statens obligasjonsfonds side. Dette gjaldt både for relativt gode kreditter (investment grade) og for kreditter som klassifiseres som svakere (non-investment grade). I en slik situasjon, hvor mange emisjoner ble vesentlig overtegnet, var det Folketrygdfondets vurdering at det var bedre å stille aktiviteten i Statens obligasjonsfond noe i bero inntil likviditeten i obligasjonsmarkedet eventuelt viser en svakere tendens. I henhold til mandatet skal Folketrygdfondet innen utgangen av 2013 forelegge en plan for avvikling av Statens obligasjonsfond for Finansdepartementet. Det er således ingen umiddelbare planer om å avvikle Obligasjonsfondet.

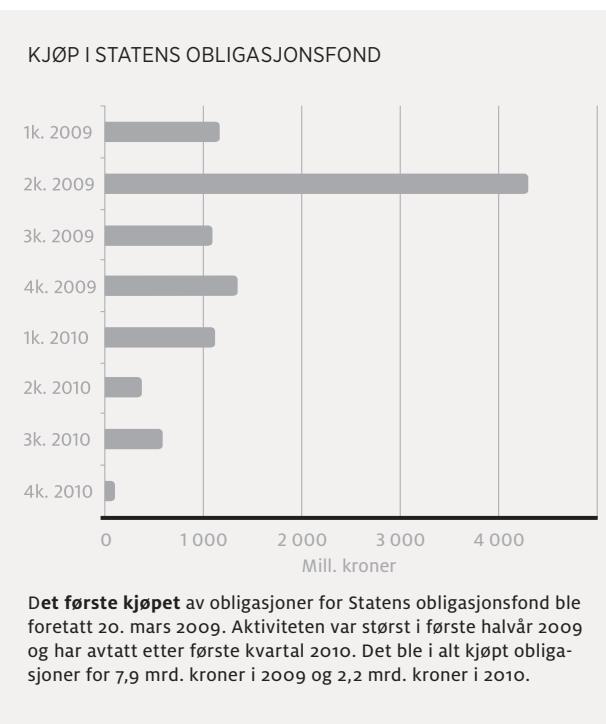
Avkastningen på den delen av kapitalen som er investert i markedet var på 7,61 prosent i 2010. Kredittpåslaget for obligasjonene i Obligasjonsfondet ble lavere gjennom 2010, og det har gitt et positivt bidrag til avkastningsutviklingen. I tillegg har høy løpende effektiv rente for lånene i Obligasjonsfondet gitt et sterkt bidrag til avkastningen.

Investeringer i bank og finans var 43,5 prosent som

andel av investert kapital, og investeringer i andre ikke-finansielle utstedere var på 49,9 prosent. De resterende 6,6 prosentene var innskudd i bank og valutasikringsforretninger. Ansvarlige lån utgjorde 9,8 prosent av investert kapital ved utgangen av 2010.

RISIKOSTYRING

I forvaltningen av Statens obligasjonsfond er det en rekke risikofaktorer Folketrygdfondet må forholde seg til. Noen av risikofaktorene oppstår som følge av bevisste valg og er en type risiko Folketrygdfondet i forvaltningen velger å ta med sikte på å oppnå god avkastning. Andre typer risiko oppstår uavhengig av investeringsvalgene, og er en type risiko som ikke er ønsket og heller ikke gir uttelling i form av bedre resultater. Folketrygdfondet



legger betydelig vekt på å styre og kontrollere de ulike risikotypene og har fastsatt prinsipper for måling og styring av de ulike risikotypene.

Markedsrisiko

For Statens obligasjonsfond er det ikke satt rammer for relativ eller absolutt markedsrisiko. Markedsrisikoen på absolutt nivå måles likevel daglig, og den ligger på om lag samme nivå som markedsrisikoen for den norske renteporteføljen til Statens pensjonsfond Norge. Relativ markedsrisiko vil bli målt i det referanseindeksen treer i kraft, dvs. når investert andel passerer 20 prosent.

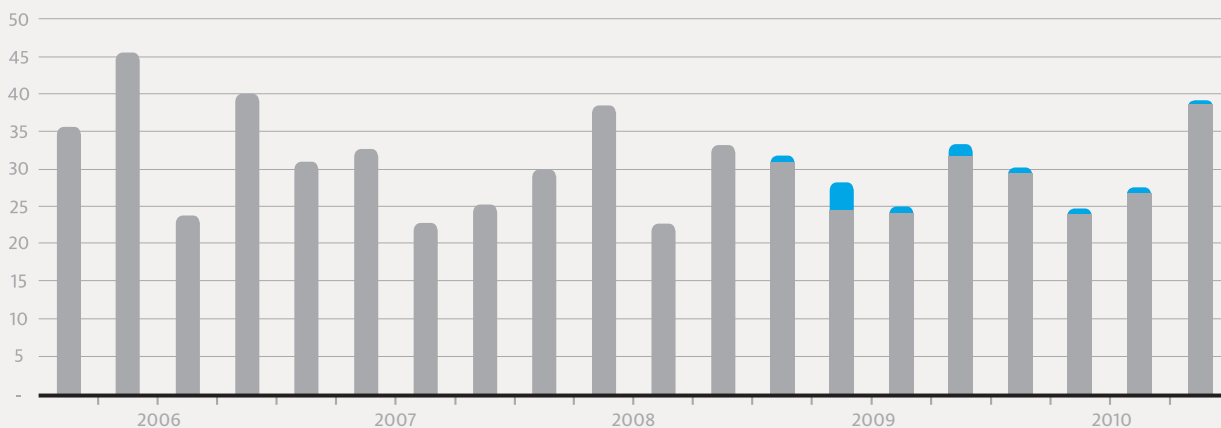
Kredittrisiko

Folketrygdfondets styre har fastsatt maksimalrammer for kreditteksponering mot ulike utstedere som er basert på

rating, både fra internasjonale kredittvurderingsfirmaer og fra interne kredittvurderingssystemer i Folketrygdfondet. Kreditt-rammeverket innebærer at rammen er større desto bedre rating utsteder har. Finansdepartementet har fastsatt en begrensning på 5 prosent som andel av kapitalen til Obligasjonsfondet per utsteder. For utstedere med de beste ratingnivåene er det grensen på 5 prosent som gir maksimal ramme.

Andelen av investert kapital som var investert i utstedere med svakere rating enn BBB- (non-investment grade) var på 21,8 prosent ved utgangen av 2010. Statens obligasjonsfond har ikke anledning til å investere i selskaper med rating lik CCC+ eller svakere. Imidlertid er det i forskriften gitt adgang til å beholde investeringer i selskaper som hadde tilstrekkelig god rating på investeringstidspunktet, men som senere er nedgradert enten hos eksterne ratingbyråer eller i de interne kredittmodellene

KREDITTOBLIGASJONER NORSKE UTSTEDERE I NOK*



*Oversikten viser lån klassifisert som obligasjoner i databasen til Norsk Tillitsmann (www.stamdata.no). Sertifikater er ikke inkludert. Obligasjonslån med fortrinnsrett (OMF) er ikke tatt med. Utstedelser av nye lån hvor det samtidig har vært innfrielse av gamle lån (restrukturering) er ikke skilt ut.

Statens obligasjonsfond ble etablert gjennom Lov om Statens obligasjonsfond i 2009. Hensikten er bl.a. å bidra til kapitaltilgang til kredittobligasjonsmarkedet i Norge. Obligasjonslån med fortrinnsrett i norske lån sikret med en underliggende låneportefølje (primært boliglån) er ikke tatt med i figuren over. Det ble emittert 121,6 mrd. kroner i nye obligasjonslån i 2010 i det norske kredittobligasjonsmarkedet, hvorav Statens obligasjonsfond var kjøper av 1,4 prosent.

■ Statens obligasjonsfond
■ Andre

«FOLKETRYGDFONDETS STYRE HAR FASTSATT MAKSIMALRAMMER FOR KREDITTEKSPONERINGEN MOT ULIKE UTSTEDERE BASERT PÅ RATING BÅDE FRA INTERNASJONALE KREDITTVURDERINGSFIRMAER OG FRA INTERNE KREDITTVURDERINGSYSTEMER I FOLKETRYGDFONDET.»

PORTEFØLJE FORDELT ETTER KREDITTVURDERING 31.12.10 (Alle tall i prosent)

Den norske renteporteføljen	Ekstern Rating*	Kreditt rammerating**
AAA/Aaa – andre	4,0	4,0
AA/Aa	3,5	3,5
A	19,4	31,4
BBB/Baa	24,4	39,2
BB/Ba	–	8,1
B	1,9	12,6
Lavere	–	1,1
Ingen vurdering	46,7	–

* Midterste rating fra alle de utenlandske ratingbyråene sett under ett

** Rating brukt i rammekontrollen

Utstedere av rentebærende verdipapirer kan betale ratingbyråer for å gi en vurdering av kredittkvaliteten. Eksterne ratinger er fra S&P, Moody's og Fitch. Karakterskalaen går fra AAA til D (Default). Karakter på BBB eller bedre anses å være «investment grade». BB og lavere karakteriseres som «speculative grade».

som danner grunnlag for intern rating.

Det var to låntagere i Obligasjonsfondet som hadde en lavere kredittvurdering enn B ved utgangen av 2010.

Kredittvurdering målt ved karakterskalaen som er brukt over sier noe om i hvilken grad porteføljen er utsatt for kreditteksponering. Ved endring i kredittspredan (marginen mellom renten på kredittobligasjoner og statsobligasjoner) vil prisen endre seg mer desto lengre løpetiden på lånene er. Et mål på gjennomsnittlig kredittløpetid er kredittdurasjon. Kredittdurasjonen til Statens obligasjonsfond var per 31.12.10 2,9 år.

Motpartsrisiko

Folketrygdfondets styre har fastsatt rammer for motparts-eksponering mot ulike motparter. Også disse rammene er basert på rating fra internasjonale kredittvurderingsfirmaer og fra interne kredittvurderingssystemer i Folketrygdfondet. Håndteringen av motpartsrisiko er nærmere beskrevet i omtalen av Statens pensjonsfond Norge, i punktet om risikostyring og internkontroll.

Valutakursrisiko

I henhold til forskrift for forvaltningen av Statens obligasjonsfond, skal plasseringene i utenlandsk valuta valutasikres mot norske kroner slik at Obligasjonsfondet ikke blir eksponert for endringer i kronkursen. Folketrygdfondets styre har med utgangspunkt i dette fastsatt rammer for hvor mye valutasammensetningen i den praktiske forvaltningen fra dag til dag kan avvike fra norske kroner.

Oppfølging av rammer for Statens obligasjonsfond

Det har i 2010 vært avdekket et mindre brudd på motpartsrammen fastsatt av Folketrygdfondets styre knyttet til størrelse på likviditetsplassering. Forvaltningen har ellers vært innenfor de rammer som er satt av Finansdepartementet og Folketrygdfondets styre. Rammene blir i hovedsak kontinuerlig overvåket i Folketrygdfondets porteføljesystem, og automatiske varsler sendes ut fra systemet ved eventuelle brudd. ●

NØKKELTALL FOR RISIKO OG EKSPONERING (Alle tall i prosent)

Ramme	Grense	Faktisk				
		31.12.09	31.03.10	30.06.10	30.09.10	31.12.10
Maksimal eksponering mot en enkelt utsteder	5	1,59	1,56	1,57	1,58	1,57
Andel ansvarlige lån	10	1,86	1,93	1,95	1,89	1,91
Investert andel		16,20	18,17	18,90	19,25	19,42
Andel bank/finans*	25-65	50,6	50,3	47,5	44,0	43,4
Andel industri*	35-75	49,4	49,2	51,0	50,1	50,0
Andel non-investment grade (lavere enn BBB-)*	30 (ved kjøp)	29,4	26,7	23,3	21,5	21,8

* Gjelder som andel av investert kapital. Grensene gjelder fra investert kapital når 20 prosent av Obligasjonsfondets total kapital. Bankinnskudd og sikringsforretninger medfører at andelene bank/finans og industri ikke summerer seg til 100 prosent.



FOLKETRYGDFONDETS FOR- TRINN I AKTIV FORVALTNING ER STØRRELSE, LANGSIKTIGHET OG KOMPETANSE.

TEMA

Statens pensjonsfond Norge: Avkastningsutviklingen 1998-2010
Aktiv forvaltning

SIDEN 1998 HAR DEN NORSKE AKSJEPORTEFØLJEN HATT EN ÅRLIG MERAVKASTNING PÅ 1,7 PROSENTPOENG.

AVKASTNINGSUTVIKLINGEN OVER FLERE ÅR

Statens pensjonsfond Norge har en lang tidshorison, lengre enn for de fleste andre fond. Som en konsekvens av dette bør resultatene evalueres over lengre tidsperioder. I denne artikkelen ser vi på avkastningsutviklingen over ett, tre, fem og ti år. I tillegg viser vi avkastning for perioden 1998-2010. 1998 er valgt som startår fordi Folkestrygdfondets avkastningsmåling siden dette året er blitt utført i henhold til den internasjonale standarden GIPS (Global Investments Performance Standard). I forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er det oppnådd meravkastning for alle flerårsperiodene. Til slutt i artikkelen ser vi på en flerfaktormodell for å evaluere avkastningen til den norske aksjeforføljen. Resultatene fra denne analysen indikerer at porteføljens meravkastning ikke kan forklares av de faktorene vi har undersøkt, snarere at meravkastningen øker når vi justerer for faktoreksponering.

Avkastningen for perioden 1998-2010 er beregnet som daglig avkastning for alle delporteføljene som deretter er geometrisk sammenvektet. På Folketrygdfondets internettsider www.ftf.no er månedlige avkastningstall for henholdsvis porteføljene og referanseporteføljene for hele perioden lagt ut. Ved betydelige endringer i mandat er det i henhold til GIPS ikke riktig å sammenligne perioder før og etter et slikt skifte. I GIPS-rapportene, som er tilgjengelig på Folketrygdfondets internettsider, er det derfor ikke vist flerårstall for perioder før avviklingen av kontolånsordningen i slutten av 2006 og etter oppbyggingsperioden i starten av 2007 for henholdsvis totalporteføljen og for den norske renteporteføljen. For nordiske aksjer starter GIPS-rapporteringen på nytt i februar 2007, etter at porteføljen ble lagt om i januar 2007 og referanseindeksen skiftet. For nordiske renter var oppstarten av denne aktivaklassen 28. februar 2007. I den første avkastningstabellen som er vist i denne artikkelen er likevel hele historikken tatt med. For den norske renteporteføljen og totalporteføljen presiseres det at porteføljeegenskapene ble endret betydelig ved

avviklingen av kontolånsordningen i slutten av 2006.

Tekstomtalen fokuserer derfor mest på den norske aksjeforføljen, hvor det ikke har vært endringer i mandatet. For totalporteføljen var avkastningen for hele perioden 1998-2010 som et årlig gjennomsnitt 7,01 prosent. Det er 0,46 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen. Fratrasket forvaltningshonoraret blir meravkastningen 0,42 prosentpoeng. God avkastning for de to aksjeforføljene er hovedårsaken til meravkastningen for hele Statens pensjonsfond Norge for denne perioden.

Den norske aksjeforføljen hadde en avkastning på 8,42 prosent som et årlig gjennomsnitt for hele perioden, noe som er 1,70 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen. For femårsperioden 2006-2010 var avkastningen 8,16 prosent. Dette er 2,41 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen.

Siden oppstarten i mai 2001 har den nordiske aksjeforføljen hatt en årlig avkastning på 3,74 prosent, et resultat som er 0,34 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen. For femårsperioden 2006-2010 var avkastningen for den nordiske aksjeforføljen på 6,07 prosent. Det er 0,75 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen. Kildene til meravkastningen over tid i forhold til referanseporteføljen kan skyldes et høyere risikonivå i Statens pensjonsfond Norges portefølje enn for referanseporteføljen, god aktiv forvaltning eller en kombinasjon. For å belyse dette viser vi ulike risikotall og risikojusterte avkastningstall for hele perioden 1998-2010 for den norske aksjeforføljen. I tabellen har vi også vist tilsvarende tall for de andre delporteføljene og for totalporteføljen for kortere tidsperioder.

Avkastningstallene i tabellen for regresjonsanalyse og risikojustert avkastning er beregnet som aritmetisk månedlig gjennomsnitt og er gjengitt på årlig basis ved å multiplisere med 12. Tallene for regresjonsanalysene er beregnet med utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM), hvor de respektive referanseindeksene er brukt som uttrykk for markedsporteføljen. Risiko er her målt ved hjelp av to ulike metoder; som standardavvik

og med utgangspunkt i kapitalverdimodellen. Det er et gjennomgående trekk at standardavviket for flere av delporteføljene til Statens pensjonsfond Norge er lavere enn for sine respektive referanseporteføljer. Ved kapitalverdimodellen estimeres porteføljens beta. En beta på 1 innebærer samme risikonivå som referanseporteføljen. For totalporteføljen og underporteføljene med unntak av den norske renteporteføljen, er beta mindre enn markedsbetaen på 1. Det viser at Folketrygdfondet i forvaltningen har tatt mindre risiko sett i forhold til risikonivået i referanseporteføljen. For totalporteføljen og de to aksjeporteføljene er beta signifikant lavere enn 1. For den norske renteporteføljen indikerer nivået på beta og standardavviket at Folketrygdfondet i forvaltningen har tatt mer risiko enn referanseporteføljen.

Lavere innslag av risiko enn referanseporteføljen, både målt ved standardavvik og beta, medfører at risikojustert meravkastning, målt som M_2 og alfa, normalt er høyere

enn ujustert meravkastning når denne er positiv. Det er også tilfellet for totalporteføljen, norske aksjer og nordiske renter, men ikke nordiske aksjer. For nordiske aksjer forstyrres dette bildet av at referanseporteføljens avkastning er lavere enn anslaget på risikofri rente som er benyttet i regresjonen.

Alfa, som er det estimerte konstantleddet i regresjonen, kan tolkes som den delen av avkastningen til porteføljen som ikke er forklart ved at beta er ulik markedsbetaen på 1. For den norske aksjeporteføljen er alfa 1,60 på årsbasis. Den gjennomsnittlige meravkastningen (utregnet som $12 \times$ månedlig meravkastning) på 1,18 prosent kan deles opp i en risikojustert meravkastning på 1,60 prosent og en negativ komponent på 0,42 som følge av at beta har vært lavere enn 1. Mens beta fra regresjonen for den norske aksjeporteføljen var signifikant mindre enn 1, er ikke alfakomponenten signifikant større enn 0. Det gjør at dekomponeringen av avkast-

AVKASTNING 1998 - 2010, STATENS PENSJONDSFOND NORGE

	ett år 2010	tre år 2008-2010	fem år 2006-2010	ti år 2001-2010	hele perioden 1998-2010	Nordiske porteføljer siden oppstart*
Statens pensjonsfond Norge (brutto)	15,27	4,84	7,05	7,64	7,01	-
Meravkastning (brutto)	0,56	1,33	1,52	0,38	0,46	-
Meravkastning (netto)	0,48	1,24	1,46	0,34	0,42	-
Norske aksjer (brutto)	19,11	-1,26	8,16	9,89	8,42	-
Meravkastning (brutto)	0,76	2,34	2,41	1,59	1,70	-
Norske renter (brutto)	7,47	8,77	6,07	6,46	6,10	-
Meravkastning (brutto)	0,79	1,16	0,75	-0,05	0,00	-
Nordiske aksjer (brutto)	28,18	0,46	5,33	-	-	3,74
Meravkastning (brutto)	-1,49	0,91	0,91	-	-	0,34
Nordiske renter (brutto)	3,65	6,23	-	-	-	5,53
Meravkastning (brutto)	0,54	0,70	-	-	-	0,51

* Oppstart nordiske aksjer mai 2001 og nordiske renter februar 2007

RISIKOJUSTERT AVKASTNING OG FLERE RISIKOKOMPONENTER, ÅRLIGE TALL BASERT PÅ MÅNEDLIGE OBSERVASJONER

	Totalt	Norske aksjer	Nordiske aksjer	Nordiske renter	Norske renter
Antall observasjoner	46	156	47	46	46
Gjennomsnittlig avkastning (aritmetisk), årlig prosent	6,92	10,89	2,36	5,77	7,22
Gjennomsnittlig meravkastning, årlig prosent	1,14	1,18	0,96	0,47	0,78
Relativ volatilitet	1,73	4,29	2,09	0,75	0,98
Standardavvik portefølje	14,60	23,07	19,77	8,57	2,67
Standardavvik referanse	15,60	24,66	21,38	8,72	2,35
Informasjonsrate	0,65	0,28	0,46	0,63	0,80
Informasjonsrate (Appraisal Ratio)	0,94	0,37	0,62	0,69	0,58
Informasjonsrate pga beta ulik 1	-0,29	-0,10	-0,16	-0,06	0,22
Risikojustert meravkastning (M2)	1,36	1,64	0,86	0,51	0,35

REGRESJONSANALYSE (CAPM)*

	Totalt	Norske aksjer	Nordiske aksjer	Nordiske renter	Norske renter
Gjennomsnittlig alfa, årlig prosent	1,28	1,60	0,79	0,51	0,56
T-verdi alfa	1,81	1,49	1,20	1,31	1,06
Gjennomsnittlig betabidrag	-0,15	-0,42	0,17	-0,03	0,23
Beta	0,93	0,92	0,92	0,98	1,08
T-verdi beta	-5,23	-6,23	-8,69	-1,47	1,32
R-kvadrert	0,99	0,97	1,00	0,99	0,88
Standardavvik feilledd	0,01	0,04	0,01	0,01	0,01
Anslag risikofri rente	3,62	4,35	3,61	3,62	3,62

REGRESJONSANALYSE TREFAKTORMODELL, NORSKE AKSJER*

	Alfa	Beta	HML	SMB	R-kvadrert
Koeffisient	1,76	0,91	-0,02	-0,09	0,98
t-verdi	1,73	-7,41	-1,07	-4,13	-
p-verdi	0,09	0,00	0,29	0,00	-
Faktoravkastninger årlig gjennomsnitt		5,36	1,07	0,78	-

* Regresjonene er basert på månedlige data. I tabellen er alfa annualisert.

ningen i avsnittet over ikke kan brukes som et statistisk bevis på at forvaltningen av den norske aksjporteføljen har vært bedre enn slavisk å følge referanseporteføljen. For den norske renteporteføljen kan vi tilsvarende dele opp den årlige meravkastningen på 0,78 i to deler, en risikojustert avkastning (alfa) på 0,56 og 0,23 som følge av høyere risikonivå enn for referanseindeksen.

Kapitalverdimodellen, som er brukt i regresjonsanalysen over, er en enkel modell hvor avkastningen til porteføljen søkes forklart med én faktor (markedets avkastning utover risikofri rente). Denne modellen ble utviklet på 60-tallet. Kapitalverdimodellen ble videreutviklet etter dette, og i 1992 og 1993 publiserte Fama og French arbeider som viste at kapitalverdimodellen ikke fullt ut klarer å forklare variasjonen i avkastning i aksjemarkedet. De viste at ytterligere to faktorer, småselskaper og selskaper med

høy bokført egenkapital i forhold til markedsværdien (verdi- i motsetning til vekstselskaper) på en systematisk måte forklarer avkastningen i aksjemarkedet. Modellen deres utvider kapitalverdimodellen ved å ta med disse to faktorene i tillegg til markedsavkastningen, slik at det danner en trefaktormodell. Senere har andre bidragsytere vist at flere faktorer i tillegg til disse kan bidra til å øke forklaringsgraden til markedsutviklingen.

Vi har gjennomført en slik trefaktoranalyse for den norske aksjporteføljen for perioden 1998-2010 hvor vi bruker de to opprinnelige faktorene til Fama og French (småselskaper og verdi). Disse resultatene sammenligner vi med en ren CAPM-modell.

Vi har tidligere benyttet tidsserier av disse faktorer fra professor Bernt Arne Ødegaard ved Universitetet i Stavanger til slike analyser, men dette tallmaterialet

ORDFORKLARINGER TIL TABELLER

Alfa (α) fremkommer som konstantleddet i regresjonen og tolkes som porteføljens risikojusterte meravkastning. Dvs. meravkastning utover det som er forklart av eksponering mot andre risikofaktorer (beta, HML og SMB).

Beta (β) uttrykker porteføljens eksponering mot markedsrisiko (her representert ved referanseporteføljens meravkastning utover risikofri rente). Verdi mindre enn 1 indikerer lavere markedsrisiko enn markedet generelt. Verdi større enn 1 indikerer høyere grad av markedsrisiko.

HML (h) er eksponeringen mot verdifaktoren og uttrykker graden av eksponering mot denne faktoren for porteføljens meravkastning. HML-faktoren er konstruert som avkastningsserien til en selvfinansierende portefølje med lang-posisjon i verdiselskaper og kort-posisjon i vekstselskaper.

SMB (s) er eksponeringen mot småselskapsfaktoren og uttrykker graden av eksponering mot denne faktoren for porteføljens meravkastning. SMB-faktoren er konstruert som avkastningsserien til en selvfinansierende portefølje med lang-posisjon i små selskaper og kort-posisjon i store selskaper.

Trefaktormodellen er definert ved regresjonen $R_p - R_f = \alpha + \beta(R_m - R_f) + h^*HML + s^*SMB + \epsilon$, hvor R_p er porteføljens avkastning, R_f er risikofri rente uttrykt ved avkastningen til statsobligasjonsindeks ST1X og R_m er markedets avkastning (referanseporteføljen er brukt som markedets avkastning i regresjonen). HML-faktoren er tidsserien til differansen mellom avkastningen til norsk MSCI standard Value index og norsk MSCI Standard Growth Index. SMB-faktoren er tidsserien til differansen mellom avkastningen til Oslo Børs OSESX-indeks og OBX-indeks. α fremkommer som konstantleddet i regresjonen, og ϵ er såkalt standardfeilledd med forventning lik 0.

T-verdi er en testobservator for statistisk signifikans til de estimerte koeffisientene. En absoluttverdi høyere enn 1,96 gir uttrykk for at koeffisienten er statistisk signifikant forskjellig fra 0 (null-hypotesen forkastes) med minst 95 prosent sannsynlighet. For beta måles slik signifikans ut fra en forskjell fra verdi lik 1.

P-verdi angir sannsynligheten for å forkaste null-hypotesen på feil grunnlag.

R-kvadrert, forklart varians, angir andelen av variabiliteten i venstresiden av modellen (uavhengig variabel) som forklares av høyresiden i regresjons-ligningen (avhengige variable).

Standardavvik feilledd gir uttrykk for variasjon i porteføljens meravkastning som ikke kan forklares av variasjon i de uavhengige variablene ($R_m - R_f$, HML og SMB) i regresjonen.

Anslag risikofri rente er gjennomsnittlig risikofri rente for hele perioden.

Relativ volatilitet er et uttrykk for variasjon i forskjellen mellom avkastningen til porteføljen og referanseporteføljen – målt ved standardavvik.

Standardavvik (σ) er et matematisk mål for hvor mye observasjonene til en tidsserie svinger rundt tidsseriens gjennomsnitt.

Informasjonsrate (IR) er et mål på meravkastning per aktiv risikoenhet. IR beregnes som forholdstallet mellom meravkastning og relativ volatilitet.

Appraisal ratio er IR for $\beta_p = 1$.

Risikojustert meravkastning uttrykt ved M_2 fremkommer ved at porteføljens avkastning utover risikofri rente først justeres ved at risikoen, målt ved standardavvik, skaleres til å bli lik indeksen risiko, og at indeksen avkastning utover risikofri rente deretter trekkes fra.

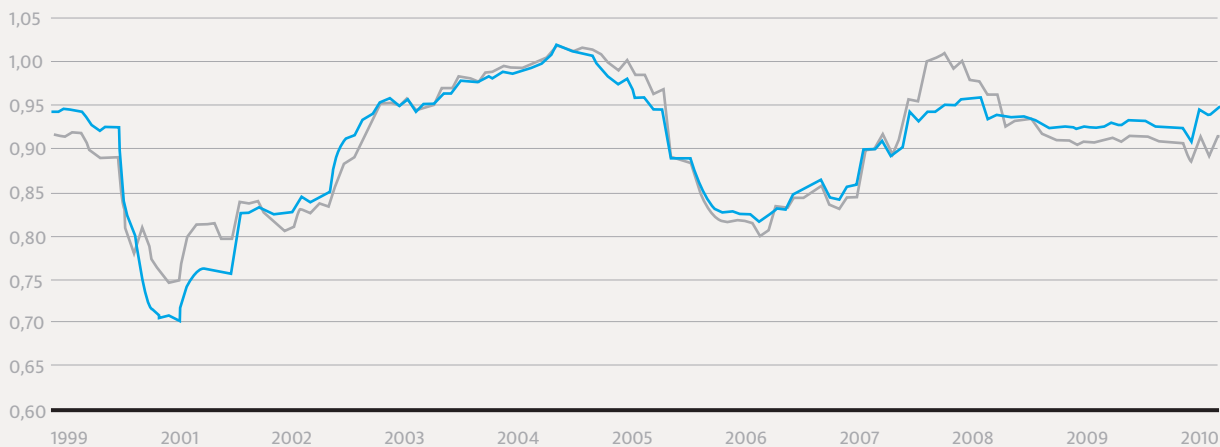
ALFAESTIMAT OVER RULLERENDE 24-MND. PERIODER FOR NORSKE AKSJER



Alfaestimater er basert på 24 månedlige historiske observasjoner og har vært overveiende positiv, men var negativ deler av 1999 og fra slutten av 2003 til 2006. Estimater basert på trefaktormodellen svinger noe mer enn estimater basert på enfaktormodellen.

■ Alfa trefaktor
■ Alfa enfaktor

BETAESTIMAT OVER RULLERENDE 24-MND. PERIODER FOR NORSKE AKSJER



Betaestimater er basert på 24 månedlige historiske observasjoner har vært mindre enn 1 med unntak av en kort periode i 2003, der både enfaktor- og trefaktormodellen gir betaestimater over 1. Trefaktormodellen har også betaestimater over 1 for en kortere periode i 2007. Begge modellene har et gjennomsnitt lik 0,90 for alle 24-månedersperiodene.

■ Beta trefaktor
■ Beta enfaktor

var ikke oppdatert for 2010 da denne artikkelen ble utarbeidet. Vi har derfor konstruert tidsserier for disse faktorene basert på tilgjengelige indekser som vi mener ivaretar ønskede egenskaper.

HML-faktoren representerer avkastningen til en portefølje med høy eksponering mot verdi-selskaper og lav eksponering mot vekst-selskaper. Den konstrueres som en selvfinansierende (lang/kort) portefølje. Lang-posisjonen investeres i aksjeindeksen MSCI Norway Standard Value indeks og kort-posisjonen investeres i aksjeindeksen MSCI Norway Standard Growth indeks. Tidsserien for HML-faktoren konstrueres på månedlig basis som avkastningen i verdi-indeksen minus avkastningen i vekst-indeksen.

SMB-faktoren representerer avkastningen til en portefølje med høy eksponering mot lavt kapitaliserte selskaper og lav eksponering mot høyt kapitaliserte selskaper. SMB-faktoren konstrueres som en selvfinansierende (lang/kort) portefølje. Lang-posisjonen investeres i aksjeindeksen OSESX og kort-posisjonen investeres i aksjeindeksen OBX. Begge disse aksjeindeksene konstrueres av Oslo Børs der OSESX er indeks for små-selskaper og OBX er en indeks konstruert av de mest likvide aksjene på Oslo Børs. Det er en sterk sammenheng med total likviditet og størrelse, slik at denne indeksen benyttes som en tilnærming for avkastningen til selskaper med høy kapitalisert verdi. Tidsserien for SMB-faktoren konstrueres på månedlig basis som avkastningen i OSESX-indeksen minus avkastningen i OBX-indeksen.

Den fremgangsmåten vi her har brukt ved å benytte brede indekser som uttrykk for faktorene, mener vi gir et godt uttrykk for disse faktorene. De tre professorene Ang, Goetzmann og Schaefer har i en analyse av Statens pensjonsfond utland som ble lagt frem for Finansdepartementet i 2010, påpekt at faktorer egnet for å forklare avkastningsutviklingen må kunne handles i en skala som er relevant.

Det fremgår av tabellen at begge modellene har en positiv alfa på hhv. 1,60 og 1,73 for CAPM og Fama-French modellen. Fama-French modellen gir alfa forskjellig fra 0 på 10 prosent signifikansnivå (p-verdi 0,09). Fama-French modellen viser en negativ eksponering mot både HML- og SMB-faktoren, og dette bidrar til å øke alfa i

forhold til CAPM. Eksponering mot HML-faktoren er imidlertid ikke signifikant forskjellig fra 0.

Den gjennomsnittlige faktoravkastningen har vært positiv for alle 3 faktorene i perioden. Siden porteføljen har vært lavere eller negativt eksponert mot disse faktorene, må den meravkastningen som er oppnådd skyldes eksponering mot faktorer som ikke er tatt med i analysen eller god aktiv forvaltning gjennom selskapsutvelgelse.

Den sterkt signifikante negative eksponeringen mot SMB-faktoren tilsier at porteføljen er relativt mer eksponert mot større selskaper enn mot mindre selskaper. En eventuell høsting av SMB-faktoren vil innebære at antallet selskaper i SPNs norske aksjeportefølje må øke fra dagens om lag 50-60 til 170-180 selskaper. En slik økning i antallet selskaper i porteføljen vil kreve økte ressurser for å følge opp selskapene på en forsvarlig måte, og en så stor økning i antallet selskaper kan innebære en fare for at fokus dreies i for stor grad bort fra andre viktige sider ved forvaltningen.

Resultatene over er basert på avkastningen til den norske aksjeporteføljen over en 13-årsperiode. Dersom vi ser på kortere perioder, fremkommer endringer i risikobildet over tid.

Figurene viser estimatene for alfa og beta i rullerende 24-månedersperioder for den samme porteføljen. Figurene for alfa- og betaestimer viser små innbyrdes forskjeller mellom CAPM og Fama-French modellen selv om nivåene varierer over tid. ●

EN AKTIV FORVALTNINGSSTIL ER BEST EGNET TIL Å SKAPE MERVERDIER I FORVALTNINGEN AV STATENS PENSJONSFOND NORGE.

AKTIV FORVALTNING

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

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

Hva er aktiv og passiv forvaltning?

Hva er så aktiv og passiv forvaltning? Passiv forvaltning, indekxnære strategier (enhanced indexing) og aktiv forvaltning er begreper som brukes for å definere forvaltningsstilen for et fond. John S. Lofthus definerer de ulike forvaltningsstilene ved å knytte nivåer for forventet relativ volatilitet opp til de ulike stilene.

I boken *The mathematics of financial modeling and investment management* (Focardi & Fabozzi) er inndelingen til Lofthus vist slik for aksjeporteføljer:

Tall i prosentpoeng	Passiv forvaltning	Enhanced indexing	Aktiv forvaltning
Forventet relativ volatilitet	0,0 – 0,2	0,5 – 2,0	4,0 og høyere

Forventet relativ volatilitet gir uttrykk for hvor mye avkastningen til porteføljen kan forventes å avvike fra referanseporteføljens avkastning. Under gitte forutsetninger kan forventet relativ volatilitet tolkes som at i to av tre år vil avkastningen til porteføljen avvike fra avkastningen til referanseporteføljen med mindre enn måltallet for forventet relativ volatilitet, mens avkastningen i ett av tre år forventes å avvike med mer enn måltallet for forventet relativ volatilitet.

Lofthus opererer med tre ulike stiler for forvaltningen, men det er som tabellen viser slingringsmonn mellom de ulike stilene. Ren passiv forvaltning defineres som porteføljer hvor forventet relativ volatilitet er under 0,2 prosentpoeng.

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

Folketrygdfondet – en aktiv og ansvarlig forvalter

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

I referanseporteføljen utgjør aksjer 60 prosent og obligasjoner 40 prosent. Aktivasetningen mellom aksjer og obligasjoner reflekterer den avveiningen mellom avkastning og risiko som oppdragsgiver ønsker over tid. Nordiske verdipapirer (Danmark, Finland og Sverige) inngår med 15 prosent både for aksjer og obligasjoner, mens norske verdipapirer utgjør 85 prosent.

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

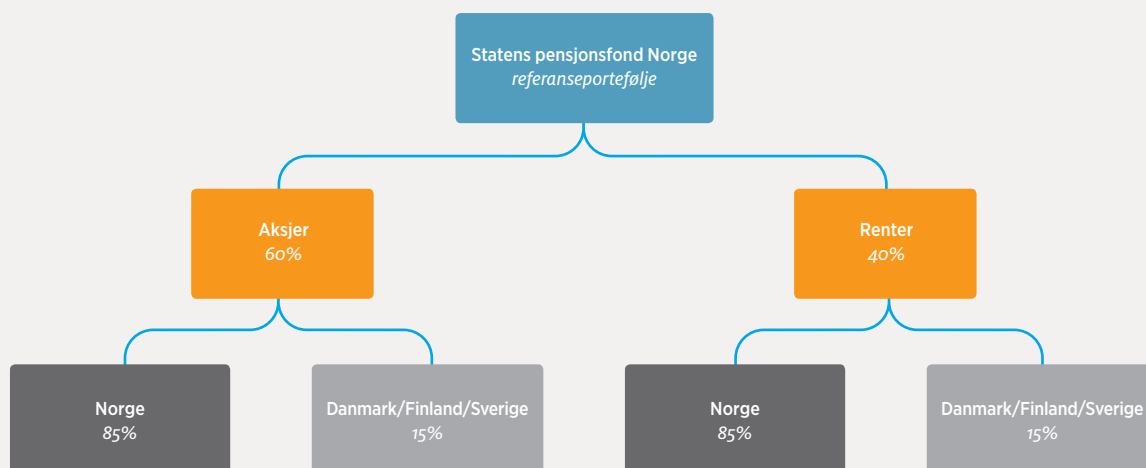
porteføljen som mulig, gjennomføres det rebalanseringer av den virkelige referanseporteføljen i henhold til et regelverk fastsatt av Finansdepartementet.

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

Folketrygdfondet legger til grunn at oppgavene knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge kan deles inn i fire:

- Oppnå den markedsmessige eksponeringen som oppdragsgiver har definert ved referanseporteføljen.
- Oppnå høyest mulig avkastning over tid i forhold til referanseportefølje og risikoramme fastsatt av Finansdepartementet.
- Ivareta finansielle interesser gjennom eierskaps- og kreditorutøvelse.
- Strategirådgiving til Finansdepartementet om Statens pensjonsfond Norge.

REFERANSEPORTEFØLJEN



Aktivavektene i figuren viser vektene til den strategiske referanseporteføljen.

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

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

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

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

Rebalansering krever aktive beslutninger

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

Et av de sentrale momentene i mandatet for forvaltningen av SPN er at aktivsammensetningen skal være basert på 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner. Etter en tid vil disse andelene bevege seg bort fra utgangspunktet på 60/40 som følge av ulik avkastning for aksjer og renter. Prosessen for å bringe vektene tilbake til utgangspunktet

omtales som rebalansering.

Dette regelverket innebærer at ved fall i aksjekursene må Folketrygdfondet kjøpe aksjer for SPN og selge obligasjoner, benytte forfall på obligasjoner eller trekke på annen likviditet for å bringe aktivvekten tilbake til utgangspunktet med 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner, og motsatt selge aksjer og kjøpe obligasjoner etter en tilstrekkelig kursoppgang på aksjer. Gjennom dette rebalanseringsregimet er det innebygd en automatikk som innebærer at SPN opptrer motsyklisk i markedet. Utslagene før, under og etter finanskrisen, er illustrerende. Til sammen ble det i 2008 og frem til utgangen av februar 2009 kjøpt aksjer for 17,3 milliarder kroner i porteføljen samtidig som aktivvektene i den virkelige referanseporteføljen ble revektet tilbake til utgangspunktet i den strategiske referanseporteføljen.

Aksjekjøpene som ble gjennomført i den norske aksjeporteføljen medførte at denne delporteføljen økte betydelig, fra å utgjøre i underkant av 6 prosent av verdien til referanseporteføljen (OSEBX) til å utgjøre i overkant av 10 prosent. En slik endring, i kombinasjon med at SPN ikke kan eie mer enn 15 prosent av aksjene i et selskap og sammen med likviditetsbegrensninger, medførte at muligheten til betydelige overvekter ble redusert samtidig som eksponeringen mot større og likvide selskaper økte.

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

Lav likviditet i mange av selskapene på Oslo Børs gjør at rebalanseringer for å bringe aksjeandelen tilbake til utgangspunktet på 60 prosent isolert sett vil være ekstra krevende ved eventuell passiv forvaltning. Dette fordi det ikke er mulig å øke eller redusere vekten i alle selskapene like raskt. En slik rebalansering kan være betydelig og stille store krav til gjennomføringen. I perioder med rebalanseringer av aktivvektene i referanseporteføljen kan hensynet til å få gjennomført slike endringer vanskeliggjøre den aktive forvaltningsstilen innad i de fire delporteføljene og muligheten til å oppnå meravkastning vil påvirkes og må til en viss grad vike for å oppnå den ønskede porteføljen.

Utover verdiendringer og rebalanseringsregimet påvirkes

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

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

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

Investeringsstrategi i et marked med spesielle særtrekk

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

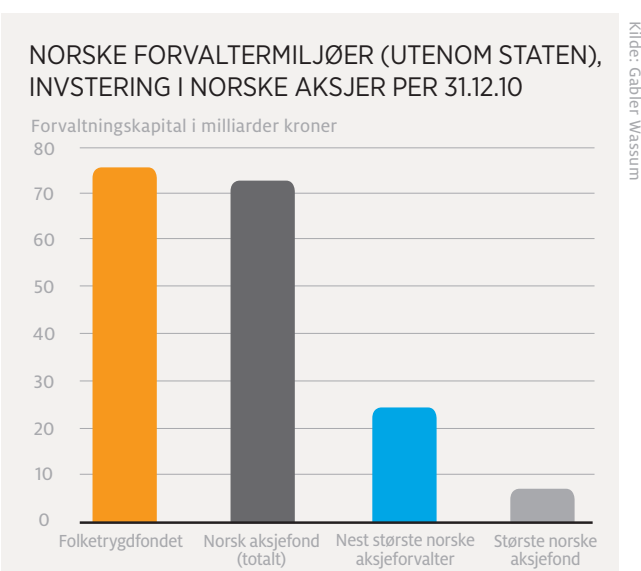
risiko som markedsrisiko, kredittrisiko, valutakursrisiko og likviditetsrisiko. Det er i seg selv en krevende oppgave å oppnå ønsket markedseksponering i tråd med referanseporteføljen på en kostnadseffektiv måte slik at oppdragsgivers forventede avkastning oppnås.

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

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

I det norske verdipapirmarkedet er Folketrygdfondet en betydelig aktør. Ved utgangen av 2010 utgjorde den norske aksjeporteføljen til SPN om lag 9,0 prosent av referanseporteføljen for norske aksjer. SPNs norske obligasjonsportefølje utgjorde på samme tid om lag 6,5 prosent av verdien for referanseporteføljen til norske obligasjoner¹.

Folketrygdfondet er den største finansielle forvalteren i det norske aksjemarkedet, med tre ganger så mye investert i norske aksjer som den nest største aksjeforvalteren. Aksjeporteføljen til SPN som Folketrygdfondet forvalter er også større enn den samlede markedsverdien til alle de 50



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

aksjefondene som markedsføres som norske aksjefond.

Størrelse, kombinert med fondets langsiktige investeringshorisont, er i utgangspunktet et konkurransefortrinn. Men størrelse kan også være en ulempe for SPN ved at større endringer tar lengre tid å gjennomføre enn for mindre porteføljer, hvor kjøp og salg av aksjer har liten eller ingen påvirkning for markedet.

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

Det er hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) som er referanseporteføljen for SPNs norske aksjeforfølje. I referanseporteføljen til SPN for norske aksjer inngikk det ved inngangen til 2011 62 selskaper, mens antallet børsnoterte selskaper var 217. Markedsverdien av børsnoterte aksjer på Oslo Børs og Oslo Axess var ved utgangen av 2010 på 1 698 milliarder kroner, mens verdien av hovedindeksen på Oslo Børs var 842 milliarder kroner. Det er altså en stor forskjell mellom markedsverdien for alle børsnoterte selskaper og verdien av hovedindeksen².

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

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

Oslo Børs er ellers karakterisert ved en skjev selskapsstruktur ved at de fem største selskapene i OSEBX utgjør 51,3 prosent av indeksens sammensetning (per 31.12.2010). For noterte norske aksjer som helhet (Oslo Børs og Oslo Axess) er denne andelen noe høyere, 53,4 prosent. Internasjonalt er selskaps-sammensetningen mer diversifisert. I Storbritannia utgjør de fem største selskapene 27,3 prosent, mens andelen i Tyskland er 24,5 prosent³.

Bransjestrukturen på Oslo Børs er også smal, hvor energisektoren utgjør 41,2 prosent av indeksen OSEBX,

finansielle tjenester 13,8 prosent og materialsektoren 12,3 prosent ved utgangen av 2010. Andelen utenlandske investorer på Oslo Børs er høy og fluktuerende over tid⁴. Blant de mindre selskapene på Oslo Børs er også likviditeten gjennomgående svak.

Energisektoren og andre sykliske virksomheter utgjør således en stor andel av børs-selskapene og kombinert med at selskapsstrukturen er konsentrert, bidrar det til at det norske aksjemarked er blant de mer volatile aksjemarkedene i verden⁵.

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

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

Utfordringer ved passiv forvaltning i Norge

Den norske aksjeforføljen til SPN har hatt et nivå på forventet relativ volatilitet på mellom 6,0 prosentpoeng og 2,0 prosentpoeng fra 2001 til nå. Den norske aksjeforføljen har med denne definisjonen periodevis vært forvaltet aktivt og periodevis forvaltet på nivåer for forventet relativ volatilitet, som er i intervallet mellom aktiv forvaltning og indekxnære strategier.

De særegne forholdene i de norske markedene knyttet til likviditet, bransje- og selskapsstruktur, begrenser hvilke forvaltningsstiler som er gjennomførbare. I store markeder kan en oppnå en tilnærmet indekxnær portefølje med et begrenset antall investeringer. I mandater som begrenses til mindre geografiske områder og i markeder med stort innslag av ikke-systematisk risiko må porteføljen inne-

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

³ Målt som andel av hhv. indeksene FTSE All-Share for Storbritannia og CLXP for Tyskland.

⁴ SNF-rapport nr. 14/08 Utvikling av eierstrukturen på Oslo Børs.

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

holde tett opp til 100 prosent av alle verdipapirene i referanseporteføljen for å oppnå lik avkastningsutvikling.

Passiv forvaltning for SPNs norske aksjeportefølje vil, som følge av behovet for å investere i nært opp til alle verdipapirer, kombinert med lav likviditet, støte på praktiske problemstillinger. Muligheten for å utøve ren passiv forvaltning i det norske markedet, definert som nivåer for forventet relativ volatilitet på opp til 0,2 prosentpoeng, er begrenset og tidvis umulig i praksis.

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

Utfordringene knyttet til størrelse, lav likviditet i enkelte selskaper og andre aktørers mulighet for å utnytte kunnskap om at en stor aktør forvalter sin portefølje passivt, innebærer at passiv forvaltning eller indeksnær forvaltning ikke er en avkastningsmessig god strategi for en stor investor i det norske aksjemarkedet.

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

Nærmere om systematiske faktorer

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

I en evalueringsrapport fra professorene Andrew Ang, William N. Goetzmann og Stephen M. Schafer, som ble lagt frem i desember 2009, konkluderes det med at avkastningen til Statens pensjonsfond utland i hovedsak er en kombinasjon av passiv forvaltning og slike kjente systematiske faktorer. Gruppen anbefaler derfor at forvalter, NBIM, skal konstruere indekser for aktuelle faktorer, og at oppdragsgiver, Finansdepartementet, skal bestemme eksponeringen i referanseporteføljen mot de ulike faktorene.

Som kjent har Statens pensjonsfond Norge et overveiende norsk mandat. Når det gjelder det norske aksjemarkedet viser empiriske undersøkelser at faktorer som forklarer aksjeavkastningen ikke er fullt ut sammenfallende med

faktorene som observeres i de større markedene i verden. For det norske aksjemarkedet gir selskapsstørrelse og likviditet sammen med den generelle markedsutviklingen den beste forklaringsgraden, ved at små selskaper og mindre likvide aksjer ser ut til å gi et positivt avkastningsbidrag sammenlignet med store selskaper og mer likvide aksjer.

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

Faktoren selskapsstørrelse kan belyse dette. Selskapsstørrelse som faktor innebærer at det kan være gunstig å overvekte små selskaper og undervekte store selskaper. Skal denne faktoren ha målbar effekt for SPNs norske aksjeportefølje, må eksponeringen mot denne faktoren være minst 10 prosent av porteføljens verdi. Fordi de minste selskapene på Oslo Børs er svært små, må man i praksis inkludere hele sortimentet av mindre og mellomstore selskaper på Oslo Børs (SMB) i porteføljen på bekostning av vektningen i de største selskapene.

Høsting av denne faktoren vil innebære at antallet selskaper i SPNs norske aksjeportefølje må øke fra dagens om lag 50-60 til 170-180 selskaper. Innføring av en slik faktor må eventuelt fordeles over lengre tid for ikke å utfordre prisingen. En slik økning i antallet selskaper i porteføljen vil kreve økte ressurser for å følge opp selskapene på en forsvarlig måte, og en slik økning i antallet selskaper kan innebære en fare for at fokus i for stor grad dreies bort fra andre viktige sider ved forvaltningen.

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

Aktiv forvaltning kan utnytte særtrekk

Folketrygdfondet har gjennom sin størrelse og langsiktige investeringshorisont særtrekk som kan bidra til å skape merverdier i forvaltningen av fellesskapets midler. Aktiv forvaltning er en forvaltningsstil som bidrar til å utløse dette potensialet. Folketrygdfondet kan også utnytte sine særtrekk knyttet til et stabilt rammeverk og regulatoriske

forhold, ved å investere motsyklisk i perioder preget av sterk optimisme eller pessimisme. Forutsigbarheten som rammeverket bidrar til gjør at den aktive forvaltningen av SPN skiller seg fra mange andre aktivt forvaltede porteføljer ved at det er mulig å opprettholde en langsiktig investeringshorisont uten å tvinges til å gjennomføre uønskede disposisjoner.

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

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

Forventet relativ volatilitet er et måltall som påvirkes av tre forhold; størrelsen på avvik i sammensetningen mellom porteføljen og referanseporteføljen, risikoegenskapene til verdipapirer hvor det er avvik i sammensetningen samt korrelasjon mellom de ulike selskapene og verdipapirene. De to siste forholdene er ikke faste størrelser, men må estimeres. Folketrygdfondet estimerer disse størrelsene på grunnlag av historiske data.

Folketrygdfondet har som en aktiv og motsyklisk investor ikke som målsetting til enhver tid å utnytte den maksimale risikorammen. Heller ikke er det et mål å tilstrebe og opprettholde et konstant risikonivå over tid. Snarere vil Folketrygdfondet søke å utnytte store forskjeller mellom Folketrygdfondets markedsforventninger og det markedssynet som til en hver tid er priset inn i markedet.

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

Som langsiktig investor har Folketrygdfondet evne til å sitte gjennom perioder med krise og store markedssving-

ninger. Folketrygdfondet kan dermed opptre motsyklisk i aksjemarkedet. Folketrygdfondet er således i stand til å utnytte situasjoner med markedsineffisiens og ulik prising av risiko som kan oppstå på grunn av markeds- eller investorsegmentering. En langsiktig investeringshorisont legger også til rette for å gjennomføre investeringer der det kan ta lang tid før de underliggende verdiene vil bli realisert.

Med evnen til å kunne tåle store markedssvingninger vil det også være mulig å være med i restruktureringer og oppkapitaliseringer i selskaper i perioder hvor markedet er svakt og kapitaltilgangen generelt er begrenset. SPNs størrelse gir også en fordel i evnen til å delta i strategiske endringer i selskaper som krever kapitaltilførsel, gjennom å opprettholde eller øke eierandelen i en emisjon.

På grunn av sin størrelse har Folketrygdfondet god tilgang til både markeds- og selskapsinformasjon gjennom veletablert kontakt med meglerapparatet, markedsaktører og selskaper nasjonalt og internasjonalt. Som stor langsiktig eier i mange selskaper gir dialog med selskapene, eierskapsutøvelse og deltakelse i aktuelle selskapsorganer, som eksempelvis bedriftsforsamling, nyttig kunnskap. Denne samlede informasjonstilgangen, både hva gjelder enkelt-selskaper og markedsforhold, gir et godt utgangspunkt for å utarbeide egne, grundige analyser.

Grundige og kompetansebaserte investeringsprosesser

For å kunne nå målet om meravkastning i forhold til referanseporteføljen må Folketrygdfondet gjennom aktiv forvaltning sette sammen en portefølje som avviker fra referanseporteføljen. Alle avvik fra referanseporteføljen innebærer at Folketrygdfondet isolert sett øker risikoen i porteføljen. Det er derfor viktig at avvikene er et resultat av velfunderte og bevisste valg, at avvikene er tilstrekkelig store til å kunne gi målbare resultater og at de blir kontrollert og fulgt opp på en systematisk måte.

Folketrygdfondets investeringsprofil for aksjeforvaltningen er konservativ og kjennetegnes av høy risikobevisthet i arbeidet med å finne frem til de selskaper som forventes å få en positiv og langsiktig verdiskaping. Den aktive forvaltningen er styrt av investeringsprosesser som skal ivareta kontinuitet og forutsigbarhet i den løpende porteføljeoppfølgingen.

Utgangspunktet for Folketrygdfondets investeringsprosess er en analyse av makroøkonomiske forutsetninger og vekstprognoser samt forventninger knyttet til utviklingen i aksjemarkedene. Denne makroøkonomiske analysen danner grunnlaget for den videre prosessen med vurder-

inger av sektorer, enkeltsskaper og porteføljesammen-
setting. Prosessen skal sikre at Folketrygdfondets analyser
av enkeltsskaper fører til beslutninger om å over- eller
undervekte investeringer i aktuelle selskaper. Disse aktive
beslutningene skal over tid resultere i en bedre avkastning
i aksjporteføljen enn referanseporteføljen.

Både kvantitative og kvalitative investeringskriterier leg-
ges til grunn for investeringsbeslutningene. Kvantitative
kriterier kan være verddivurderinger av selskapene basert på
kontantstrøm, balanse og relevante forholdstall eller pris-
ingsmultipler. De kvalitative kriteriene omfatter forhold
som eierstruktur, styre, eierstyring, selskapsledelse, etiske
forhold, strategi, konkurransemessige fortrinn, produkt-
fortrinn og vekstmuligheter samt finansiell kontroll. Det
foretas også en vurdering av om selskapets vekst er lønn-
som, og i hvilken grad forventet utvikling i selskapet
allerede er tatt hensyn til i aksjekursen.

Samlet sett har Folketrygdfondet en investeringsprofil
som gjør at aksjporteføljene normalt oppnår en høyere
avkastning enn markedet i perioder med sterk kurs-
nedgang, samtidig som en normalt vil gjøre det dårligere
i perioder med sterk kursoppgang. Denne investerings-
strategien har over tid medført en lavere risiko enn refe-
ranseindeks og resultert i meravkastning for SPN.

For å gjennomføre en slik strategi har Folketrygdfondet
lagt vekt på å ha en forvaltningsorganisasjon med høy

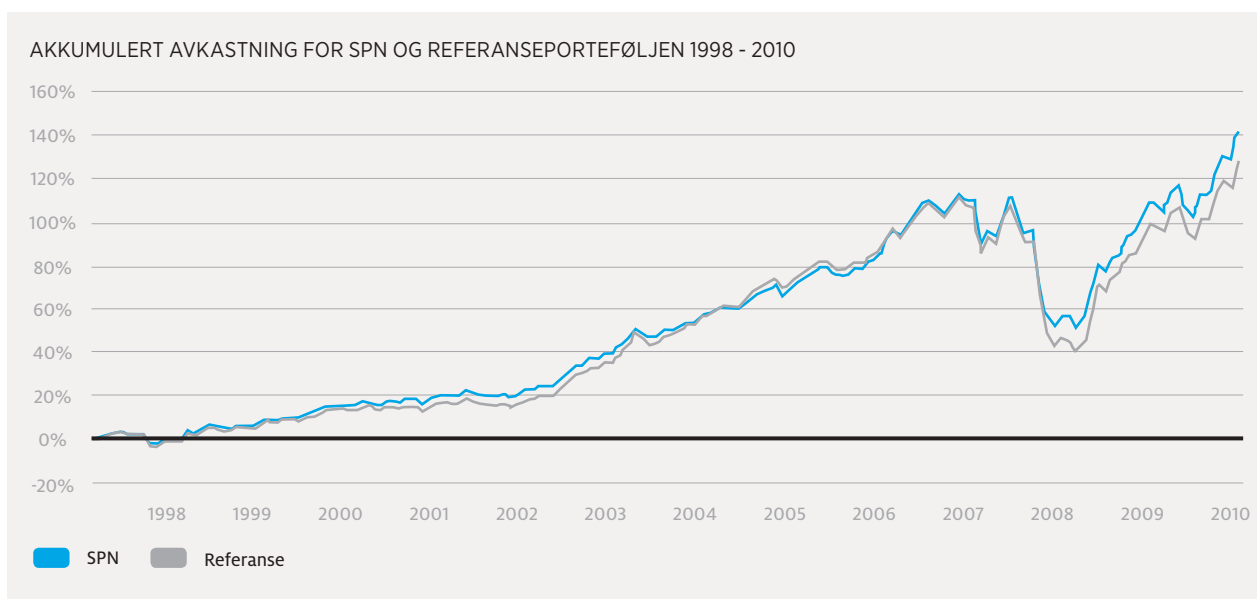
kompetanse, klare ansvarsforhold, veldefinerte invester-
ingsstrategier, definerte beslutningsprosesser, god porte-
føljeoppfølging og ansvarsbevisst eierskapsutøvelse.

Et viktig element i organiseringen er integrering av
risikokontroll og avkastningsoppfølging i forvaltnings-
arbeidet. Selv om de enkelte forvaltere har et særskilt
ansvar for sine respektive delporteføljer, legges det vekt
på at arbeidet med totalporteføljene er teambasert. På
den måten sikres kompetanse- og kunnskapsoverføring
mellom forvalterne, på tvers av markeder, sektorer og
selskaper. I tillegg dekkes behovet for å se ulike sektorer
og aktive investeringsvalg i sammenheng gjennom den
teambaserte arbeidsformen.

Også forvaltningsstrategien for renteporteføljene kjenne-
tegnes av en aktiv og konservativ forvaltning med god
risikospredning og lav risiko for tap på hovedstol. Som
en langsiktig investor har Folketrygdfondet et særskilt
fortrinn som gjør det mulig å opptre motsyklisk, og gjen-
nom grundige kredittanalyser tilføre SPN merverdi.

Med få regulatoriske beskrankninger knyttet til likviditet,
kapitaldekning og lignende, har Folketrygdfondet et
fortrinn som søkes utnyttet gjennom aktive forvaltnings-
strategier. I perioder med høy markedsvolatilitet kan SPN
tåle at verdien svinger under forutsetning av at fondet med
stor sannsynlighet vil få tilbake hovedstol ved forfall.

Også for renteporteføljene er det definert en tydelig



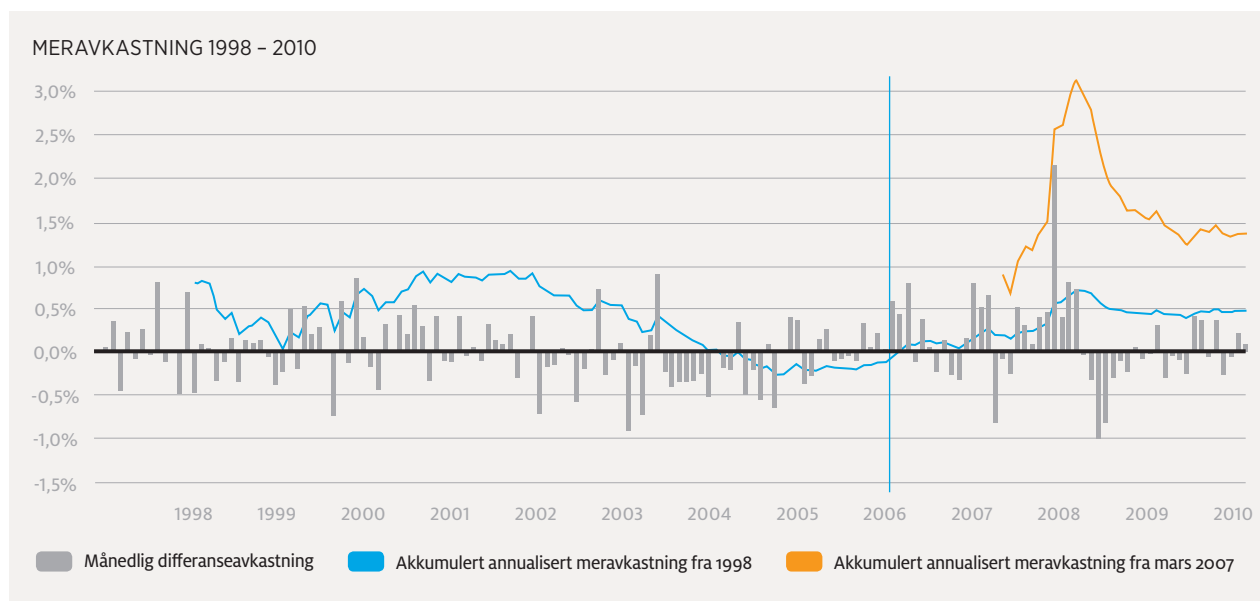
investeringsprosess og et sett med sentrale investeringskriterier som understøtter forvaltningsstrategien. Prosessen preges av grundige analyser av makro- og markedsforhold og egne kredittanalyser. I tillegg gjennomføres sykel- og sentimentanalyser som et ledd i porteføljetilpasningen. Regelmessig og omfattende rapportering av avkastning og risiko understøtter porteføljetilpasningene, og gir informasjon om i hvilken grad den valgte strategien faktisk bidrar til meravkastning som forutsatt.

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

Renteforvaltningen i Folketrygdfondet er i stor ut-

strekning teambasert. Dette er begrunnet i et behov for å se den samlede porteføljen samt ulike sektorer og aktive investeringsvalg i sammenheng. I den løpende operative forvaltningen har imidlertid den enkelte forvalter et eget oppfølgingsansvar for en klart definert del av porteføljen. Oppgaven blir da å følge opp denne porteføljen i tråd med den vedtatte investeringsstrategien.

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



ANNUALISERT MERAVKASTNING FOR SISTE 12 MÅNEDER OG FOR ULIKE DELPERIODER

Meravkastning i prosentpoeng	Annualisert meravkastning siste 12 måneder	Annualisert meravkastning siste 3 år	Annualisert meravkastning siste 5 år	Annualisert meravkastning siste 10 år	Annualisert meravkastning siden 1998
Oppnådd meravkastning	0,55	1,33	1,52	0,38	0,46
Stipulert meravkastning med dagens aktivasammensetning før 2007	0,55	1,33	1,32	0,62	0,74
Stipulert meravkastning med dagens aktivasammensetning før 2007 og OSEBX i 1998-2001	0,55	1,33	1,32	0,56	0,37

I flere av bransjene hvor det i Norge er svært få børsnoterte selskaper, eksempelvis telekommunikasjon, finans og treforedling, er flere av konkurrentene børsnotert i andre nordiske land. Dette betyr at Folketrygdfondet for å kunne foreta en tilfredsstillende vurdering av et selskap notert på Oslo Børs, i mange tilfeller også må analysere selskaper notert på andre nordiske børser. For å kunne være en god forvalter i det norske markedet må Folketrygdfondet derfor også ha en god kunnskap om det nordiske markedet.

Nordiske investeringer utgjør kun 15 prosent av den samlede porteføljen, men den høyere likviditeten i dette markedet er likevel ikke uten betydning. Ønskede porteføljetilpasninger kan således gjøres raskere i Norden enn i Norge og dermed bidra til en mer ønsket sammensetning av den samlede porteføljen.

Den kompetansen og de ekstra arbeidsoppgavene som forvaltning utenfor det norske markedet medfører, tilfører også Folketrygdfondet som organisasjon en størrelse som gir fleksibilitet og mindre sårbarhet. Dette anses som viktig for å kunne tiltrekke seg, utvikle og beholde riktig kompetanse på alle nivåer.

Meravkastning gjennom aktiv forvaltning

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

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

Endringene består blant annet i følgende:

Før 2008 definerte Folketrygdfondet både referanseportefølje og risikoramme, mens det etter 2008 er en arbeidsdeling hvor Finansdepartementet definerer referanseportefølje og risikoramme, mens Folketrygdfondets oppgave er å forvalte SPN innefor disse rammene. Før 2008 var regelverket for aktivasammensetningen til porteføljen knyttet opp mot historisk kjøpskurs, mens etter 2008 er regelverket knyttet til markedsverdier. I tillegg til endringene i styringsstruktur, ble det i 2006 gjennomført en tilbakebetaling til statskassen på 101,8 milliarder kroner. Denne tilbakebetalingen utgjorde nær halvparten av den forvaltede kapitalen. Samtidig ble det fastsatt nye ramme-

betingelser for forvaltningen av SPN med konsekvens at aksjeandelen økte og renteandelen ble redusert. I sum innebar disse hendelsene at regelverket ble endret fra at andelen aksjer ikke kunne være høyere enn 20 prosent målt til historisk kostpris, til at aksjeandelen skulle være mellom 50 og 70 prosent målt til markedsverdi.

Dette skiftet i regelverk innebærer at Folketrygdfondet ved rapportering av avkastning i henhold til den internasjonale avkastningsstandard GIPS®, betrakter perioden før desember 2006 og fra og med mars 2007 som to forskjellige mandater.

I figuren på side 66 er månedlig differanseavkastning vist sammen med akkumulert annualisert differanseavkastning. Akkumulert meravkastning er vist med to ulike startdatoer, hhv. blå linje med oppstart januar 1998 og oransje linje med oppstart i mars 2007. Skiftet i regelverket medfører at det er lite relevant å fokusere på risikojustert avkastningstall for hele perioden. Informasjonsraten (IR) for perioden fra og med mars 2007 frem til desember 2010 er på 0,65 som isolert sett er svært bra. Dette er imidlertid en kort periode i forhold til SPNs lange tidshorisont, og gir således begrenset informasjonsverdi.

Tabellen på side 66 viser annualisert meravkastning for siste 12 måneder og for ulike delperioder. I tabellen er det også tatt med en egen linje som viser hva meravkastningen ville vært historisk dersom man legger til grunn at aktivasammensetningen før tilbakebetalingen av kapital i desember 2006 hadde vært som i dag (60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner).

I 2001 lanserte Oslo Børs nye indekser med et nytt regelverk. Hovedindeksen som da ble lansert har et regelverk som gjør at den langt bedre enn den tidligere totalindeksen representerer det reelle investeringsuniverset for en investor. Folketrygdfondets skiftet derfor også referanseportefølje for den norske aksjeporteføljen i 2001. Dersom den nye hovedindeksen hadde vært brukt også tilbake i tiden før den ble lansert, endres meravkastningsbildet. Den annualiserte meravkastningen siden 1998 ved å bruke dagens aktivasammensetning i perioden før 2007 endres fra 0,74 prosentpoeng til 0,37 prosentpoeng når hovedindeksen også benyttes i 1998-2001.

Siden 1998 har årlig brutto meravkastning vært 46 basispunkter før kostnader. Ved å justere den historiske aktivasammensetningen med aktivasammensetningen til dagens mandat og gjøre bruk av dagens referanseportefølje for norske aksjer også i de første fire årene etter 1998, endres årlig brutto meravkastning til 37 basispunkter. Folketrygdfondets målsetting for den aktive forvaltningen er å oppnå

en årlig meravkastning på 40 basispunkter (0,40 prosentpoeng) over tid, før forvaltningskostnadene trekkes fra.

Kostnader ved forvaltning av Statens pensjonsfond Norge

Folketrygdfondets kostnader knyttet til forvaltningen av SPN er lave sammenlignet med andre fond. Det kanadiske firmaet CEM Benchmarking Inc (CEM) bistår Finansdepartementet i evalueringen av forvaltning av SPN. I databasen til CEM inngår det data fra 332 forvaltere, hvorav 48 europeiske fond. CEM har plukket ut 17 internasjonale fond som kostnadsbildet til SPN sammenlignes med. Rapporten fra CEM for 2009 forelå 17. september 2010.

Folketrygdfondets totale kostnader for forvaltningen av SPN var i 2009 på 9,5 basispunkter⁶. Av kostnadene kan 3 basispunkter henføres til kontroll, depotutgifter og annet, som er i det øvre kostnadsbildet blant forvalterne. De siste 6,5 basispunktene kommer fra forvaltningen, hvor Folketrygdfondet har de laveste kostnadene i utvalget. Også totalt er det forvaltningen av SPN som kommer ut med de laveste kostnadene i utvalget til CEM.

Folketrygdfondets relativt høye kostnader til kontroll, depotutgifter og annet må ses i sammenheng med de krav som Finansdepartementet og Folketrygdfondet selv setter til rapportering og internkontroll. Disse kostnadene er

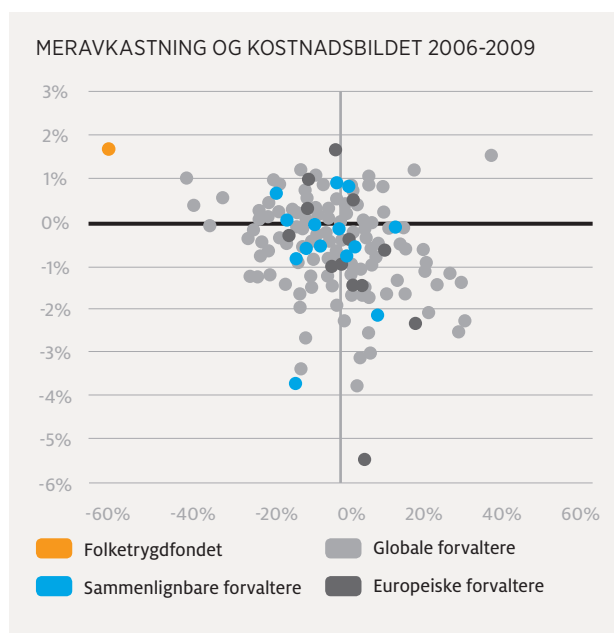
i liten grad påvirket av innslaget av aktiv forvaltning.

Hovedårsaken til at selve forvaltningen er langt rimeligere enn for andre fond i utvalget til CEM er at det er rimeligere å foreta aktiv forvaltning med interne ressurser enn gjennom eksterne mandater.

Kostnadene til forvaltningen kan deles opp i kostnader knyttet til vedlikehold av porteføljen, eierskapsoppfølging og aktive forvaltningsstrategier. De to første komponentene er i liten grad avhengig av innslaget av aktiv forvaltning.

I figuren under til venstre er kostnadsbildet for de siste fire årene vist sammenlignet med oppnådd meravkastning. Siste fire år er valgt som følge av at CEM ikke har kostnadsdata for SPN lengre tilbake i tid. Det er ingen fond av de totalt 332 fondene som oppnådde høyere meravkastning enn SPN for den perioden rapporten dekker (2006-2009). Kostnadsbildet er vist som prosent av kostnadene for sammenlignbare fond. Ingen fond har så lave kostnader som Folketrygdfondet ved forvaltningen av SPN målt som prosent av kostnadene for sammenlignbare fond. Dette indikerer at Folketrygdfondet har gode forutsetninger for aktiv forvaltning. Meravkastningen de siste fire årene er imidlertid særskilt god, og høyere enn man kan forvente over lengre tidsrom.

Også en passiv forvaltningsstil har sine kostnader.



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

De viktigste kostnadskomponentene er rebalanseringskostnader, kostnader ved løpende indekstilpasninger og forvaltningskostnader.

Rebalanseringskostnader er knyttet til transaksjonskostnader som oppstår når porteføljen må rebalanseres for å bringe aktivsammensetningen tilbake til utgangspunktet for de strategiske vektene til referanseporteføljen. Rebalanseringskostnadene i 2008 og 2009 er beregnet til henholdsvis 4 og 5 basispunkter. Som følge av at rebalanseringer ikke oppstår like ofte og i like stort omfang som i 2008 og 2009, kan de årlige kostnadene anslås til 3 basispunkter.

Også for et passivt forvaltet fond vil indekseringer medføre endringer av porteføljesammensetningen og dermed medføre både direkte og indirekte transaksjonskostnader. Denne kostnaden er større desto mindre likvid de ulike markedene er. For SPNs referanseportefølje kan disse kostnadene anslås til 6-10 basispunkter, med 8 basispunkter som enkeltanslag. Direkte transaksjonskostnader kan anslås å medføre kostnader på 6 basispunkter i året, mens indirekte kostnader er forsiktig anslått til å være ytterligere 4 basispunkter.

Forvaltningskostnadene til SPN var i 2009 på nær 10 basispunkter og om lag 8 basispunkter i 2010. En større andel av disse kostnadene vil påløpe uavhengig av forvaltningsform, og er blant annet knyttet til overvåking, kontroll, vedlikehold av porteføljen, rapportering, systemkostnader og generell administrasjon av Folketrygdfondet. Det anslås at ¼ av kostnadene også vil påløpe ved passiv forvaltning, dvs. at forvaltningskostnadene ved passiv forvaltning kan anslås til 6-8 basispunkter.

Også ved passiv forvaltning vil enkelte inntektskomponenter være oppnåelige som ikke er inkludert i indeksen. De viktigste kildene er garantiprovisjon ved fortrinnsrettede emisjoner og utlånsinntekter. Garantiprovisjonen vil variere over tid fra 0 til 1 basispunkt, og antas å utgjøre 1 basispunkt i 2010. Inntekter fra aksjeutlån vil kunne utgjøre 2 - 4 basispunkter. Det kan like fullt stilles spørsmål ved hvor mye av utlånsinntektene som vil være oppnåelig ved passiv forvaltning.

I sum, og avrundet, vil følgelig passiv forvaltning kunne

utgjøre forvaltningskostnader på 10 basispunkter.

I tabellen på side 68 er brutto og netto meravkastning beregnet på bakgrunn av Folketrygdfondets daglige avkastningsberegninger, indeksleverandørens daglige beregninger og regnskapstall for faktiske forvaltningskostnader. Begrepet netto verdiskapning som vi har gjort bruk av i avkastningsmålet er i tillegg basert på skjønsmessige fremstillinger av merinntekter og merkostnader knyttet til passiv forvaltning i forhold til referanseporteføljens avkastning.

Basert på de forutsetninger som er gjort vil de anslåtte kostnadene ved passiv forvaltning som blir belastet avkastningen direkte være på 9-13 basispunkter og de anslåtte inntektene som også er relevante ved passiv forvaltning være på 2-5 basispunkter. Det gir et anslag for brutto differanseavkastning ved passiv forvaltning i forhold til referanseporteføljens avkastning på -4 til -11 basispunkter. Etter fratrekk for anslaget for forvaltningskostnader gir det et anslag for netto differanseavkastning på -10 til -19 basispunkter. Det medfører at vi kan anslå netto verdiskapning ved aktiv forvaltning i forhold til passiv forvaltning til å være 40-49 basispunkter.

Oppsummering

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

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



RESULTATENE TIL
FOLKETRYGDFONDET
RAPPORTERES OG
EVALUERES I FORHOLD
TIL TYDELIGE MÅL OG
MANDATER.

REGNSKAP

Folketrygdfondet
Statens pensjonsfond Norge
Statens obligasjonsfond

RESULTATREGNSKAP

1.1. - 31.12	Noter	2010	2009
Inntekter			
Forvaltningshonorar	3	100 875 774	99 337 639
Sum inntekter		100 875 774	99 337 639
Driftskostnader			
Lønnskostnader	4,11	48 637 659	42 322 480
Avskrivninger	8	3 070 313	2 183 968
Andre driftskostnader	5	47 964 960	54 742 457
Sum driftskostnader		99 672 932	99 248 905
Driftsresultat		1 202 842	88 734
Finansposter			
Finansinntekter	6	1 046 666	982 340
Finanskostnader	6	98 227	88 734
Netto finansposter		948 439	893 606
Statens pensjonsfond Norge			
Årsresultat Statens pensjonsfond Norge	7a	17 812 219 576	29 319 031 435
Endring i verdien til statens kapitalinnskudd	7a	-17 812 219 576	-29 319 031 435
Sum Statens pensjonsfond Norge		0	0
Statens obligasjonsfond			
Årsresultat Statens obligasjonsfond	7b	668 829 733	606 806 573
Endring i verdien til statens kapitalinnskudd	7b	-668 829 733	-606 806 573
Sum Statens obligasjonsfond		0	0
Resultat		2 151 281	982 340
Resultatdisponering			
Resultat	13	2 151 281	982 340
Disponering av årets resultat:			
Utbytte til staten		1 200 000	
Overførsel annen egenkapital		951 281	982 340

BALANSE PER 31.12

	Noter	2010	2009
Eiendeler			
Anleggsmidler			
Varige driftsmidler			
IT-utstyr	8	3 739 509	2 906 783
IT-programvare	8	1 212 318	1 737 465
Inventar etc.	8	2 682 335	2 953 490
Sum varige driftsmidler		7 634 162	7 597 738
Sum anleggsmidler		7 634 162	7 597 738
Omløpsmidler			
Fordringer	9	1 012 938	1 585 635
Fordringer Statens pensjonsfond Norge	9	4 875 774	8 062 538
Fordringer Statens obligasjonsfond	9	1 000 000	0
Bankinnskudd, kontanter og lignende	12	45 170 542	42 652 932
Plasseringer for Statens pensjonsfond Norge	7a	134 882 142 712	117 069 923 805
Plasseringer for Statens obligasjonsfond	7b	51 275 636 305	50 606 806 573
Sum omløpsmidler		186 209 838 271	167 729 031 483
Sum eiendeler		186 217 472 433	167 736 629 221
Egenkapital og gjeld			
Egenkapital			
Egenkapital	13	35 000 000	35 000 000
Annen innskutt egenkapital	13	2 701 223	2 701 223
Sum innskutt kapital		37 701 223	37 701 223
Annen egenkapital	13	-11 461 298	-12 412 578
Sum opptjent egenkapital		-11 461 298	-12 412 578
Sum egenkapital		26 239 925	25 288 645
Gjeld			
Avsetning for forpliktelser			
Pensjonsforpliktelser	11	19 921 926	19 123 241
Sum avsetning for forpliktelser		19 921 926	19 123 241
Kortsiktig gjeld			
Innskudd konto Statens pensjonsfond Norge	7a	134 882 142 712	117 069 923 805
Innskudd konto Statens obligasjonsfond	7b	51 275 636 305	50 606 806 573
Leverandørgjeld		4 507 684	2 361 572
Gjeld Statens pensjonsfond Norge		0	5 028 821
Skyldige offentlige avgifter		4 117 397	2 523 403
Avsatt utbytte		1 200 000	0
Annen kortsiktig gjeld	10	3 706 484	5 573 161
Sum kortsiktig gjeld		186 171 310 582	167 692 217 335
Sum gjeld		186 191 232 508	167 711 340 576
Sum egenkapital og gjeld		186 217 472 433	167 736 629 221

Oslo, 10. mars 2011

Erik Keiserud
styrets lederMai-Lill Ibsen
styrets nestleder

Marianne Hansen

Anne Gine Hestetun

Norvald Mo

Ingvild Myhre

Arne Skauge

Reidar Viken

Tor Mikkell Wara

Bjarne Anderson
ansattevalgt styremedlemOlaug Svarva
administrerende direktør

KONTANTSTRØMOPPSTILLING

Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	2010	2009
Årsresultat	2 151 281	982 340
Ordinære avskrivninger	3 070 314	2 183 968
Forskjellen mellom kostnadsført pensjon og inn-/utbetalinger	798 685	2 475 048
Endring i kundefordringer	2 186 764	633 540
Endring leverandørgjeld	2 146 112	-5 476 719
Endring i andre tidsavgrensningsposter	-4 728 808	7 875 467
Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	5 624 348	8 673 644
Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter		
Utbetaling ved kjøp av varige driftsmidler	-3 106 738	-4 709 799
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-3 106 738	-4 709 799
Netto endring i bankinnskudd og kontanter	2 517 610	3 963 845
Beholdning av bankinnskudd og kontanter 01.01	42 652 932	38 689 087
Beholdning av bankinnskudd og kontanter 31.12	45 170 542	42 652 932

NOTE 1 – REGNSKAPSPRINSIPPER

Generelt

Folketrygdfondet er underlagt lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet. Folketrygdfondets regnskap er avlagt i henhold til lov av 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v., tilhørende forskrifter og god regnskapsskikk i Norge og Forskrift 10. november 2008 nr. 1264 om årsregnskap m.m. for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond Norge.

Statens pensjonsfond Norge

Statens pensjonsfond Norge forvaltes av Folketrygdfondet i eget navn på vegne av Finansdepartementet i henhold til retningslinjer gitt for forvaltningen. Den forvaltede portefølje tilsvarer det til enhver tid innestående beløp på Statens pensjonsfond Norges konto i Folketrygdfondet, herunder Statens pensjonsfond Norges forvaltningsresultat etter fradrag for godtgjørelse til Folketrygdfondet. Folketrygdfondet bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i fondet. Plasseringer for Statens pensjonsfond Norge presenteres netto på egen linje som en eiendel, mens Statens pensjonsfond Norges konto presenteres som tilsvarende forpliktelse til Finansdepartementet. For regnskapsprinsippene som brukes i Statens pensjonsfond Norge henvises til regnskapet til Statens pensjonsfond Norge.

Statens obligasjonsfond

Statens obligasjonsfond forvaltes av Folketrygdfondet i eget navn på vegne av Finansdepartementet i henhold til retningslinjer gitt for forvaltningen. Den forvaltede portefølje tilsvarer det til enhver tid innestående beløp på Statens obligasjonsfonds konto i Folketrygdfondet, herunder Statens obligasjonsfonds forvaltningsresultat etter fradrag for godtgjørelse til Folketrygdfondet. Folketrygdfondet bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i fondet. Plasseringer for Statens obligasjonsfond presenteres netto på egen linje som en eiendel, mens Statens obligasjonsfonds konto presenteres som tilsvarende forpliktelse til Finansdepartementet. For regnskapsprinsippene som brukes i Statens obligasjonsfond henvises til regnskapet til Statens obligasjonsfond.

Inntekter

Inntekter regnskapsføres når de er opptjent.

Folketrygdfondets inntekter består av godtgjørelse for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, og følger av inngåtte forvalteravtaler med Finansdepartementet. Godtgjøringen skal dekke de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av fondene og inntektsføres i takt med påløpte kostnader.

Kostnader

Kostnader blir bokført når de påløper.

Valuta

Balansposter omregnes til gjeldende valutakurs på balansedagen, mens resultatposter omregnes etter valutakurser på transaksjonstidspunktet.

Skatt

Folketrygdfondet, herunder Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, er ikke skattepliktig for sin virksomhet i Norge.

Varige driftsmidler

Varige driftsmidler balanseføres og avskrives lineært over driftsmidlets forventede levetid. Direkte vedlikehold av driftsmidler kostnadsføres løpende under driftskostnader, mens påkostninger eller forbedringer tillegges driftsmidlets kostpris og avskrives i takt med driftsmidlet. Deres gjenvinnbart beløp av driftsmiddelet er lavere enn balanseført verdi foretas nedskrivning til gjenvinnbart beløp. Gjenvinnbart beløp er det høyeste av netto salgsverdi og verdi i bruk. Verdi i bruk er nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som eiendelen forventes å generere.

Kontormaskiner, inventar og utstyr blir aktivert til anskaffelseskost hvis de har en forventet levetid over 2 år og en kostpris på mer enn 15 000,-, og føres i balansen til anskaffelseskost fratrukket akkumulerte avskrivninger og eventuelt tap ved verdifall. Avskrivninger beregnes lineært over estimert utnyttbar levetid. Estimert økonomisk levetid er som følger: kontormaskiner og utstyr = 3 år, inventar = 5 år.

Fordringer

Kundefordringer og andre fordringer er oppført i balansen til pålydende etter fradrag for avsetning til forventet tap. Avsetning til tap gjøres på grunnlag av individuelle vurderinger av de enkelte fordringene. I tillegg gjøres det for øvrige kundefordringer en avsetning for å dekke antatt tap på krav.

Pensjoner

Folketrygdfondet har pensjonsordning i Statens Pensjonskasse (SPK) som gir alle ansatte rett til avtalte framtidige pensjonsytelser (ytelsesbasert). Pensjonskostnader og pensjonsforpliktelser beregnes etter lineær opptjening basert på forutsetninger om diskonteringsrente, framtidig regulering av lønn, pensjoner og ytelser fra folketrygden, samt aktuariemessige forutsetninger om dødelighet, frivillig avgang, osv. Netto pensjonskostnad, som er brutto pensjonskostnad fratrukket estimert avkastning på pensjonsmidlene, klassifiseres som ordinær driftskostnad sammen med lønnskostnad m.m.

Pensjonsmidler er fratrukket brutto pensjonsforpliktelser i balansen. Pensjonsordningen i SPK er ikke fondsbasert, men det blir simulert en forvaltning av fondsmidler (såkalt fiktivt fond) som om midlene var plassert i langsiktige statsobligasjoner. Avkastningen fra pensjonsmidlene reinvesteres i det fiktive fondet til en avkastning som er i takt med utviklingen i statsobligasjonsrenten. Ytelsesbaserte pensjonsordninger, vurderes til nåverdien av de fremtidige pensjonsytelser som regnskapsmessig anses opptjent på balansedagen. Pensjonsmidler vurderes til virkelig verdi.

Endring i ytelsesbaserte pensjonsforpliktelser som skyldes endringer i pensjonsplaner, fordeles over antatt gjennomsnittlig gjenværende opptjeningstid.

Akkumulert virkning av estimatendringer og endringer i finansielle og aktuarielle forutsetninger (aktuarielle gevinster og tap) under 10 % av det som er størst av pensjonsforpliktelsene og pensjonsmidlene ved begynnelsen av året innregnes ikke. Når den akkumulerte virkningen er over 10 %-grensen ved årets begynnelse, resultatføres det overskytende over antatt gjennomsnittlig gjenværende opptjeningstid. Periodens netto pensjonskostnad klassifiseres som lønns- og personalkostnader.

Avsatt utbytte

Foreslått utbytte regnskapsføres som kortsiktig gjeld frem til utbetalingstidspunktet.

Kontantstrømoppstilling

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet etter den indirekte metode. Kontanter og kontantekvivalenter omfatter kontanter, bankinnskudd og andre kortsiktige, likvide plasseringer.

NOTE 2 – ET SÆRLOVSELSKAP

Folketrygdfondet ble etablert som særlovsselskap per 1. januar 2008 og er regnskapspliktig etter regnskapsloven og bokføringspliktig etter bokføringsloven. Med hjemmel i lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet § 12, har Finansdepartementet også fastsatt forskrift 10. november 2008 nr. 1264 om årsregnskap m.m for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond Norge.

NOTE 3 – FORVALTNINGSHONORAR

Folketrygdfondets inntekter består av godtgjørelse for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, og følger av forvaltningsavtale inngått 4. januar 2010. Godtgjørelsen skal dekke de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av fondene, og inntektsføres i takt med påløpte kostnader.

Forvaltningshonoraret er på kroner 100 875 774 i 2010. Honoraret fordeles seg på Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond med henholdsvis kroner 90 875 774 og kroner 10 000 000.

NOTE 4 – LØNNSKOSTNADER

	2010	2009
Godtgjørelse til styret	1 293 833	1 225 499
Lønn	35 597 585	29 887 562
Arbeidsgiveravgift	5 833 346	4 912 241
Pensjonskostnader	5 391 922	6 132 400
Ansattes andel av pensjonspremie, 2 prosent	-606 532	-496 166
Andre lønnsrelaterte ytelser	1 127 505	660 944
Sum	48 637 659	42 322 480
Antall årsverk	42	42

Ytelser til ledende personer	Lønn	Pensjons- utgifter	Annen godtgjørelse	Honorarer	Sum
Olaug Svarva, administrerende direktør	1 865 652	117 368	32 768		2 015 788
Lars Tronsgaard, viseadministrerende direktør	1 456 555	117 368	24 600		1 598 523
Nils Bastiansen, direktør aksjer	1 334 011	117 368	34 905		1 486 284
Jørn Nilsen, direktør forvaltningsstøtte	1 263 330	117 368	29 707		1 410 405
Erik Keiserud, styrets leder				275 000	275 000
Mai-Lill Ibsen, styrets nestleder				165 000	165 000
Sum	5 919 548	469 472	121 980	440 000	6 951 000

Styremedlemmene har en godtgjørelse for tiden på kroner 95 000 per år. For varamedlemmer er beløpet kroner 24 000. I tillegg får de kroner 2 000 per deltakende møte.

Adm. direktør har rett til etterlønn tilsvarende 12 måneders pensjongivende lønn regnet fra oppsigelsestidens utløp dersom adm. direktør sies opp eller selv sier opp etter avtale med styret. Etterlønnen fastsettes til 18 måneders pensjongivende lønn regnet fra oppsigelsestidens utløp dersom oppsigelsestiden utløper etter fylte 62 år. Den pensjongivende lønnens størrelse på oppsigelsestidspunktet legges til grunn. Det knyttes ikke feriepenger og pensjonsrettigheter til etterlønnen. Til fradrag i etterlønnen går enhver inntekt vunnet ved arbeid, herunder honorarer for tjenesteyting, utførelse av verv etc., i etterlønsperioden.

Adm. direktør er tilsluttet Statens pensjonskasse med de rettigheter som gjelder for medlemmene i Statens pensjonskasse. Alderspensionen fra Statens pensjonskasse blir samordnet med alderspensionen fra Folketrygden og dekker 66 prosent av lønnen ved fylte 65 år, begrenset oppad til 12G.

Det var ingen avtale om opsjoner eller resultatbasert lønn mellom selskapet og dets ledelse gjeldende for 2010. For 2011 er det inngått avtale om resultatbasert lønn innenfor bestemmelsene i Forskrift 1. desember 2010 nr. 1507 om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond med ansatte i Folketrygdfondet. Det er ingen avtale mellom styrets leder og eier utover honoraret.

NOTE 5 – ANDRE DRIFTSKOSTNADER

	2010	2009
Systemkostnader	15 909 647	16 335 601
Depotkostnader	4 831 215	3 212 138
Konsulentbistand	10 826 393	18 492 413
Andre kostnader	16 397 704	16 702 305
Sum	47 964 959	54 742 457

Kostnadsført godtgjørelse til revisor fordeler seg slik:

Lovpålagt revisjon	527 500	661 385
Andre attestasjonstjenester	60 056	131 333
Annen bistand	250 000	31 250
Sum godtgjørelse til revisor inkl. merverdiavgift	837 556	823 968

I 2010 har Folketrygdfondet fortsatt arbeidet med gjennomføringen av et betydelig ressurs- og systemmessig løft for å kunne tilfredsstille de krav som settes til forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond fra eiers side. Dette har medført omfattende bruk av konsulentbistand samt investeringer knyttet til IT-infrastruktur.

NOTE 6 – FINANSINTEKTER OG FINANSKOSTNADER

	2010	2009
Finansinntekter		
Renteinntekter	1 038 130	982 340
Andre finansinntekter	8 536	0
Sum finansinntekter	1 046 666	982 340
Finanskostnader		
Rentekostnader	268	0
Gebyrer	97 959	88 735
Sum finanskostnader	98 227	88 735
Sum netto finansposter	948 439	893 605

Renteinntekter består av renter opptjent på bankinnskudd.

NOTE 7 a – STATENS PENSJONSFOND NORGE

Statens pensjonsfond Norge forvaltes av Folketrygdfondet i eget navn på vegne av Finansdepartementet. Den forvaltede portefølje tilsvarer det til enhver tid innestående beløp på Statens pensjonsfond Norges konto i Folketrygdfondet, herunder Statens pensjonsfond Norges forvaltningsresultat etter fradrag for godtgjørelse til Folketrygdfondet. Folketrygdfondet bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i Statens pensjonsfond Norge.

Statens pensjonsfond Norges resultat er presentert som en inntektspost (17 812 219 576) og en tilsvarende kostnadspost (-17 812 219 576) i resultatregnskapet til Folketrygdfondet.

Plasseringer for Statens pensjonsfond Norge er presentert som en eiendel (134 882 142 712) med en tilsvarende gjeldspost (-134 882 142 712) i balansen til Folketrygdfondet.

Det vises til eget regnskap for Statens pensjonsfond Norge for utfyllende informasjon.

NOTE 7 b – STATENS OBLIGASJONSFOND

Statens obligasjonsfond forvaltes av Folketrygdfondet i eget navn på vegne av Finansdepartementet. Den forvaltede portefølje tilsvarer det til enhver tid innestående beløp på Statens obligasjonsfonds konto i Folketrygdfondet, herunder Statens obligasjonsfonds forvaltningsresultat etter fradrag for godtgjørelse til Folketrygdfondet. Folketrygdfondet bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i Obligasjonsfondet.

Statens obligasjonsfonds resultat er presentert som en inntektspost (668 829 733) og en tilsvarende kostnadspost (-668 829 733) i resultatregnskapet til Folketrygdfondet.

Plasseringer for Statens obligasjonsfond er presentert som en eiendel (51 275 636 305) med en tilsvarende gjeldspost (-51 275 636 305) i balansen til Folketrygdfondet.

Det vises til eget regnskap for Statens obligasjonsfond for utfyllende informasjon.

NOTE 8 – VARIGE DRIFTSMIDLER

	<i>Inventar etc.</i>	<i>IT-utstyr</i>	<i>IT-programvare</i>	<i>Sum</i>
Anskaffelseskost per 01.01.10	3 533 639	4 940 207	2 893 181	11 367 027
Årets tilgang	22 069	2 725 987	364 833	3 112 889
Årets avgang	6 152	0	0	6 152
Anskaffelseskost per 31.12.10	3 549 556	7 666 194	3 258 014	14 473 764
Akkumulerte avskrivninger per 01.01.10	580 149	2 033 424	1 155 716	3 769 289
Årets avskrivninger	287 072	1 893 261	889 980	3 070 313
Akkumulerte avskrivninger per 31.12.10	867 221	3 926 685	2 045 696	6 839 602
Balansført verdi per 31.12.10	2 682 335	3 739 509	1 212 318	7 634 162

Det benyttes lineære avskrivninger. Inventar avskrives over 5 år, IT-utstyr og IT-programvare avskrives over 3 år.

NOTE 9 – FORDRINGER

	2010	2009
Utestående forvaltningshonorar	5 875 774	8 062 538
Andre fordringer	1 012 938	1 585 634
Sum fordringer	6 888 712	9 648 172

Forvaltningshonorar forfaller til betaling innen et år. Andre fordringer er periodiseringer av forskuddsbetalinger.

NOTE 10 – ANNEN KORTSIKTIG GJELD

	2010	2009
Påløpte feriepenger	3 574 659	3 263 579
Annen gjeld	131 827	2 309 582
Sum fordringer	3 706 486	5 573 161

NOTE 11 – PENSJONER**Obligatorisk tjenestepensjon**

Folketrygdfondet er pliktig til å ha tjenestepensjonsordning etter lov om obligatorisk tjenestepensjon, og har pensjonsordning som tilfredsstiller kravene i loven.

Selskapet har i tillegg pensjonsordninger som omfatter i alt 42 personer. Ordningene gir rett til definerte fremtidige ytelser. Disse er i hovedsak avhengig av antall opptjeningsår, lønnsnivå ved oppnådd pensjonsalder og størrelsen på ytelsene fra folketrygden. Forpliktelsene er dekket gjennom Statens Pensjonskasse.

<i>Finansiell status 31.12.09</i>	2010	2009
Pensjonsforpliktelse	46 307 162	29 862 499
Verdi av pensjonsmidler	-22 628 879	-19 946 089
Utsatt tap/gevinst	-7 893 680	5 333 569
Utsatt planendring	0	0
Netto p. forpliktelse før arb.g.avg.	15 784 603	15 249 979
Arbeidsgiveravgift	3 338 638	1 398 214
Netto p. forpliktelse etter arb.g.avg.	19 123 241	16 648 193

<i>Finansiell status 01.01.10</i>	2010	2009
Pensjonsforpliktelse	46 307 162	30 766 639
Verdi av pensjonsmidler	-21 749 057	-18 363 425
Utsatt tap/gevinst	-8 897 557	2 496 125
Utsatt planendring	0	0
Netto p. forpliktelse før arb.g.avg.	15 660 548	14 899 339
Arbeidsgiveravgift	3 462 693	1 748 854
Netto p. forpliktelse etter arb.g.avg.	19 123 241	16 648 193
Planendringseffekt	-4 272 357	
Netto p. forpliktelse etter arb.g.avg.	14 850 884	16 648 193

Pensjonskostnad i 2010

Årets pensjonsopptjening	7 626 066	4 909 976
Rentekostnad	2 493 582	1 777 248
Avkastning	-1 364 140	-1 155 274
Amort. planendring	0	0
Amort.tap/(gevinst)	359 166	-4 227
Netto p. kostnad før arb.g.avg.	9 114 674	5 527 723
Arbeidsgiveravgift	1 149 006	710 045
Medlemstilskudd	-606 532	-496 166
Planendringseffekt	-4 272 357	
Netto p. kostnad etter arb.g.avg.	5 384 791	5 741 602

Pensjonsgrunnlag	28 148 458	20 520 430
Kostnad som prosent av p. grunnlag	19,13 %	27,98 %

Finansiell status 31.12.10

Pensjonsforpliktelse	50 625 368	46 307 162
Verdi av pensjonsmidler	-27 479 653	-22 628 879
Utsatt tap/gevinst	-6 487 335	-7 893 680
Utsatt planendring	0	0
Netto p. forpliktelse før arb.g.avg.	16 658 380	15 784 603
Arbeidsgiveravgift	3 263 546	3 338 638
Netto p. forpliktelse etter arb.g.avg.	19 921 926	19 123 241

Bevegelse i året

Netto p. forpliktelse IB	19 123 241	16 648 193
Korrigerings mot EK IB	0	0
Korrigerings mot EK UB	0	0
Netto pensjonskostnad	5 384 791	5 741 602
Curtailment/Settlement	0	0
Foretakets tilskudd	-5 192 638	-3 762 720
Medlemstilskudd	606 532	496 166
Utbetalinger over drift	0	0
Netto p. forpliktelse 31.12.10	19 921 926	19 123 241

Økonomiske forutsetninger

	2010	2009
Diskonteringsssats:	4,60 %	5,40 %
Avkastning:	5,40 %	5,70 %
Lønnsregulering:	4,00 %	4,50 %
G-regulering:	3,75 %	4,25 %
Pensjonsregulering:	3,00 %	4,25 %
Arbeidsgiveravgift	14,10 %	14,10 %

De aktuariemessige forutsetningene er basert på vanlige benyttede forutsetninger innen forsikring når det gjelder demografiske faktorer.

Pensjonsforpliktelser vurderes til nåverdien av de fremtidige pensjonsytelser som er opptjent på balansedagen, og beregnes på basis av forutsetninger om diskonteringsrente, forventet fremtidig lønnsvekst og pensjonsregulering. Pensjonsmidler vurderes til markedsverdi. Netto pensjonskostnad inngår i posten lønnskostnader.

NOTE 12 – BANKINNSKUDD, KONTANTER OG LIGNEDE

Av Folketrygdfondets bankinnskudd er kroner 2 007 192 knyttet til bundne skattemidler.

NOTE 13 – EGENKAPITAL

	<i>Egenkapital</i>	<i>Annen innskutt egenkapital</i>	<i>Annen egenkapital</i>	<i>Sum egenkapital</i>
Egenkapital per 01.01.10	35 000 000	2 701 223	-12 412 579	25 288 644
Årets resultat			2 151 281	2 151 281
Utbytte			-1 200 000	-1 200 000
Egenkapital per 31.12.10	35 000 000	2 701 223	-11 461 298	26 239 925

NOTE 14 – HENDELSER ETTER BALANSEDAGEN OG BETINGEDE UTFALL

Det har ikke inntruffet hendelser etter balansedagen som har effekt på selskapets finansielle stilling per 31.12.10. Folketrygdfondet er for øvrig ikke part i rettsvister eller lignende som har betydning for selskapets finansielle stilling per 31.12.10.

Krav om tilbakebetaling av kildeskatt

EU-domstolen fastslo i en prinsippavgjørelse sommeren 2009 at det vil være i strid med prinsippet om fri flyt av kapital/fri etableringsrett å ilegge et utenlandsk selskap kildeskatt når et sammenlignbart nasjonalt selskap ikke skattlegges tilsvarende. Folketrygdfondet har på denne bakgrunn fremsatt krav overfor henholdsvis danske, finske og svenske skattemyndigheter om tilbakebetaling av uriktig betalt kildeskatt, med om lag 200 mill. kroner. Grunnlaget for kravet er at sammenlignbare fond som Folketrygdfondet i de nevnte land ikke ilegges skatt tilsvarende kildeskatt. Tilbakebetalingskravene gjelder perioden 2003-2009 avhengig av hva som antas å føre frem i det enkelte land i forhold til foreldelsesfrister. Kravene ble fremsatt før nyttår 2009.

I løpet av 2010 har svenske skattemyndigheter avvist Folketrygdfondets tilbakesøkningskrav. Avvisningen er klaget inn for Förvaltningsrätten som er første rettsinstans. Folketrygdfondet har anmodet om at saken stanses i påvente av at en tilsvarende sak avgjøres i det svenske rettsystemet, og vil vurdere videre oppfølging etter at avgjørelsen i den tilsvarende saken foreligger.

Tilsvarende er krav om tilbakebetaling av kildeskatt avvist av finske skattemyndigheter. Folketrygdfondet vil anmode om at det avgis en forhåndsuttalelse fra Sentralskattenemnden i Finland, da det antas at en slik fremgangsmåte vil være tidsbesparende i forhold til den ordinære saksgang i rettsystemet. Forhåndsuttalelsen kan klages direkte inn for Högsta förvaltningsdomstolen både av skattemyndigheten og Folketrygdfondet.

I Danmark har Folketrygdfondet fått medhold i sitt krav om tilbakebetaling av kildeskatt for perioden 2003 – 2009. Samlet tilbakebetalt kildeskatt er på 26,7 millioner kroner som er inntektsført i Statens pensjonsfond Norge som tilbakebetalt kildeskatt.

NOTE 15 – TRANSAKSJONER MED NÆRSTÅENDE PARTER

Folketrygdfondet er et særlovselskap heleid av staten v/Finansdepartementet. Folketrygdfondet gjennomfører alle transaksjoner i eget navn og til markedspriser. I første rekke omfatter dette transaksjoner vedrørende aksjer, obligasjoner, sertifikater, bankinnskudd og derivattransaksjoner. Dette gjelder også transaksjoner med og i selskaper med betydelig statlig eierskap.

Det er i 2010 ikke foretatt transaksjoner mellom Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond.



Til Finansdepartementet

Statsautoriserte revisorer
Ernst & Young AS

Christian Frederiks pl. 6, NO-0154 Oslo
Oslo Atrium, P.O. Box 20, NO-0051 Oslo

Foretaksregisteret: NO 976 389 387 MVA

Tlf.: +47 24 00 24 00

Fax: +47 24 00 24 01

www.ey.no

Medlemmer av Den norske Revisorforening

REVISORS BERETNING

Uttalelse om årsregnskapet

Vi har revidert årsregnskapet for Folketrygdfondet, som består av balanse per 31. desember 2010, resultatregnskap og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

Styrets og daglig leders ansvar for årsregnskapet

Styret og daglig leder er ansvarlig for å utarbeide årsregnskapet og for at det gir et rettviseende bilde i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge, og for slik intern kontroll som styret og daglig leder finner nødvendig for å muliggjøre utarbeidelsen av et årsregnskap som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil.

Revisors oppgaver og plikter

Vår oppgave er å gi uttrykk for en mening om dette årsregnskapet på bakgrunn av vår revisjon. Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder International Standards on Auditing. Revisjonsstandardene krever at vi etterlever etiske krav og planlegger og gjennomfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon.

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i årsregnskapet. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at årsregnskapet inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for selskapets utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettviseende bilde. Formålet er å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av selskapets interne kontroll. En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimaterne utarbeidet av ledelsen er rimelige, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av årsregnskapet.

Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

Konklusjon

Etter vår mening er årsregnskapet for Folketrygdfondet avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av selskapets finansielle stilling per 31. desember 2010 og av dets resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge.

Uttalelse om øvrige forhold*Konklusjon om årsberetningen*

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, mener vi at opplysningene i årsberetningen om årsregnskapet og forutsetningen om fortsatt drift er konsistente med årsregnskapet og i samsvar med lov og forskrifter.

Konklusjon om registrering og dokumentasjon

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, og kontrollhandlinger vi har funnet nødvendig i henhold til internasjonal standard for attestasjonsoppdrag (ISAE) 3000 «Attestasjonsoppdrag som ikke er revisjon eller begrenset revisjon av historisk finansiell informasjon», mener vi at styret og daglig leder har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av selskapets regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringsskikk i Norge.

Oslo, 10. mars 2011
ERNST & YOUNG AS



Eirik Tandrevold
statsautorisert revisor

RESULTATREGNSKAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Noter</i>	2010	2009
Porteføljeinntekter og porteføljekostnader	1,2		
Renteinntekter	3	2 434	2 731
Utbytte	4	2 443	2 004
Realisert gevinst/tap	5		
Aksjer		2 119	290
Renter		190	64
Valutasikringsinstrumenter		1 033	578
Renteswapper		33	48
Netto endring i urealiserte kursgevinster/kurstap	6		
Aksjer		10 277	24 319
Renter		-295	-240
Valutasikringsinstrumenter		-132	505
Renteswapper		174	-992
Andre porteføljeinntekter	7	-373	103
Porteføljeresultat		17 903	29 410
Forvaltningskostnader			
Forvaltningskostnader	8	-91	-91
Resultat Statens pensjonsfond Norge		17 812	29 319

BALANSE PER 31.12

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Noter</i>	2010	2009
Plasseringer			
Verdipapirer	1,2,11,14,15,16		
Aksjer	12,18c	87 915	73 292
Obligasjoner og sertifikater	13,18a	44 894	42 792
Valutasikringsinstrumenter og renteswapper	17,18b	590	482
Fordringer	10	472	606
Bankinnskudd	11	5 607	2 107
Sum plasseringer		139 478	119 279
Statens kapitalinnskudd			
Statens kapitalinnskudd	9	134 882	117 070
Gjeld			
Skyldig mottatt kontantsikkerhet	18d	4 024	448
Annen gjeld	10	572	1 761
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld		139 478	119 279

Oslo, 10. mars 2011


Erik Keiserud
styrets leder

Mai-Lill Ibsen
styrets nestleder

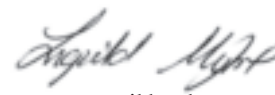

Marianne Hansen



Anne Gine Hestetun



Norvald Mo



Ingvild Myhre



Arne Skauge



Reidar Viken



Tor Mikkel Wara


Olaug Svarva
administrerende direktør

NOTE 1 – REGNSKAPSPRINSIPPER

Generelt

Statens pensjonsfond Norge er underlagt Lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond og Lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet. Fondets regnskap er ikke direkte underlagt regnskapsloven, men skal i henhold til Retningslinjer for forvaltningen av Statens Pensjonsfond Norge avlegges etter de samme prinsipper som Folketrygdfondet. Ettersom Folketrygdfondets regnskap skal avlegges i samsvar med regnskapsloven er regnskapet til Statens Pensjonsfond Norge avlagt i samsvar med de regnskapsprinsipper og vurderingsregler som følger av regnskapsloven med tilhørende forskrifter og god regnskapskikk i Norge.

Statens pensjonsfond Norges regnskap er utarbeidet i samsvar med den oppstillingsplan som følger av forskrift om årsregnskap for verdipapirfond, og Forskrift 10. november 2008 nr. 1264 om årsregnskap m.m. for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond Norge.

Inntekter

Inntekter regnskapsføres når de er opptjent.

Kostnader

Kostnader blir bokført når de påløper.

Balansføring av eiendeler og forpliktelser

Eiendeler og forpliktelser balanseføres på det tidspunktet reell kontroll over rettighetene til eiendelene oppnås og reelle forpliktelser påtas. Eiendeler føres ut av balansen på det tidspunktet reell risiko vedrørende eiendelene er overført og kontroll over rettighetene til eiendelene er bortfalt eller utløpt. Forpliktelser fjernes fra balansen når de har opphørt.

Finansielle instrumenter

Alle finansielle instrumenter, som omfatter bl.a. aksjer, obligasjoner, sertifikater og derivater, vurderes til virkelig verdi. Verdiendringer føres over resultatet.

I Forskrift 7. november 2008 nr. 1228 om forvaltningen av Statens Pensjonsfond er det nærmere spesifisert hvilket investeringsunivers det kan plasseres i og i henhold til hvilken fordeling.

Fastsettelse av virkelig verdi

Aksjeplasseringer vurderes til kurs mottatt fra indeksleverandør. Utbytte på aksjer mv. inntektsføres den dato underliggende papir noteres eksklusiv utbytte på børsen.

Obligasjonsplasseringer vurderes til kurs mottatt fra indeksleverandør. For plasseringer hvor slik kurs ikke foreligger brukes annen tilgjengelig kurs eller kurs basert på swaprenter og kredittpåslag. Renter på fremmedkapitalplasseringer inntektsføres etter hvert som de påløper.

Finansielle derivater benyttes til styring av verdipapirporteføljenes risikoeksponering. Dersom noterte markedspriser ikke er tilgjengelige, beregnes virkelig verdi på grunnlag av anerkjente, matematiske modeller.

Valuta

Balanseposter omregnes til gjeldende valutakurs på balansedagen, mens resultatposter omregnes etter valutakurser på transaksjonstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost og behandling av transaksjonskostnader

Ved salg av verdipapirer beregnes gevinst som salgssum fratrukket kurtasje og gjennomsnittlig kostpris på det solgte verdipapir. Kurtasje til megler ved anskaffelse av verdipapirer er inkludert i verdipapirenes kostpris.

Utlån av verdipapirer

Ved utlån av verdipapirer foretas en konkret vurdering av hvorvidt all vesentlig risiko er gått over på motpart slik at fraregning skal skje. Normalt forplikter innlåner å kompensere Folketrygdfondet for ulike hendelser tilknyttet verdipapirene, som utbytte, tegningsrettigheter med mer, og i slike tilfeller fraregnes ikke utlånte verdipapirer.

Gjenkjøpsavtaler (Repo)

Ved gjenkjøpsavtaler vil kriteriene for fraregning av verdipapiret ikke være oppfylt, og verdipapiret tas ikke ut av balansen ved inngåelse av gjenkjøpsavtalen. I avtaleperioden regnskapsføres det etter de ordinære regnskapsregler for verdipapirer. Mottatt innskudd regnskapsføres i avtaleperioden som en eiendel og som en forpliktelse.

Garantiprovisjon

Garantiprovisjon i forbindelse med deltakelse i garantikonsortier inntektsføres i sin helhet ved inngåelse av garantiavtale mot konto for garantistillelse.

Sikkerhetsstillelse

Mottatt kontantsikkerhet som ikke er juridisk atskilt fra andre kontanter balanseføres som eiendel med en tilsvarende motpost som forpliktelse overfor avhenderen av sikkerheten. Mottatt kontantsikkerhet som er juridisk atskilt balanseføres ikke. Mottatt sikkerhet i form av gjeldspapirer balanseføres dersom sikkerheten selges, stilles som sikkerhet overfor andre motparter eller dersom motparten misligholder vilkårene i den underliggende kontrakten. Sikkerhet stilt overfor motparter føres ut av balansen etter samme prinsipper som mottatt sikkerhet. Dersom motparten av sikkerheten har rett til å selge sikkerheten eller stille den som sikkerhet på nytt, omklassifiseres eiendelen i balansen som en utlånt eiendel atskilt fra andre eiendeler.

Kapital

Statens pensjonsfond Norges kapitalinnskudd består av innbetalt kapital samt akkumulert resultat.

Skatt

Folketrygdfondet, herunder Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, er ikke skattepliktig for sin virksomhet i Norge.

Trukket kildeskatt på utbetalt dividende og kupongrente i utenlandske markeder bokføres som reduksjon i aktuell inntekt. Dersom kildeskatten kan kreves tilbakebetalt, vises dette som en fordring fram til tilbakebetaling finner sted.

NOTE 2 – ESTIMATUSIKKERHET

Bruk av estimater ved utarbeidelsen av årsregnskapet

Utarbeidelse av regnskapsrapporteringen for SPN innebærer bruk av estimater og vurderinger som påvirker regnskapsførte eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Estimater og skjønsmessige vurderinger vurderes løpende og er basert på historisk erfaring og forventning til fremtidige hendelser som vurderes sannsynlig på tidspunktet for avleggelsen av regnskapet. Estimaterne er basert på beste skjønn og vil kunne avvike fra endelig utfall.

Året 2010 har vært et vesentlig roligere år i finansmarkedene enn de to foregående årene. Likevel har året vært preget av uro og bekymring rundt mange lands stadig voksende statsgjeld. Oslo Børs steg med 18,35 prosent og kredittspreader (forskjell mellom renten på selskapsobligasjoner og statsobligasjoner) holdt seg på om lag samme nivå som

ved inngangen til året. Likviditeten i obligasjonsmarkedet har gradvis bedret seg gjennom 2010 og usikkerheten rundt prising av verdipapirer er mindre enn ved utgangen av 2008 og 2009. Usikkerheten knyttet til prisingen av verdipapirer som ikke er jevnlig omsatt på børs må likevel anses som betydelig.

Det fremgår av regnskapsprinsippene i note 1 at finansielle instrumenter verdsettes til virkelig verdi. I verdsettelsen har Folketrygdfondet lagt til grunn et verddivurderingshierarki hvor kildene til virkelig verdi er:

1. Omsatt verdi over børs eller observerbare kurser med god likviditet.
2. Verdsettelse på grunnlag av observerbar pris fra eksterne priskilder.
3. Verdsettelse på grunnlag av en eller flere ikke observerbare kilder (modellbasert prising).

Aksjer og obligasjoner, beløp i millioner kroner

	Total	Norske aksjer	Nordiske aksjer	Norske renter	Nordiske renter
Børskurs / observerbar pris (vurderingshierarki 1)	93 689	75 709	12 206	3 958	1 816
Barclays Capital (vurderingshierarki 2)	8 789			5 177	3 612
Andre observerbare kurser (vurderingshierarki 2)	4 024			2 982	1 042
Modellbasert prising (vurderingshierarki 3)	26 307			26 307	
Totalt	132 809	75 709	12 206	38 424	6 470

Aksjer og obligasjoner, markedsjustert andel av prisingskilder

	Total	Norske aksjer	Nordiske aksjer	Norske renter	Nordiske renter
Børskurs / observerbar pris (vurderingshierarki 1)	70,5 %	100,0 %	100,0 %	10,3 %	28,1 %
Barclays Capital (vurderingshierarki 2)	6,6 %	0,0 %	0,0 %	13,5 %	55,8 %
Andre observerbare kurser (vurderingshierarki 2)	3,0 %	0,0 %	0,0 %	7,7 %	16,1 %
Modellbasert prising (vurderingshierarki 3)	19,8 %	0,0 %	0,0 %	68,5 %	0,0 %
Totalt	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Aksjer og obligasjoner, prisingskilder fordelt etter antall aksjer/papirer i antall

	Total	Norske aksjer	Nordiske aksjer	Norske renter	Nordiske renter
Børskurs / observerbar pris (vurderingshierarki 1)	173	53	102	3	15
Barclays Capital (vurderingshierarki 2)	98			17	81
Andre observerbare kurser (vurderingshierarki 2)	54			23	31
Modellbasert prising (vurderingshierarki 3)	259			259	
Totalt	584	53	102	302	127

Det er i verddivurderingshierarkiet lagt vekt på å følge prisingen fra de ulike referanseportefølleleverandørene for verdipapirer som også inngår i porteføljen, for å unngå forskjeller i verdsettelse mellom porteføljen og referanseporteføljen. Kildene til omsatt verdi for aksjer er de kursene som referanseportefølleleverandørene har hentet inn fra børsene. For obligasjoner benytter indeksleverandøren banker som sine kilder til kur-

ser og kursene gir uttrykk for kjøpskurser. Statsobligasjoner anses som papirer med god likviditet og er plassert i vurderingshierarki 1. Priser fra referanseportefølleleverandørene (Oslo Børs, Nasdaq OMX og Barclays Capital) hentes inn direkte fra kilden, mens andre kurser leses inn fra databasen til informasjonssystemet Bloomberg. All slik innlesning skjer automatisk. For aksjer har indeksleverandørene benyttet et regelverk

som tilsier at i tilfeller hvor siste omsetning er utenfor gjenstående kjøp-salgsspread, benyttes kjøps- eller salgskurs avhengig av om siste omsetning er hhv under eller over gjenstående kjøp-salgsspread.

For de instrumenter der det ikke finnes kurs i henhold til hierarkiene 1 og 2, foretas en modellbasert prising. I all hovedsak gjelder dette for norske obligasjoner. Modellprisingen følger anerkjente prisingsmodeller. Modellen er etterprøvbare (dvs. arbeidet dokumenteres og kildene tas vare på).

Lån er priset ved at kontantstrømmer er neddiskontert med en rentesats som tar utgangspunkt i swaprente pluss et kredittpåslag for hver utsteder. Input fra Verdipapirfondenes Forening, meglerhus, kjente omsetninger og prising fra andre kilder lengre opp i verddivurderingshierarkiet er benyttet som grunnlag for estimert kredittpåslag. 86 prosent av papirene som havner i dette verddivurderingshierarkiet er basert på kredittspreader fra Verdipapirfondenes Forening. I tillegg er de årlige ligningskursene som Norges Fondsmeglerforbund utarbeider en god kilde til dette arbeidet. Det er erfaringsmessig ikke store forskjeller mellom verdsettelsen til ligningskurs og det anslag vi etablerer før ligningskursene foreligger. Vi brukte tidligere ligningskurser som kilde for norske kredittobligasjoner. Ligningskurser ble ved avleggelse av regnskapet for 2009 vurdert som kurser på nivå 2 i vurderingshierarkiet over. Endringen innebærer en migrasjon fra nivå 2 til nivå 3 på i alt 24 509 mill. kroner basert på verdiene per 31.12.10. Årsaken til at vi har valgt å gå bort fra bruken av ligningskurser er at ligningskursene priser enkelte utsatte kredittobligasjoner høyere enn det vi observerer at indikasjoner fra andre kilder tilsier, og at ligningskurser ikke er tilgjengelige gjennom året. Totalt ville norske obligasjoner blitt priset 15 mill. kroner høyere dersom ligningskurser hadde blitt lagt til grunn per 31.12.10.

Det er lagt vekt på at sammenlignbare utstedere grupperes, og at samme kredittpåslag kan benyttes for hele gruppen. For norske utstedere benyttes det én gruppering for stat, én for kommune, to for kraft og åtte for finans. For foretak utenfor finanssektoren brukes det i alt 67 utstederspesifikke grupperinger.

Kredittpåslagene oppdateres ukentlig der denne informasjonen er tilgjengelig. Resterende lån oppdateres månedlig, eller hyppigere ved store endringer i kredittpåslag.

Valutasikringsinstrumenter

Kontantstrømmer er neddiskontert (swapkurve, kjøps-/salgskurs hentet fra Bloomberg) i de respektive valutaer og verdsatt i NOK til valutakurs (midtkurs) 31.12.10. Valutasikringsinstrumenter er følgelig vurdert til virkelig verdi på grunnlag av observerbare priser fra eksterne kilder (verddivurderingshierarki 2).

Renteswap

Kontantstrømmer er neddiskontert (swapkurve, kjøps-/salgskurs hentet fra Bloomberg) i aktuell valuta og verdsatt i NOK til valutakurs (midtkurs) 31.12.10. Det er ikke gjort påslag for kredittrisiko mot motpart i neddiskontering. Kontantstrømmer som er i motparts favør er neddiskontert til kjøpskurs, mens beløp som er i favør av SPN er neddiskontert til salgskurs. Renteswapper er følgelig vurdert til virkelig verdi på grunnlag av observerbare priser fra eksterne kilder (verddivurderingshierarki 2). Det er Folketrygdfondets vurdering at kredittrisikoen mot våre motparter er minimal som følge av at det er etablert avtale om sikkerhetsstillelse.

NOTE 3 – RENTEINNTEKTER

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Norske renteplasseringer	1 603	1 430
Renteswap Norge – netto	552	1 050
Nordiske renteplasseringer	269	238
Andre renteinntekter	10	13
Sum	2 434	2 731

NOTE 4 – UTBYTTE

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Norske aksjeplasseringer	2 168	1 739
Nordiske aksjeplasseringer	290	308
Kildeskatt på utbytte	-42	-43
Tilbakebetalt kildeskatt	27	0
Sum	2 443	2 004

Det trekkes kildeskatt på utbytte fra aksjer i den nordiske porteføljen. Porteføljen inneholder aksjer fra Sverige, Danmark og Finland.

Andre forhold: Krav om tilbakebetaling av kildeskatt

EU-domstolen fastslo i en prinsippavgjørelse sommeren 2009 at det vil være i strid med prinsippet om fri flyt av kapital/fri etableringsrett å ilegge et utenlandsk selskap kildeskatt når et sammenlignbart nasjonalt selskap ikke skattlegges tilsvarende. Folketrygdfondet har på denne bakgrunn fremsatt krav overfor henholdsvis danske, finske og svenske skattemyndigheter om tilbakebetaling av uriktig betalt kildeskatt, med om lag 200 mill. kroner. Grunnlaget for kravet er at sammenlignbare fond som Folketrygdfondet i de nevnte land ikke ilegges skatt tilsvarende kildeskatt. Tilbakebetalingskravene gjelder perioden 2003-2009 avhengig av hva som antas å føre frem i det enkelte land i forhold til foreldelsesfrister. Kravene ble fremsatt før nyttår 2009.

I løpet av 2010 har svenske skattemyndigheter avvist Folketrygdfondets tilbakesøkningskrav. Avvisningen er klaget inn for Förvaltningsrätten som er første rettsinstans. Folketrygdfondet har anmodet om at saken stanses

i påvente av at en tilsvarende sak avgjøres i det svenske rettssystemet, og vil vurdere videre oppfølging etter at avgjørelsen i den tilsvarende saken foreligger.

Tilsvarende er krav om tilbakebetaling av kildeskatt avvist av finske skattemyndigheter. Folketrygdfondet vil anmode om at det avgis en forhåndsuttalelse fra Sentralskattenemnden i Finland, da det antas at en slik fremgangsmåte vil være tidsbesparende i forhold til en ordinær saksgang i rettssystemet. Forhåndsuttalelsen kan klages direkte inn for Högsta förvaltningsdomstolen både av skattemyndigheten og Folketrygdfondet.

I Danmark har Folketrygdfondet fått medhold i sitt krav om tilbakebetaling av kildeskatt for perioden 2003 – 2009. Samlet tilbakebetalt kildeskatt er på 26,7 millioner kroner.

NOTE 5 – REALISERT GEVINST/TAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010		2009	
Norske aksjer	2 038		691	
Nordiske aksjer	81		-401	
Sum aksjer	2 119		290	
Norske renter	115		-20	
Nordiske renter	75		84	
Sum renter	190		64	
Valutasikringsinstrumenter	1 033		578	
Renteswapper	33		48	
Sum	3 375		980	

NOTE 6 – NETTO ENDRING UREALISERTE KURSGEVINSTER/KURSTAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Markedsverdi portefølje	134 135	117 472
Historisk kost portefølje	104 433	97 794
Urealisert kursgevinst/kurstap	29 702	19 678
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	10 024	

Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap fordeler seg på:

Aksjer	10 277
Renter	-295
Valutasikringsinstrumenter	-132
Renteswapper	174
Sum	10 024

Netto endring av urealiserte kursgevinster/kurstap er endringen av urealisert kursgevinst/kurstap per 31.12.09 og 31.12.10.

NOTE 7 – ANDRE PORTEFØLJEINNTEKTER

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Garantiprovisjon	13	22
Utlån aksjer	4	0
Agio/disagio (valutainnskudd bank)	-390	81
Sum andre porteføljeinntekter	-373	103

NOTE 8 – FORVALTNINGSKOSTNADER

I **forvaltningsavtalen mellom** Folketrygdfondet og Finansdepartementet er det avtalt at de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge skal dekkes av Statens pensjonsfond Norge. For mer spesifisert oversikt over kostnadene vises til Folketrygdfondets regnskap med noter.

NOTE 9 – STATENS PENSJONSFOND NORGES KAPITAL

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Statens pensjonsfond Norges kapital 01.01	117 070	87 751
Resultat	17 812	29 319
Statens pensjonsfond Norges kapital per 31.12	134 882	117 070

Resultatet i 2010 er i sin helhet ført mot kapitalen til Statens pensjonsfond Norge.

NOTE 10 – FORDRINGER OG ANNEN GJELD

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Uoppgjorte verdipapirhandler	472	600
Refunderbar skatt	0	1
Diverse fordringer	0	5
Sum fordringer	472	606
	2010	2009
Utlån obligasjoner (Repo)	566	1 106
Uoppgjorte verdipapirhandler	1	616
Diverse gjeld	5	39
Sum annen gjeld	572	1 761

NOTE 11 – PORTEFØLJEOMRÅDER

Segmentinformasjonen under følger de internt definerte delporteføljene. Oppdelingen følger av forskriftens regulering av aktivklasser og regional fordeling. Sikkerhetsstillelse er skilt ut som eget segment som følge av at sikkerhetsstillelsen gjelder aktiviteter på tvers av de ulike aktivaklassene. Kolonnen annet viser mellomværende med Folketrygdfondet.

Beløp i millioner kroner

Porteføljeområdene i 2010

	Den norske aksjeporteføljen	Den nordiske aksjeporteføljen	Den norske renteporteføljen	Den nordiske renteporteføljen	Sikkerhetsstillelse	Annet	Statens pensjonsfond Norge
Renteinntekter	5	3	2 155	269	2		2 434
Utbytte	2 168	275					2 443
Realisert gevinst/tap	2 038	98	1 162	77			3 375
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	7 911	2 366	-255		2		10 024
Andre porteføljeinntekter	17	2	-257	-133	-2		-373
Porteføljeresultat	12 139	2 744	2 805	213	2	0	17 903
Forvaltningskostnader						91	91
Årsresultat	12 139	2 744	2 805	213	2	-91	17 812
Aksjer og obligasjoner	75 709	12 206	38 424	6 470			132 809
Valutasikringsinstrumenter og renteswapper			590				590
Fordringer		26	372	74			472
Bankinnskudd	82	117	1 312	69	4 027		5 607
Sum plasseringer	75 791	12 349	40 698	6 613	4 027	0	139 478
Statens kapitalinnskudd	75 791	12 349	40 132	6 613	2	-5	134 882
Statens kapitalinnskudd	75 791	12 349	40 132	6 613	2	-5	134 882
Skyldig mottatt kontantsikkerhet					4 024		4 024
Annen gjeld			566		1	5	572
Sum gjeld			566		4 025	5	4 596
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld	75 791	12 349	40 698	6 613	4 027	0	139 478

Beløp i millioner kroner

Porteføljeområdene i 2009

	Den norske aksjeforføljen	Den nordiske aksjeforføljen	Den norske renteforføljen	Den nordiske renteforføljen	Sikkerhets- stillelse	Annet	Statens pensjons- fond Norge
Renteinntekter	8	6	2 479	238	0		2 731
Utbytte	1 739	265					2 004
Realisert gevinst/tap	691	-390	615	64			980
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	22 433	1 891	92	-822	-2		23 592
Andre porteføljeinntekter	15	-40	223	-97	2		103
Porteføljerresultat	24 886	1 732	3 409	-617	0	0	29 410
Forvaltningskostnader						-91	-91
Årsresultat	24 886	1 732	3 409	-617	0	-91	29 319
Aksjer og obligasjoner	63 701	9 591	36 466	6 326			116 084
Valutasikringsinstrumenter og renteswapper		3	478	1			482
Forskuddsbetalt forvalterhonorar						5	5
Fordringer	94	14	-16	509			601
Bankinnskudd	1	40	1 567	51	448		2 107
Sum plasseringer	63 796	9 648	38 495	6 887	448	5	119 279
Statens kapitalinnskudd	63 706	9 612	37 356	6 391		5	117 070
Statens kapitalinnskudd	63 706	9 612	37 356	6 391	0	5	117 070
Skyldig mottatt kontantsikkerhet					448		448
Annen gjeld	90	36	1 139	496			1 761
Sum gjeld	90	36	1 139	496	448	0	2 209
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld	63 796	9 648	38 495	6 887	448	5	119 279

NOTE 12 – AKSJER

Aksjeportefølje per 31.12.10

Beløp i millioner kroner	2010	2009	Differanse
Sum markedsverdi norske og nordiske aksjer	87 915	73 292	14 624
Urealiserte kursgevinster/-tap	29 036	18 760	10 276
Bokført kostpris norske og nordiske aksjer	58 879	54 531	4 348

Porteføljene fordelt på sektorer

Beløp i millioner kroner	Norsk aksjeportefølje	Nordisk aksjeportefølje	Sum
Energi	30 323	77	30 400
Materialer	10 677	844	11 521
Industri	9 435	3 657	13 092
Forbruksvarer	4 296	1 368	5 665
Konsumentvarer	2 508	427	2 935
Helsevern	319	1 320	1 639
Finansielle tjenester	9 435	2 379	11 813
Informasjonsteknologi	1 275	1 354	2 630
Telekommunikasjon og tjenester	7 407	522	7 929
Forsyningsselskaper	34	258	293
Sum aksjeporteføljene	75 709	12 206	87 915

Norske aksjer per 31.12.10

Selskap	Antall aksjer	Valuta	Markeds-kurs	Markedsverdi i mill. kroner	Eierandel	Andel av norske aksjer	Andel av totalen
Aker	52 477	NOK	140,00	7,3	0,07 %	0,01%	0,01%
Aker Solutions	10 802 522	NOK	99,25	1 072,2	3,94 %	1,42%	0,80%
Farstad Shipping	3 941 600	NOK	175,00	689,8	10,11 %	0,91%	0,52%
Fred. Olsen Energy	2 045 550	NOK	257,80	527,3	3,07 %	0,70%	0,40%
Frontline	572 910	NOK	150,50	86,2	0,74 %	0,11%	0,06%
Golar LNG	1 907 407	NOK	89,25	170,2	2,82 %	0,22%	0,13%
Golar LNG Energy	840 444	NOK	12,50	10,5	0,35 %	0,01%	0,01%
Norwegian Energy Company	10 748 654	NOK	18,40	197,8	4,42 %	0,26%	0,15%
Petroleum Geo-Services	21 627 610	NOK	90,85	1 964,9	9,93 %	2,60%	1,47%
ProSafe	17 895 735	NOK	46,40	830,4	7,78 %	1,10%	0,62%
Seadrill	26 504 183	NOK	197,20	5 226,6	5,97 %	6,90%	3,92%
Seawell	4 663 000	NOK	37,50	174,9	2,07 %	0,23%	0,13%
Statoil	97 160 003	NOK	138,60	13 466,4	3,05 %	17,79%	10,09%
Subsea 7	10 349 615	NOK	151,90	1 572,1	7,01 %	2,08%	1,18%
Aceryg	21 267 423	NOK	143,00	3 041,2	10,91 %	4,02%	2,28%
TGS Nopec	9 777 155	NOK	131,50	1 285,7	9,45 %	1,70%	0,96%
Totalt for Energi				30 323,5		40,05%	22,73%

Norske Skog	7 924 431	NOK	13,85	109,8	4,17 %	0,14%	0,08%
Norsk Hydro	100 002 207	NOK	42,61	4 261,1	6,17 %	5,63%	3,19%
Yara International	18 683 741	NOK	337,50	6 305,8	6,47 %	8,33%	4,73%
Totalt for Materialer				10 676,6		14,10%	8,00%
Golden Ocean Group	8 194 200	NOK	8,12	66,5	1,79 %	0,09%	0,05%
Kongsberg Gruppen	10 924 111	NOK	133,00	1 452,9	9,10 %	1,92%	1,09%
Odffjell B	1 724 900	NOK	54,00	93,1	1,99 %	0,12%	0,07%
Orkla	105 298 631	NOK	56,70	5 970,4	10,23 %	7,89%	4,48%
Stolt-Nielsen	3 551 900	NOK	142,50	506,1	5,54 %	0,67%	0,38%
Tomra Systems	14 335 927	NOK	38,80	556,2	9,69 %	0,73%	0,42%
Veidekke	9 592 029	NOK	52,50	503,6	7,17 %	0,67%	0,38%
Wilhelm Wilhelmsen B	610 100	NOK	170,00	103,7	1,31 %	0,14%	0,08%
Wilhelm Wilhelmsen Holding	1 052 450	NOK	173,00	182,1	2,26 %	0,24%	0,14%
Totalt for Industri				9 434,8		12,46%	7,07%
Block Watne Gruppen	705 800	NOK	21,20	15,0	0,72 %	0,02%	0,01%
Ekornes	3 796 183	NOK	160,00	607,4	10,31 %	0,80%	0,46%
Kongsberg Automotive	2 750 000	NOK	4,85	13,3	0,68 %	0,02%	0,01%
Royal Caribbean Cruises	6 446 346	NOK	276,30	1 781,1	3,03 %	2,35%	1,34%
Schibsted	8 690 076	NOK	172,00	1 494,7	8,05 %	1,97%	1,12%
Statoil Fuel & Retail	7 222 390	NOK	53,30	385,0	2,41 %	0,51%	0,29%
Totalt for Forbruksvarer				4 296,5		5,67%	3,22%
Austevoll Seafood	2 060 900	NOK	49,60	102,2	1,02 %	0,14%	0,08%
Cermaq	4 567 966	NOK	90,00	411,1	4,94 %	0,54%	0,31%
Lerøy Seafood Group	703 400	NOK	198,50	139,6	1,29 %	0,18%	0,10%
Marine Harvest Group	216 979 327	NOK	6,17	1 338,8	6,07 %	1,77%	1,00%
SalMar	8 387 826	NOK	61,50	515,9	8,14 %	0,68%	0,39%
Totalt for Konsumentvarer				2 507,6		3,31%	1,88%
Algeta	1 002 220	NOK	136,00	136,3	2,54 %	0,18%	0,10%
Axis-Shield	3 266 500	NOK	25,30	82,6	6,53 %	0,11%	0,06%
Pronova Biopharma	10 646 084	NOK	9,40	100,1	3,54 %	0,13%	0,08%
Totalt for Helsevern				319,0		0,42%	0,24%
DnB NOR	80 763 186	NOK	81,90	6 614,5	4,96 %	8,74%	4,96%
Gjensidige Forsikring	13 725 000	NOK	58,50	802,9	2,75 %	1,06%	0,60%
Norwegian Property	19 824 000	NOK	10,35	205,2	3,98 %	0,27%	0,15%
Olav Thon Eiendom	1 062 255	NOK	910,00	966,7	9,98 %	1,28%	0,72%
Storebrand	19 367 985	NOK	43,65	845,4	4,30 %	1,12%	0,63%
Totalt for Finansielle tjenester				9 434,7		12,46%	7,07%
Atea	660 243	NOK	58,25	38,5	0,69 %	0,05%	0,03%
EDB Ergogroup	12 125 879	NOK	15,90	192,8	4,54 %	0,25%	0,14%
Nordic Semiconductor	9 072 750	NOK	24,80	225,0	5,38 %	0,30%	0,17%
Renewable Energy Corporation	46 035 526	NOK	17,79	819,0	4,62 %	1,08%	0,61%
Totalt for Informasjonsteknologi				1 275,2		1,68%	0,96%

Telenor	78 130 301	NOK	94,80	7 406,8	4,71 %	9,78%	5,55%
Totalt for Telekommunikasjon og tjenester				7 406,8		9,78%	5,55%
Hafslund B	493 661	NOK	69,25	34,2	0,25 %	0,05%	0,03%
Totalt for Forsyningsselskaper				34,2		0,05%	0,03%
Sum markedsverdi				75 708,8		100,00%	56,75%
Urealiserte kursgevinster/-tap				26 615,7			
Bokført kostpris				49 093,0			

Nordiske aksjer per 31.12.10

Selskap	Antall aksjer	Valuta	Markeds-kurs	Markedsverdi i mill. kroner	Eier andel	Andel av norske aksjer	Andel av totalen
Lundin Petroleum	350 000	SEK	83,65	0,0	0,11 %	0,21%	0,02%
Neste Oil	375 000	EUR	11,95	34,9	0,15 %	0,29%	0,03%
Torm	402 875	DKK	39,12	16,5	0,37 %	0,14%	0,01%
Totalt for Energi				76,7		0,63%	0,06%
Boliden	1 702 520	SEK	136,70	201,2	0,62 %	1,65%	0,15%
Holmen B	367 932	SEK	221,40	70,4	0,59 %	0,58%	0,05%
Kemira	50 000	EUR	11,70	4,6	0,03 %	0,04%	0,00%
Novozymes B	60 941	DKK	777,00	49,5	0,11 %	0,41%	0,04%
Outokumpu	540 618	EUR	13,88	58,5	0,30 %	0,48%	0,04%
Rautaruukki	32 362	EUR	17,51	4,4	0,02 %	0,04%	0,00%
SSAB A	235 288	SEK	113,00	23,0	0,07 %	0,19%	0,02%
Stora Enso R	650 050	EUR	7,69	39,0	0,11 %	0,32%	0,03%
Svensk Cellulose B	2 313 782	SEK	106,20	212,5	0,38 %	1,74%	0,16%
Tikkurila	35 000	EUR	16,51	4,5	0,08 %	0,04%	0,00%
UPM-Kymmene	1 712 697	EUR	13,22	176,6	0,33 %	1,45%	0,13%
Totalt for Materialer				844,1		6,92%	0,63%
ABB	1 870 000	SEK	151,60	245,1	0,41 %	2,01%	0,18%
Alfa Laval	378 000	SEK	141,70	46,3	0,09 %	0,38%	0,03%
A. P. Møller - Mærsk A	4 100	DKK	49 140,00	210,8	0,09 %	1,73%	0,16%
A. P. Møller - Mærsk B	1 500	DKK	50 510,00	79,3	0,03 %	0,65%	0,06%
Assa Abloy	355 000	SEK	189,50	58,2	0,10 %	0,48%	0,04%
Atlas Copco A	1 968 000	SEK	169,70	288,7	0,16 %	2,37%	0,22%
Atlas Copco B	1 138 000	SEK	152,10	149,7	0,09 %	1,23%	0,11%
Cargotec B	120 000	EUR	39,03	36,5	0,22 %	0,30%	0,03%
DSV	1 000 000	DKK	123,30	129,0	0,44 %	1,06%	0,10%
Flsmidth & CO.	240 000	DKK	532,00	133,6	0,45 %	1,09%	0,10%
Hexagon	246 666	SEK	144,50	30,8	0,07 %	0,25%	0,02%
Hexagon B	740 000	SEK	144,20	92,3	0,22 %	0,76%	0,07%
Kone B	409 000	EUR	41,60	132,7	0,18 %	1,09%	0,10%
Konecranes	40 000	EUR	30,89	9,6	0,06 %	0,08%	0,01%
Metso	664 589	EUR	41,80	216,6	0,44 %	1,77%	0,16%

Niscayah Group	820 200	SEK	13,80	9,8	0,12 %	0,08%	0,01%
Outotec	250 000	EUR	46,24	90,1	0,55 %	0,74%	0,07%
Sandvik	4 175 000	SEK	131,10	473,2	0,35 %	3,88%	0,35%
Scania B	1 370 000	SEK	154,70	183,2	0,34 %	1,50%	0,14%
Securitas B	155 000	SEK	78,65	10,5	0,04 %	0,09%	0,01%
Skanska B	200 000	SEK	133,30	23,1	0,05 %	0,19%	0,02%
SKF B	1 420 000	SEK	191,60	235,2	0,35 %	1,93%	0,18%
Trelleborg B	720 000	SEK	71,10	44,3	0,30 %	0,36%	0,03%
Vestas Wind Systems	240 152	DKK	176,10	44,3	0,12 %	0,36%	0,03%
Volvo A	2 160 000	SEK	115,00	214,8	0,10 %	1,76%	0,16%
Volvo B	4 580 000	SEK	118,50	469,2	0,22 %	3,84%	0,35%
Totalt for Industri				3 656,9		29,96%	2,74%
Alma Media	113 830	EUR	8,28	7,3	0,15 %	0,06%	0,01%
Amer Sports	351 332	EUR	10,43	28,6	0,29 %	0,23%	0,02%
Autoliv	253 745	SEK	533,00	116,9	0,29 %	0,96%	0,09%
Electrolux B	1 434 597	SEK	191,00	236,9	0,48 %	1,94%	0,18%
Hennes & Mauritz B	3 417 880	SEK	224,00	661,9	0,23 %	5,42%	0,50%
Husqvarna A	303 973	SEK	55,70	14,6	0,05 %	0,12%	0,01%
Husqvarna B	1 261 818	SEK	56,15	61,3	0,22 %	0,50%	0,05%
Modern Times Group B	285 798	SEK	445,00	110,0	0,48 %	0,90%	0,08%
Nobia	39 902	SEK	60,25	2,1	0,02 %	0,02%	0,00%
Nokian Renkaat	459 883	EUR	27,45	98,4	0,36 %	0,81%	0,07%
Pandora	60 500	DKK	336,00	21,3	0,05 %	0,17%	0,02%
Rezidor Hotel Group	87 922	SEK	40,90	3,1	0,06 %	0,03%	0,00%
Sanoma	32 767	EUR	16,22	4,1	0,02 %	0,03%	0,00%
Stockmann B	8 343	EUR	28,30	1,8	0,02 %	0,02%	0,00%
Totalt for Forbruksvarer				1 368,4		11,21%	1,03%
Carlsberg B	449 116	DKK	558,50	262,5	0,23 %	2,15%	0,20%
Danisco	202 184	DKK	510,00	107,9	0,42 %	0,88%	0,08%
Hakon Invest	15 684	SEK	117,60	1,6	0,02 %	0,01%	0,00%
Kesko B	132 987	EUR	34,93	36,2	0,20 %	0,30%	0,03%
Oriflame Cosmetics	49 785	SEK	354,00	15,2	0,09 %	0,12%	0,01%
Royal Unibrew	10 326	DKK	332,00	3,6	0,09 %	0,03%	0,00%
Totalt for Konsumentvarer				427,0		3,50%	0,32%
Astra Zeneca	800 000	SEK	309,30	213,9	0,06 %	1,75%	0,16%
Coloplast B	40 000	DKK	758,00	31,7	0,10 %	0,26%	0,02%
Elekta B	350 000	SEK	258,80	78,3	0,39 %	0,64%	0,06%
Genmab	70 000	DKK	65,50	4,8	0,16 %	0,04%	0,00%
Getinge B	450 000	SEK	140,90	54,8	0,20 %	0,45%	0,04%
Meda A	950 000	SEK	51,20	42,1	0,31 %	0,34%	0,03%
Novo Nordisk B	1 285 000	DKK	629,00	845,8	0,17 %	6,93%	0,63%
Oriola-KD	400 000	EUR	3,19	10,0	0,38 %	0,08%	0,01%
Orion B	300 000	EUR	16,37	38,3	0,32 %	0,31%	0,03%
Totalt for Helsevern				1 319,6		10,81%	0,99%

Castellum	116 500	SEK	91,55	9,2	0,07 %	0,08%	0,01%
Citycon	765 000	EUR	3,08	18,4	0,31 %	0,15%	0,01%
Danske Bank	1 828 996	DKK	143,00	273,7	0,26 %	2,24%	0,21%
Fabege	652 035	SEK	78,55	44,3	0,39 %	0,36%	0,03%
Hufvudstaden A	660 033	SEK	78,55	44,8	0,33 %	0,37%	0,03%
Industrivarden C	200 000	SEK	118,00	20,4	0,17 %	0,17%	0,02%
Investor A	1 800 000	SEK	139,00	216,3	0,23 %	1,77%	0,16%
Investor B	850 000	SEK	143,90	105,8	0,11 %	0,87%	0,08%
Kinnevik Investment B	800 000	SEK	137,00	94,8	0,35 %	0,78%	0,07%
Kungsleden	300 000	SEK	61,50	16,0	0,22 %	0,13%	0,01%
Lundbergs B	70 000	SEK	500,00	30,3	0,18 %	0,25%	0,02%
Nordea	8 464 581	SEK	73,15	535,3	0,21 %	4,39%	0,40%
Pohjola Bank	1 554 552	EUR	8,97	108,7	0,62 %	0,89%	0,08%
Sampo	1 521 311	EUR	20,05	237,8	0,27 %	1,95%	0,18%
Skand. Enskilda Banken A	2 543 602	SEK	56,10	123,4	0,12 %	1,01%	0,09%
Svenska Handelsbk. A	2 091 826	SEK	214,90	388,7	0,34 %	3,18%	0,29%
Swedbank	1 324 193	SEK	93,80	107,4	0,14 %	0,88%	0,08%
Technopolis	110 830	EUR	4,08	3,5	0,17 %	0,03%	0,00%
Totalt for Finansielle tjenester				2 378,7		19,49%	1,78%
Aldata Solution	57 006	EUR	0,51	0,2	0,08 %	0,00%	0,00%
Comptel	300 000	EUR	0,69	1,6	0,28 %	0,01%	0,00%
Ericsson B	8 500 000	SEK	78,15	574,3	0,28 %	4,71%	0,43%
HIQ International	706 688	SEK	38,30	23,4	1,35 %	0,19%	0,02%
Indust & Financial System B	110 000	SEK	107,25	10,2	0,44 %	0,08%	0,01%
Nokia	11 800 000	EUR	7,74	712,2	0,32 %	5,83%	0,53%
Readsoft B	20 721	SEK	12,50	0,2	0,07 %	0,00%	0,00%
Sigma B	70 959	SEK	5,50	0,3	0,08 %	0,00%	0,00%
Tekla	12 226	EUR	9,35	0,9	0,05 %	0,01%	0,00%
Tietoerator	280 000	EUR	14,16	30,9	0,39 %	0,25%	0,02%
Totalt for Informasjonsteknologi				1 354,3		11,10%	1,02%
Elisa Communications	242 673	EUR	16,27	30,8	0,15 %	0,25%	0,02%
Millicom Int. Cellular	70 000	SEK	646,00	39,1	0,06 %	0,32%	0,03%
Tele 2 B	957 300	SEK	139,60	115,5	0,23 %	0,95%	0,09%
TeliaSonera	7 308 375	SEK	53,30	336,8	0,16 %	2,76%	0,25%
Totalt for Telekommunikasjon og tjenester				522,2		4,28%	0,39%
Fortum	1 470 571	EUR	22,53	258,4	0,17 %	2,12%	0,19%
Totalt for Forsyningsselskaper				258,4		2,12%	0,19%
Sum markedsverdi				12 206,0		100,00%	9,15%
Urealiserte kursgevinster/-tap				2 420,0			
Bokført kostpris				9 786,0			

NOTE 13 – OBLIGASJONER

Obligasjonsportefølje per 31.12.10

Obligasjoner fordelt på utstederkategorier

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Norsk obligasjonsportefølje</i>	<i>Nordisk obligasjonsportefølje</i>	<i>Sum</i>
Stat	4 598	1 816	6 414
Statsgarantert	151	267	418
Kommune	712	94	806
Finans, obligasjoner med fortrinnsrett	1 291	1 659	2 950
Finans, ordinære lån	18 355	873	19 228
Finans, ansvarlige lån	3 300	297	3 597
Finans, fondsobligasjoner	86	170	256
Industri, ordinære lån	9 931	1 221	11 152
Industri, ansvarlige lån		73	73
Sum obligasjoner	38 424	6 470	44 894

Porteføljene fordelt på valuta

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Norsk obligasjonsportefølje</i>	<i>Nordisk obligasjonsportefølje</i>	<i>Sum</i>
NOK	30 210		30 210
SEK		2 059	2 059
DKK		1 597	1 597
USD	1 664	489	2 153
EUR	6 550	2 216	8 766
GBP		109	109
Sum obligasjoner	38 424	6 470	44 894

Totalt per år

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>2010</i>	<i>2009</i>
Totalt norsk og nordisk obligasjonsportefølje	44 894	42 792

Utstedere norsk obligasjonsportefølje per 31.12.10

Utsteder	Markedsverdi i mill. kroner	Andel av norske obligasjoner	Andel av totalen
Norge Kongeriket	4 598,5	11,97%	3,44%
Stat	4 598,5	11,97%	3,44%
Statkraft	150,6	0,39%	0,11%
Statsforetak og statsgarantert	150,6	0,39%	0,11%
Oslo kommune	712,1	1,85%	0,53%
Kommune	712,1	1,85%	0,53%
DnB NOR Boligkreditt	1 241,2	3,23%	0,93%
Terra Boligkreditt	50,1	0,13%	0,04%
Finans, obligasjoner med fortrinnsrett	1 291,3	3,36%	0,97%
Aasen Sparebank	35,0	0,09%	0,03%
Andebu Sparebank	40,2	0,10%	0,03%
Arendal og Omegns Sparekasse	101,9	0,27%	0,08%
Aurskog Sparebank	125,6	0,33%	0,09%
Bamble og Langesund Sparebank	94,5	0,25%	0,07%
Bank 1 Oslo	225,1	0,59%	0,17%
Berg Sparebank	50,0	0,13%	0,04%
Bien Sparebank	20,2	0,05%	0,02%
Bolig- og Næringskreditt	680,4	1,77%	0,51%
Bud, Fræna og Hustad Sparebank	76,4	0,20%	0,06%
DnBNOR Bank	1 680,7	4,37%	1,26%
Eksportfinans	221,3	0,58%	0,17%
Etne Sparebank	40,0	0,10%	0,03%
Evje og Hornnes Sparebank	54,5	0,14%	0,04%
Flekkefjord Sparebank	98,4	0,26%	0,07%
Gjensidige Bank	201,6	0,52%	0,15%
Grong Sparebank	95,0	0,25%	0,07%
Halden Sparebank	176,1	0,46%	0,13%
Haugesund Sparebank	101,2	0,26%	0,08%
Helgeland Sparebank	443,2	1,15%	0,33%
Hjartdal og Gransherad Sparebank	49,1	0,13%	0,04%
Hjelmeland Sparebank	76,4	0,20%	0,06%
Holla og Lunde Sparebank	341,8	0,89%	0,26%
Høland og Setskog Sparebank	75,1	0,20%	0,06%
Hønefoss Sparebank	134,7	0,35%	0,10%
Indre Sogn Sparebank	140,8	0,37%	0,11%
Klæbu Sparebank	78,6	0,20%	0,06%
Klepp Sparebank	211,1	0,55%	0,16%
Kragerø Sparebank	104,7	0,27%	0,08%
Kredittforeningen for Sparebanker	125,4	0,33%	0,09%

Kvinesdal Sparebank	65,5	0,17%	0,05%
Landkreditt Bank	194,7	0,51%	0,15%
Larvikbanken Brunlanes Sparebank	100,4	0,26%	0,08%
Lillesands Sparebank	50,5	0,13%	0,04%
Lom og Skjåk Sparebank	181,0	0,47%	0,14%
Melhus Sparebank	125,2	0,33%	0,09%
Modum Sparebank	89,9	0,23%	0,07%
Nes Prestegjelds Sparebank	215,9	0,56%	0,16%
Nordea Eiendoms kreditt	1,8	0,00%	0,00%
Nøtterø Sparebank	20,0	0,05%	0,02%
Opdals Sparebank	44,8	0,12%	0,03%
Orkdal Sparebank	160,1	0,42%	0,12%
Ørland Sparebank	50,3	0,13%	0,04%
Pareto Bank	126,2	0,33%	0,09%
Rindal Sparebank	25,0	0,07%	0,02%
Rørosbanken Røros Sparebank	125,9	0,33%	0,09%
Rygge Vaaler Sparebank	278,6	0,72%	0,21%
Sandnes Sparebank	437,6	1,14%	0,33%
Santander Consumer Bank	100,1	0,26%	0,07%
Selbu Sparebank	81,9	0,21%	0,06%
Seljord Sparebank	34,9	0,09%	0,03%
Skudenes & Aakra sparebank	52,2	0,14%	0,04%
Søgne og Greipstad Sparebank	125,9	0,33%	0,09%
SpareBank 1 Buskerud-Vestfold	476,7	1,24%	0,36%
Sparebank 1 Gruppen	158,9	0,41%	0,12%
Sparebank 1 Gudbrandsdal	150,3	0,39%	0,11%
Sparebank 1 Hallingdal	125,4	0,33%	0,09%
SpareBank 1 Nord-Norge	833,9	2,17%	0,62%
Sparebank 1 Nordvest	50,1	0,13%	0,04%
SpareBank 1 SMN	1 384,6	3,60%	1,04%
SpareBank 1 SR-Bank	1 778,5	4,63%	1,33%
Sparebank 1 Telemark	146,3	0,38%	0,11%
Sparebanken Hardanger	49,7	0,13%	0,04%
Sparebanken Møre	208,2	0,54%	0,16%
Sparebanken Narvik	228,3	0,59%	0,17%
Sparebanken Øst	626,8	1,63%	0,47%
Sparebanken Pluss	492,5	1,28%	0,37%
Sparebanken Sogn og Fjordane	201,3	0,52%	0,15%
Sparebanken Sør	412,5	1,07%	0,31%
Sparebanken Vest	924,2	2,41%	0,69%
Sparebanken Vest Boligkreditt	100,4	0,26%	0,08%
Spareskillingsbanken	35,2	0,09%	0,03%
Spydeberg Sparebank	31,5	0,08%	0,02%
Storebrand	140,5	0,37%	0,11%
Storebrand Bank	401,6	1,05%	0,30%
Strømmen Sparebank	25,2	0,07%	0,02%
Surnadal Sparebank	153,5	0,40%	0,11%

Time Sparebank	100,2	0,26%	0,08%
Tinn Sparebank	119,9	0,31%	0,09%
Tolga-Os Sparebank	120,3	0,31%	0,09%
Totens Sparebank	39,9	0,10%	0,03%
Trøgstad Sparebank	95,4	0,25%	0,07%
Voss Veksel- og Landmandsbank	155,5	0,40%	0,12%
Finans, ordinære lån	18 354,7	47,77%	13,75%
Bolig- og Næringsbanken	203,8	0,53%	0,15%
DnBNOR Bank	743,5	1,93%	0,56%
Hol Sparebank	24,7	0,06%	0,02%
Klepp Sparebank	32,2	0,08%	0,02%
Kommunal Landspensjonskasse	595,3	1,55%	0,45%
Kvinesdal Sparebank	25,4	0,07%	0,02%
Sandnes Sparebank	98,3	0,26%	0,07%
SpareBank 1 Nord-Norge	121,7	0,32%	0,09%
SpareBank 1 SMN	143,8	0,37%	0,11%
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	99,7	0,26%	0,07%
SpareBank 1 SR-Bank	254,5	0,66%	0,19%
Sparebanken Møre	92,5	0,24%	0,07%
Sparebanken Øst	74,6	0,19%	0,06%
Sparebanken Vest	335,5	0,87%	0,25%
Storebrand Livsforsikring	424,6	1,11%	0,32%
Voss Veksel- og Landmandsbank	29,5	0,08%	0,02%
Finans, ansvarlige lån	3 299,6	8,59%	2,47%
DnBNOR Bank	40,3	0,10%	0,03%
SpareBank 1 SMN	46,2	0,12%	0,03%
Finans, fondsobligasjoner	86,5	0,23%	0,06%
Aker	74,5	0,19%	0,06%
Aker Drilling	90,9	0,24%	0,07%
Akershus Energi	50,4	0,13%	0,04%
Austevoll Seafood	124,9	0,33%	0,09%
Avinor	138,7	0,36%	0,10%
Bergen Group	30,8	0,08%	0,02%
Bergenshalvøens Kommunale Kraftselskap	285,1	0,74%	0,21%
Blom	30,0	0,08%	0,02%
Bonheur	25,3	0,07%	0,02%
Color Group	47,7	0,12%	0,04%
DOF	108,5	0,28%	0,08%
DOF Subsea	111,8	0,29%	0,08%
Eidsiva Energi	260,0	0,68%	0,19%
Eitzen Chemical	30,2	0,08%	0,02%
Eitzen Maritime Services	9,2	0,02%	0,01%
Energiselskapet Buskerud	221,0	0,58%	0,17%
Entra Eiendom	51,0	0,13%	0,04%

Felleskjøpet Agri	78,3	0,20%	0,06%
Fjellinjen	297,9	0,78%	0,22%
Hafslund	177,2	0,46%	0,13%
Havila Shipping	24,3	0,06%	0,02%
I.M. Skaugen	50,9	0,13%	0,04%
Kollektivtransportproduksjon	78,1	0,20%	0,06%
Kongsberg Gruppen	223,8	0,58%	0,17%
Kverneland	35,6	0,09%	0,03%
Lyse Energi	352,5	0,92%	0,26%
Norgesgruppen	78,9	0,21%	0,06%
Norsk Rikskringkasting	300,6	0,78%	0,23%
Norwegian Energy Company	86,3	0,22%	0,06%
Odffjell	40,6	0,11%	0,03%
Olav Thon Eiendomsselskap	276,6	0,72%	0,21%
Orkla	1 279,6	3,33%	0,96%
Oslo Bølig og Sparelag	75,1	0,20%	0,06%
PA Resources Norway	44,7	0,12%	0,03%
Polarcus	48,3	0,13%	0,04%
Posten Norge	250,6	0,65%	0,19%
Prosafe	103,0	0,27%	0,08%
Rem Offshore	24,7	0,06%	0,02%
Renewable Energy Corporation	55,0	0,14%	0,04%
Rieber & Søn	61,3	0,16%	0,05%
Schibsted	50,1	0,13%	0,04%
Seadrill	144,7	0,38%	0,11%
Sogn og Fjordane Energi	346,7	0,90%	0,26%
Solstad Offshore	92,0	0,24%	0,07%
Songa Offshore	30,2	0,08%	0,02%
Statkraft	1 202,5	3,13%	0,90%
Statoil	957,8	2,49%	0,72%
Telenor	529,4	1,38%	0,40%
Tine	109,5	0,28%	0,08%
TTS Group	28,0	0,07%	0,02%
Vardar	103,8	0,27%	0,08%
Wilh. Wilhelmsen	285,6	0,74%	0,21%
Yara International	317,0	0,82%	0,24%
Industri, ordinære lån	9 930,8	25,85%	7,44%
Totalt norsk obligasjonsportefølje	38 424,1	100,00%	28,78%

Utstedere nordisk obligasjonsportefølje per 31.12.10

Utsteder	Markedsverdi i mill. kroner	Andel av nordiske obligasjoner	Andel av totalen
Kongeriket Danmark	1 051,4	16,25%	0,79%
Kongeriket Sverige	601,0	9,29%	0,45%
Republikken Finland	163,7	2,53%	0,12%
Stat	1 816,1	28,07%	1,36%
Danske Bank	17,9	0,28%	0,01%
FIH Erhvervsbank	49,0	0,76%	0,04%
Øresundskonsortiet	41,3	0,64%	0,03%
Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag	13,2	0,20%	0,01%
Swedbank	101,9	1,57%	0,08%
Vestjysk Bank	43,9	0,68%	0,03%
Statsforetak og statsgarantert	267,1	4,13%	0,20%
Gøteborg kommune	36,0	0,56%	0,03%
Sundsvall kommune	58,1	0,90%	0,04%
Kommune	94,1	1,45%	0,07%
BRFKredit	33,8	0,52%	0,03%
Danske Bank	161,8	2,50%	0,12%
Landsforsakringar Hypotek	95,5	1,48%	0,07%
Landshypotek	87,7	1,36%	0,07%
Nordea Hypotek	125,6	1,94%	0,09%
Nykredit Realkredit	168,9	2,61%	0,13%
OP Mortgage bank	40,0	0,62%	0,03%
Realkredit Danmark	88,9	1,37%	0,07%
Stadshypotek	390,7	6,04%	0,29%
Swedbank Hypotek	304,5	4,71%	0,23%
The Swedish Covered Bond Corp	108,5	1,68%	0,08%
Finans, obligasjoner med fortrinnsrett	1 605,9	24,82%	1,20%
BRFKredit	21,9	0,34%	0,02%
Danish ship Finance	30,0	0,46%	0,02%
Danske Bank	59,4	0,92%	0,04%
Investor	22,8	0,35%	0,02%
Nordea Bank	74,9	1,16%	0,06%
Nordea Kredit Realkreditakties	43,3	0,67%	0,03%
Nykredit Bank	38,8	0,60%	0,03%
Nykredit Realkredit	34,0	0,53%	0,03%
Pohjola Bank	40,2	0,62%	0,03%
Realkredit Danmark	124,6	1,93%	0,09%
Skandinaviska Enskilda Banken	41,3	0,64%	0,03%
Svenska Handelsbanken	253,4	3,92%	0,19%
Svensk Exportkredit	23,0	0,36%	0,02%
Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag	64,9	1,00%	0,05%
Swedbank	52,9	0,82%	0,04%
Finans, ordinære lån	925,4	14,30%	0,69%

Danica Pension	7,6	0,12%	0,01%
Danske Bank	82,1	1,27%	0,06%
Nordea Bank	21,9	0,34%	0,02%
Nordea Bank Finland PLC	46,8	0,72%	0,04%
Skandinaviska Enskilda Banken	23,6	0,36%	0,02%
Svenska Handelsbanken	9,3	0,14%	0,01%
Swedbank	105,8	1,63%	0,08%
Finans, ansvarlige lån	297,0	4,59%	0,22%
Danske Bank	24,3	0,38%	0,02%
Nordea Bank	33,5	0,52%	0,03%
Skandinaviska Enskilda Banken	60,7	0,94%	0,05%
Svenska Handelsbanken	51,8	0,80%	0,04%
Finans, fondsobligasjoner	170,2	2,63%	0,13%
Amer Sports	57,2	0,88%	0,04%
A.P. Møller - Mærsk	62,5	0,97%	0,05%
Atlas Copco	105,8	1,64%	0,08%
Carlsberg	120,0	1,85%	0,09%
Dong Energy	32,1	0,50%	0,02%
Electrolux	20,9	0,32%	0,02%
Elisa Communications	24,1	0,37%	0,02%
Ericsson	21,2	0,33%	0,02%
Fortum	110,7	1,71%	0,08%
Itella	39,7	0,61%	0,03%
Kemijoki	60,7	0,94%	0,05%
Neste Oil	42,3	0,65%	0,03%
Sandvik	46,1	0,71%	0,03%
SCA Finans	54,8	0,85%	0,04%
Securitas	44,3	0,69%	0,03%
Sponda	40,1	0,62%	0,03%
Stora Enso	5,2	0,08%	0,00%
Teliasonera	75,4	1,16%	0,06%
TVO Power	88,9	1,37%	0,07%
UPM-Kymmene	4,9	0,08%	0,00%
Vattenfall	49,1	0,76%	0,04%
Vestas Wind Systems	19,6	0,30%	0,01%
Volvo	95,7	1,48%	0,07%
Industri, ordinære lån	1 221,4	18,88%	0,91%
Dong Energy	72,5	1,12%	0,05%
Industri, ansvarlige lån	72,5	1,12%	0,05%
Totalt nordisk obligasjonsportefølje	6 469,7	100,00%	4,85%

NOTE 14 – RISIKOSTYRING

Risikostyring i Folketrygdfondet

Kapitalen til Statens pensjonsfond Norge er plassert som et innskudd i Folketrygdfondet. Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er regulert gjennom lov, forskrift, utfyllende retningslinjer til forskrift og i en forvaltningsavtale mellom Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Risikostyringen i Folketrygdfondet tar utgangspunkt i overordnede målsettinger, rammer og rapporteringskrav satt av Finansdepartementet.

Styret i Folketrygdfondet har vedtatt at Folketrygdfondet skal følge forskrift om risikostyring og internkontroll fastsatt av Finanstilsynet så langt det passer, og at helhetlig risikostyring skal benyttes som en del av arbeidet med å øke Folketrygdfondets evne til å nå sine finansielle, operasjonelle etterlevelsesmål. Som et rammeverk for helhetlig risikostyring har Folketrygdfondet valgt å ta utgangspunkt i COSO 2, et rammeverk som er utarbeidet av The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission i 2004.

Organisering og fullmaktstruktur

Styret påser at det er betryggende risikostyring og kontrollrutiner i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og har fastsatt prinsipper for verddivurdering, avkastningsmåling og måling, styring og kontroll av risiko og selskapets internkontroll.

Fullmakter. Alle fullmakter er personlige. Styret har gitt styrets leder rett til å tegne Folketrygdfondets firma. Administrerende direktør representerer Folketrygdfondet utad i saker som faller innenfor hennes myndighet og har rett til å tegne Folketrygdfondets firma.

Administrerende direktør kan skriftlig delegerer signaturfullmakt til personer som kan forplikte Folketrygdfondet med sin signatur.

Rammer satt av styret skal vurderes ved behov og skal minimum være gjenstand for styrebehandling en gang årlig.

Uavhengige risikostyringsfunksjoner. Roller og ansvar for risikostyringen skal være klart definert i virksomheten. Gjennom organisering av virksomheten er det etablert arbeidsdeling mellom forvalterdelen av organisasjonen og kontrollerende funksjoner.

Oppfølging og anvendelse

Ansvarliggjøring. Alle ledere har ansvar for risikostyring innen sitt ansvars- og myndighetsområde. Risikovurderinger skal være en integrert del av de daglige forretningsprosessene. Risikovurdering omfatter risikostyring og internkontroll for eventuelle deler av virksomheten som er utkontraktert.

Risikorapportering. Rammer for markeds-, valutakurs-, kreditt- og motpartsrisiko overvåkes løpende i Folketrygdfondets automatiske overvåkingssystem. Avdelingsvise risikoregister skal oppdateres minimum hvert tertial. Eventuelle tap forårsaket av operasjonell risiko registreres i et hendelsesregister. Rapport om operasjonell risiko fremlegges for styret samtidig med den årlige evalueringen av operasjonell risiko. Eventuelle brudd på rammer satt av Finansdepartementet, styret eller administrerende direktør, rapporteres til styret i henhold til vedtatt rapportplan.

Videre skal administrerende direktør, minst en gang årlig, utarbeide en samlet vurdering av risikosituasjonen som skal forelegges styret til

behandling. Dersom det oppstår kontrollsvikt eller risiko som vurderes høyere enn vedtatt risikotoleranse, skal dette umiddelbart rapporteres til styret eller administrerende direktør.

Evaluering av risikostyring og internkontroll. Det utarbeides årlig skriftlige evalueringer av Folketrygdfondets styring av markeds-, valutakurs-, kreditt- og motparts- og operasjonell risiko og Folketrygdfondets internkontrollsystem. Evalueringene er gjenstand for drøftelser med Folketrygdfondets styre.

Anvendelse av risikoinformasjon. Risikoinformasjonen inngår i styringen og oppfølgingen av porteføljene og rapporteres periodisk til Folketrygdfondets ledelse og styre.

Relevante risikomål

Et felles mål for risiko for Statens pensjonsfond Norge tallfestes i form av forventet relativ volatilitet, som beregnes for hele fondet samlet og for de fire delporteføljene norske aksjer, nordiske aksjer, norske obligasjoner og nordiske obligasjoner.

Supplerende risikomål. Risiko følges opp gjennom supplerende risikomål tilpasset de fire delporteføljene og samlet for fondet, for eksempel gjennom rammer satt av styret.

For risikostyringsformål skiller Folketrygdfondet mellom følgende risikoformer:

Markedsrisiko er risiko som skyldes den generelle risikoen i de markeder midlene til Statens pensjonsfond Norge investeres i, og er knyttet til resultatvariasjoner som følge av endringer i markedspriser (kurser). I oppfølgingen og målingen av markedsrisiko opereres det med flere begreper. Absolutt risiko er markedsrisikoen knyttet til de markeder midlene investeres i. Denne risikoen bæres av oppdragsgiver, og Finansdepartementet har definert en referanseportefølje som gir uttrykk for det risikonivået som ønskes. Relativ risiko er markedsrisiko målt som forskjell i avkastning mellom porteføljen og referanseporteføljen. I forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er det gitt en ramme for forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen målt ved forventet relativ volatilitet på annualisert basis. Rammen er gitt ved at forventet relativ volatilitet maksimalt skal være 3 prosentpoeng. I note 15 fremkommer en vurdering av markedsrisikoen per 31.12.10.

Kredittrisiko er risiko knyttet til at utstedere av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. For å begrense tap som følge av kredittrisiko, har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk for å fastsette kredittrammer for obligasjoner i porteføljen til Statens pensjonsfond Norge. Dette rammeverket bygger på utstedernes rating fra internasjonale ratingbyråer og sammensetningen av lån i den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. En stor del av aktuelle norske utstedere har ikke slik rating. I slike tilfeller settes det en intern rating basert på input fra ulike kilder, herunder programvare innkjøpt fra Moody's KMV. I note 13 fremkommer eksponering mot ulike utstedere. I note 16 fremkommer kreditteksponering fordelt etter ratingkategori 31.12.10.

Motpartsrisiko er risiko knyttet til at motparter for derivater, utlån av verdipapirer, bankinnskudd m.v. ikke er i stand til å oppfylle sine forpliktelser overfor Folketrygdfondet. For å begrense tap som følge av motpartsrisiko, har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk for å fastsette rammer for eksponering av slik risiko knyttet til forretninger Folketrygdfondet inngår som del av forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge.

Valutakursrisiko er risiko knyttet til endringer i valutakurs. Finansdepartementet har fastsatt at Folketrygdfondet i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge ikke skal ta eksplisitte valutaposisjoner som del av den aktive forvaltningen. Finansdepartementet har videre fastsatt at Folketrygdfondet gjennom en praktisk tilnærming skal søke å utligne valutakurseksponering når annen eksponering oppstår som følge av utviklingen i porteføljene. Styret til Folketrygdfondet har etablert et rammeverk for hvor ulik valutaeksponeringen kan være i forhold til referanseporteføljen før denne skal utlignes.

Likviditetsrisiko er todelt. Det er risikoen for at Folketrygdfondet ikke kan oppfylle sine betalingsforpliktelser og det er risikoen for at det ikke er mulig å realisere instrumenter når Folketrygdfondet finner det ønskelig å foreta et salg. Risikoen for at Folketrygdfondet ikke kan oppfylle sine forpliktelser styres som en integrert del av likviditetsoppfølgingen. Risikoen for at det ikke er mulig å realisere instrumenter når Folketrygdfondet finner det ønskelig som ledd i forvaltningen er spesielt stor

som følge av Folketrygdfondets størrelse i markedene. I den operative forvaltningen inngår derfor likviditetshensyn som et av flere kriterier ved vurdering av hvilke porteføljvalg som foretas.

Operasjonell risiko defineres som risikoen for tap som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil, eller eksterne hendelser, herunder juridisk risiko. Operasjonell risiko skal være identifisert, dokumentert og skal kunne måles og kontrolleres før ny virksomhet (som for eksempel plassering i nye instrumenter, aktivaklasser, motparter, eksterne tjenesteytere, IT-systemer mv.) igangsettes.

Styret i Folketrygdfondet har etablert et rammeverk for måling og styring av operasjonell risiko, og det er en målsetting at den operasjonelle risikoen skal holdes på et så lavt nivå som mulig. Dersom risikovurderingene eller registrerte hendelser viser behov for forbedringstiltak, blir disse fulgt opp og ved hjelp av korrigerende tiltak søker man å redusere risikoen til et akseptabelt nivå.

NOTE 15 – MARKEDSRISIKO

Svært mye av markedsrisikoen i fondet er bestemt av markedsrisikoen til referanseporteføljen. I tillegg oppstår det risiko gjennom den aktive forvaltningen. Folketrygdfondet måler både absolutt og relativ markedsrisiko for Statens pensjonsfond Norge. Absolutt risiko estimeres med basis i volatiliteten i den faktiske porteføljen, og relativ risiko estimeres med basis i volatiliteten til forskjellen på avkastningen mellom den

faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Absolutt volatilitet er beregnet som standardavviket til tidsserien for avkastning i den oppgitte periode. Relativ volatilitet er beregnet som standardavviket til differanseavkastningen (porteføljens avkastning – referanseporteføljens avkastning). De beregnede standardavvikene er annualiserte.

Absolutt volatilitet per 31.12.10 i prosent

	Forventet	Historisk			
		52 uker	36 mnd	60 mnd	120 mnd
Statens pensjonsfond Norge	21,5	11,5	16,4	14,7	9,7
Norske aksjer	35,5	20,8	31,1	28,5	23,7
Nordiske aksjer	25,6	15,6	22,0	21,4	21,8
Norske renter	3,2	2,3	2,8	2,8	2,5
Nordiske renter	9,8	8,5	9,3	9,7	8,7

Relativ volatilitet per 31.12.10 i prosent

	Forventet	Historisk			
		52 uker	36 mnd	60 mnd	120 mnd
Statens pensjonsfond Norge	1,0	0,9	1,9	1,8	1,5
Norske aksjer	1,8	1,7	3,5	3,9	3,7
Nordiske aksjer	1,2	0,8	2,4	2,1	1,4
Norske renter	0,8	0,6	1,1	1,0	1,0
Nordiske renter	0,4	0,3	0,9	0,9	0,8

Historisk volatilitet tar utgangspunkt i månedlige observasjoner 3, 5 og 10 år tilbake i tid.

Forventede volatiliteter er beregnet med hjelp av systemet RiskManager³ fra RiskMetrics. Det er benyttet parametrisk metode med siste fem års månedlige observasjoner som grunnlag for risikoparametrene. Disse er sammenvektet med en nedvektingsfaktor på 0,97.

Forventet volatilitet gir uttrykk for hvordan avkastningen frem i tid antas å variere basert på hvordan porteføljen og referanseporteføljen er sammensatt per 31.12.10. Til forskjell fra forventet volatilitet gir historisk volatilitet uttrykk for hvordan den faktiske avkastningen til porteføljen og referanseporteføljen har variert i de aktuelle periodene frem til 31.12.10.

En forventet relativ volatilitet på 1,0 prosentpoeng for Statens pensjonsfond Norge ved utgangen av 2010 innebærer, under gitte forutsetninger,

at avkastningen til porteføljen med den sammensetning porteføljen og referanseporteføljen hadde 31.12.10, forventes å variere med mindre enn 1,0 prosentpoeng fra referanseporteføljens avkastning i 2 av 3 år. I 1 av 3 år forventes avkastning å variere med mer enn 1,0 prosentpoeng fra referanseporteføljens avkastning.

Renterisiko

Verdien av Statens pensjonsfond Norge er følsom for endringer i rentenivået. I tabellen under er følsomheten vist for endringer i rentenivået på +/- 10 basispunkter.

Effekt av renteendring på 10 basispunkter

	Renteendring	Anslått verdiendring i mill. kroner (økning ved rentenedgang og reduksjon ved renteoppgang)		
		Norske renter	Nordiske renter	Totalt
Norske kroner	+/- 10 bp	60		60
Svenske kroner	+/- 10 bp		9	9
Danske kroner	+/- 10 bp		9	9
Euro	+/- 10 bp	65	9	74
Britiske pund	+/- 10 bp	11	1	12
Amerikanske dollar	+/- 10 bp	44	2	46
Totalt	+/- 10 bp	180	30	210

NOTE 16 – KREDITTEKSPONERING OG MOTPARTSEKSPONERING

For Statens pensjonsfond Norge oppstår kredittrisiko dels i renteporteføljen som følge av Finansdepartementets valg av referanseportefølje og dels gjennom Folketrygdfondets aktive forvaltning.

Obligasjonsporteføljen fordelt etter ratingkategorier for utsteder*

Beløp i millioner kroner	Norsk obligasjonsportefølje	Nordisk obligasjonsportefølje	Sum	Andel i prosent	Norsk obligasjonsportefølje	Nordisk obligasjonsportefølje	Sum
AAA/Aaa - stat	4 598	1 817	6 415	AAA/Aaa - stat	12,00	28,10	14,30
AAA/Aaa - privat	2 054	711	2 765	AAA/Aaa - privat	5,30	11,00	6,20
AA/Aa	1 527	1 102	2 629	AA/Aa	4,00	17,00	5,90
A	15 299	1 991	17 290	A	39,80	30,80	38,50
BBB/Baa	11 981	719	12 700	BBB/Baa	31,20	11,10	28,30
BB/Ba	1 641	130	1 771	BB/Ba	4,30	2,00	3,90
B	1 151	0	1 151	B	3,00	0,00	2,60
Lavere	173	0	173	Lavere	0,40	0,00	0,40
Ingen vurdering	0	0	0	Ingen vurdering	0,00	0,00	0,00
Sum	38 424	6 470	44 894	Sum	100,00	100,00	100,00

* Det er hhv. 52,5 prosent av den norske obligasjonsporteføljen som har rating fra et av de internasjonale ratingbyråene (S&P, Moody's, Fitch) og 95,8 prosent for den nordiske obligasjonsporteføljen. I tilfeller hvor låntager har rating fra alle tre eksterne byråer er midterste rating benyttet og i tilfeller med rating fra to byråer er laveste rating benyttet. I tilfeller hvor låntager ikke har eksternt rating er intern rating benyttet slik denne fremkommer i Folketrygdfondets kredittrammeverk.

Karakterskalaene går fra AAA (Aaa) til D, hvor AAA er best og D er konkurs. Karakter på BBB eller bedre anses å være «investment grade». I den norske obligasjonsporteføljen er det lån utstedt av i alt 22 låntagere som ikke har «investment grade». Det tilsvarende antallet i den nordiske obligasjonsporteføljen er 8.

Det er i alt 6 låntagere i den norske renteporteføljen med en lavere kredittvurdering enn B. En av disse, Eitzen Maritime Services, fikk høsten 2010 utsettelse fra obligasjonseierne for en kuponginnbetaling i påvente av egenkapitalemissjon. Egenkapitalemissjonen var garantert av obligasjonseierne gjennom vedtak på obligasjonseiermøte om å konvertere manglende kupongbetaling og deler av hovedstol dersom emisjonen ikke ble fulltegnet. Resultatet av denne garantien var at kupongbetalingen ble konvertert til aksjer i selskapet, i tillegg til at 1,4 prosent av hovedstol ble konvertert til aksjer. Dette innebar at SPN fikk tildelt 1 331 039 aksjer i selskapet. Mottatte aksjer ble solgt i desember 2010 rett etter konverteringen. Som følge av egenkapitalemissjonen er ikke lengre denne utstederen i brudd på lånebetingelsene i obligasjonslånet.

Per 31.12.10 hadde en låntager fått midlertidig fritak fra enkelte klausuler i låneavtalen. Eksponeringen mot denne låntageren var per 31.12.10 30 mill. kroner.

Kredittvurdering målt ved karakterskalaen som er brukt over sier noe om i hvilken grad porteføljen er utsatt for kreditteksponering. Ved endring i kredittspredan (marginen mellom renten på kredittobligasjoner og statsobligasjoner) vil prisen endre seg mer desto lengre løpetiden på lånene er. Et mål på gjennomsnittlig kredittløpetid er kredittdurasjon. Kredittdurasjonen til de to porteføljene var per 31.12.10 hhv. 3,0 år for kredittobligasjonene i den norske obligasjonsporteføljen og 3,5 år for kredittobligasjonene i den nordiske obligasjonsporteføljen. Samlet er kredittdurasjonen 2,5 år for begge de to obligasjonsporteføljene når statsandelen tas hensyn til.

Alle rentebærende verdipapirer som inngår i fondets referanseportefølje, har en karakter fra minst S&P, Moody's eller Fitch på BBB eller bedre.

I forvaltningen har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk som baserer seg på rating for utsteder, ved at bedre rating gir høyere ramme. I rammeverket gir ulik grad av samme karakter også ulik ramme (dvs BB+ gir høyere ramme enn BB som igjen gir høyere ramme enn BB-). I dette rammeverket inngår i tillegg til de eksterne kildene for rating også Folketrygdfondets interne modeller for kreditt-rating. Det innebærer at alle utstedere i det interne rammeverket har rating. Rating fra de internasjonale ratingbyråene (S&P, Moody's og Fitch) har i det interne rammeverket prioritet. Ved ulik rating fra byråene brukes midtre rating når alle tre byråene har ratet utsteder og laveste dersom to av byråene har ratet utsteder. For lån uten rating fra ett av de tre internasjonale byråene brukes intern rating, men denne kan ikke være mer enn en grad bedre enn rating-

indikasjon fra norsk meglerhus (dvs om norsk meglerhus har indikert BB, kan ikke intern rating være høyere enn BB+). De interne modellene gir gjennomgående lik eller lavere kreditt-rating enn norske meglerhus.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er en form for kredittisiko som er knyttet til avtaler direkte mellom Folketrygdfondet og banker, og oppstår ved handel i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter og gjenkjøpsavtaler, i tillegg til at usikrede bankinnskudd også blir definert som motpartsrisiko. Motpartsrisiko oppstår også overfor depotbank og overfor oppgjørssystemer. Folketrygdfondets styre har fastsatt egne retningslinjer for motpartseksponering, herunder rammer. I utfyllende retningslinjer til forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, har Finansdepartementet satt som krav at motparter skal ha en kreditt-rating på minst A- fra S&P, Moody's eller Fitch. Norske motparter som mangler internasjonal rating, kan likevel benyttes, men i slike tilfeller må Folketrygdfondet internt dokumentere et tilsvarende ratingnivå. Per 31.12.10 hadde alle Folketrygdfondets motparter som var brukt i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge en tilfredsstillende rating fra minst et av de internasjonale byråene.

Folketrygdfondet vektlegger å redusere motpartseksponeringen gjennom sikkerhetsstillelse som er nærmere omtalt i note 18 b og 18 c. Motpartseksponeringen er nærmere omtalt i note 11 for bankinnskudd, i note 17 og 18 b for ikke-børsnoterte derivater, i note 18 a for gjenkjøpsavtaler og i note 18 c for utlån av verdipapirer. I balansen er virkelig verdi brukt for motpartsforretninger. I rammeutnyttelsen legges det til et påslag avhengig av risikoegenskaper ved instrumentet, mens stilt sikkerhet fratrekkes.

NOTE 17 – FINANSIELLE DERIVATER

Noten viser virkelig verdi av finansielle derivater. Folketrygdfondet bruker derivater for å styre risikoen til Statens pensjonsfond Norge. Det er utelukkende benyttet ikke-børsnoterte derivater i risikostyringen i 2010.

Beløp i millioner kroner

Valutasikringsinstrumenter og renteswapper

Virkelig verdi

	Eiendel	Gjeld	Sum	Balanseført netto
Valutasikringsinstrumenter med motpart, fordring	98,6			
Sum valutasikringsinstrumenter	98,6	0	98,6	
Renteswapper med motpart, fordring	491,8			
Sum renteswapper	491,8	0	491,8	
Sum ikke-børsnoterte derivater regulert under ISDA, fordring	590,3			590,3
Sum balanseført				590,3

Valutasikringer

Valutasikringsinstrumenter benyttet i 2010 er valutaswapper og valutaterminer (i tillegg til rene spothandler) i valutastyringen av Statens pensjonsfond Norge. De to instrumenttypene er gjennomgående benyttet for å oppnå samme valutasammensetning som i referanseporteføljen til Statens pensjonsfond Norge. En valutaswap er en gjensidig bindende avtale mellom to parter om bytte av valuta for en fast periode til en avtalt vekslingskurs. Ved en valutatermin inngås en avtale om å kjøpe (selge) en valuta frem i tid til avtalt vekslingskurs.

Utestående valutaswapper og –terminer per 31.12.10:

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Nominell sikring mot NOK</i>	<i>Markedsverdi, NOK</i>
USD/NOK	1 862,2	45,5
EUR/NOK	6 869,8	52,8
GBP/NOK	67,5	0,1
SEK/DKK		0,1
SEK/EUR		0,1
Sum	8 799,5	98,6

Renteswapper

Det er i 2010 benyttet renteswapper i styringen av renterisiko til Statens pensjonsfond Norge. Ved en renteswap inngår man en avtale om å betale (motta) en flytende rente og motta (betale) en fast rente for en gitt periode. Renteswapper er gjennomgående benyttet til å øke rentebindingen i porteføljen opp på samme nivå som i referanseporteføljen.

	<i>0-2 år</i>	<i>2-4 år</i>	<i>4-6 år</i>	<i>7-10 år</i>	<i>10-15 år</i>	<i>15-30 år</i>	<i>Nominell verdi, NOK*</i>
NOK	4 430	1 500	430	2 090	815	-	9 265
EUR	5 391	3 364	1 665	1 037	-	-	11 458
USD	3 700	4 084	835	718	331	289	9 958
GBP	769	-	439	-	100	673	1 982

* Basert på valutakurs 31.12.10

ISDA og netting

Folketrygdfondet er den juridiske motpart overfor banker når bl.a. valutahandler og renteswapper som brukes i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond inngås. Folketrygdfondet har etablert ISDA-avtaler med alle motparter det er inngått valutahandler og renteswapper med. Et sentralt element ved ISDA er at det avtales netting. Netting innebærer bl.a. at det er netto utestående mellom Folketrygdfondet og aktuell motpart som representerer det mellomværende som ved konkurs hos en av partene blir gjenstand for bobehandling. I balansen til Statens pensjonsfond Norge er nettosummen for virkelig verdi vist avhengig av om nettosummen mot aktuell

motpart, for de forretninger som er inngått i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, er positiv eller negativ. Balanseføringen for Statens pensjonsfond Norge er gjort uavhengig av fortegnet på nettoposisjon for Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond samlet mot aktuell motpart. Balanseføringen er således gjennomført for å vise status dersom Statens pensjonsfond Norge var en egen juridisk enhet. Per 31.12.10 var verdien av forretninger inngått under ISDA-avtale i favør av SPN mot samtlige motparter.

Det er inngått tilleggskontrakter til ISDA (Credit Support Annex) som innebærer sikkerhetsstillelse, det vises til note 18 b for mer informasjon.

NOTE 18 – GJENKJØPSAVTALER, UTLÅN AV VERDIPAPIRER OG SIKKERHETSSTILLELSE

Noten viser instrumenter og forhold som medfører belåning av kapitalen til Statens pensjonsfond Norge.

18 a Gjenkjøpsavtaler (Repo)

Folketrygdfondet gjennomfører gjenkjøpsavtaler som ledd i likviditetsstyringen og for å skape merverdier for Statens pensjonsfond Norge. Gjenkjøpsavtaler inngått i 2010 har vært gjennomført med norske statsobligasjoner.

Kortsiktig innlån

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>2010</i>	<i>2009</i>
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	566	1 106

18 b Sikkerhetsstillelse ikke-børsnoterte derivater

For å minimere motpartsrisikoen for ikke-børsnoterte derivater har Folketrygdfondet inngått tilleggsavtale til alle ISDA-avtaler (*Credit Support Annex*) som innebærer at det skal stilles sikkerhet. Det er inngått avtale om at sikkerhet skal stilles separat for hhv. Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, men at slik sikkerhet ved konkurs skal motregnes nettoverdien av inngåtte forretninger mellom Folketrygdfondet og aktuell motpart.

Folketrygdfondet har inngått avtale som innebærer at arbeid knyttet til innkreving og oppfølging av sikkerhet av denne er utkontraktert til J.P. Morgan.

Det er i avtalene stilt krav til hvilke typer sikkerheter som godtas og det er avtalt daglig avregning av behovet for sikkerhet. Terskelverdien for

innhenting av sikkerhet er satt til under 1 million euro for Folketrygdfondets motparter. For de forretninger Folketrygdfondet inngår på vegne av hhv. Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond er det avtalt en betydelig høyere terskelverdi for Folketrygdfondet.

Mottatt kontantsikkerhet er balanseført fordi Folketrygdfondet har tilgang til denne sikkerheten på konto og har avtalt å kompensere motparten som stiller sikkerheten med en rentekompensasjon. Kontantsikkerhet er stilt i euro og er videreplassert i euro. Videreplasseringen inngår i balansen i linjen for bankinnskudd.

Ingen av motpartene hadde per 31.12.10 valgt å stille verdipapirer som sikkerhet.

Mottatt sikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater	772	448
Mottatt verdipapirer som sikkerhet	0	0
Mottatt sikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater	772	448

18 c Utlån av verdipapirer og sikkerhetsstillelse for utlån

Folketrygdfondet startet i juli 2010 opp igjen aktivitet knyttet til utlån av verdipapirer (aksjer). Verdien av de utlånte aksjene er ikke ført ut av balansen som følge av at det er Statens pensjonsfond Norge som fortsatt bærer den økonomiske risikoen knyttet til verdien av de utlånte aksjene. Ved utgangen av 2010 var markedsverdien på de utlånte aksjene 3,1 milliarder kroner.

For å minimere motpartsrisikoen knyttet til utlånte verdipapirer har Folketrygdfondet inngått egne avtaler med motpartene (Global Master Securities Lending Agreement) som innebærer at motparten skal stille sikkerhet for verdien av de utlånte verdipapirene. Inntil videre er det ikke åpnet for andre

typer sikkerhet enn kontanter i de avtalene Folketrygdfondet har inngått.

Folketrygdfondet har inngått avtale som innebærer at deler av arbeid knyttet til verdsettelse og oppfølging av utlånte verdipapirer er utkontraktert til J.P. Morgan, mens innkreving og oppfølging av stilt sikkerhet er utkontraktert til Bank of New York.

Mottatt kontantsikkerhet er balanseført fordi Folketrygdfondet har tilgang til denne sikkerheten på konto og har avtalt å kompensere motparten som stiller sikkerheten med en rentekompensasjon. Kontantsikkerhet er stilt i euro og er videreplassert i euro. Videreplasseringen inngår i balansen i linjen for bankinnskudd.

Mottatt sikkerhet knyttet til utlånte verdipapirer

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til utlånte verdipapirer	3 252	0
Mottatt sikkerhet knyttet til utlånte verdipapirer	3 252	0

18 d Mottatt kontantsikkerhet

Mottatt sikkerhet

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater	772	448
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til utlånte verdipapirer	3 252	0
Mottatt sikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater	4 024	448



Statsautoriserte revisorer
Ernst & Young AS

Christian Frederiks pl. 6, NO-0154 Oslo
Oslo Atrium, P.O. Box 20, NO-0051 Oslo
Forårsregisteret: NO 976 389 387 MVA
Tlf.: +47 24 00 24 00
Fax: +47 24 00 24 01
www.ey.no

Medlemmer av Den norske Revisorforening

Til Finansdepartementet

REVISORS BERETNING

Uttalelse om årsregnskapet

Vi har revidert årsregnskapet for Statens pensjonsfond Norge, som består av balanse per 31. desember 2010, resultatregnskap for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

Styrets og daglig leders ansvar for årsregnskapet

Styret og daglig leder er ansvarlig for å utarbeide årsregnskapet og for at det gir et rettviseende bilde i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge, og for slik intern kontroll som styret og daglig leder finner nødvendig for å muliggjøre utarbeidelsen av et årsregnskap som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil.

Revisors oppgaver og plikter

Vår oppgave er å gi uttrykk for en mening om dette årsregnskapet på bakgrunn av vår revisjon. Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder International Standards on Auditing. Revisjonsstandardene krever at vi etterlever etiske krav og planlegger og gjennomfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon.

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i årsregnskapet. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at årsregnskapet inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for selskapets utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettviseende bilde. Formålet er å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av selskapets interne kontroll. En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimaterne utarbeidet av ledelsen er rimelige, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av årsregnskapet.

Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

Konklusjon

Etter vår mening er årsregnskapet for Statens pensjonsfond Norge avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av selskapets finansielle stilling per 31. desember 2010 og av dets resultater for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge.

Uttalelse om øvrige forhold


Konklusjon om årsberetningen

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, mener vi at opplysningene i årsberetningen om årsregnskapet og forutsetningen om fortsatt drift er konsistente med årsregnskapet og i samsvar med lov og forskrifter.

Konklusjon om registrering og dokumentasjon

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, og kontrollhandlinger vi har funnet nødvendig i henhold til internasjonal standard for attestasjonsoppdrag (ISAE) 3000 «Attestasjonsoppdrag som ikke er revisjon eller begrenset revisjon av historisk finansiell informasjon», mener vi at styret og daglig leder har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av selskapets regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringskikk i Norge.

Oslo, 10. mars 2011
ERNST & YOUNG AS


Eirik Tandrevold
statsautorisert revisor

RESULTATREGNSKAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Noter</i>	2010	2009
Porteføljeinntekter og porteføljekostnader	1,2		
Renteinntekter	3	539	244
Realisert gevinst/tap	4		
Renter		23	0
Valutasikringsinstrumenter		24	6
Netto endring i urealiserte kursgevinster/kurstap	5		
Renter		50	273
Valutasikringsinstrumenter		-9	17
Andre porteføljeinntekter	6	52	75
Porteføljeresultat		679	615
Forvaltningskostnader			
Forvaltningskostnader	7	-10	-8
Resultat Statens obligasjonsfond		669	607

BALANSE PER 31.12

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Noter</i>	2010	2009
Plasseringer			
Verdipapirer	1, 2, 10, 12, 13, 14		
Obligasjoner og sertifikater	11	9 302	8 199
Valutasikringsinstrumenter og renteswapper	15, 16	8	17
Fordringer	9	62	0
Bankinnskudd	10	41 956	42 417
Sum plasseringer		51 328	50 633
Statens kapitalinnskudd			
Statens kapitalinnskudd	8	51 276	50 607
Gjeld			
Skyldig mottatt kontantsikkerhet	16	51	10
Annen gjeld	9	1	16
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld		51 328	50 633

Oslo, 10. mars 2011


Erik Keiserud
styrets leder

Mai-Lill Ibsen
styrets nestleder

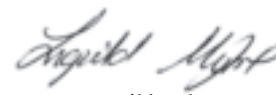

Marianne Hansen



Anne Gine Hestetun



Norvald Mo



Ingvild Myhre



Arne Skauge



Reidar Viken



Tor Mikkel Wara


Olaug Svarva
administrerende direktør

NOTE 1 – REGNSKAPSPRINSIPPER

Generelt

Statens obligasjonsfond er underlagt lov 06. mars 2009 nr. 13 om Statens obligasjonsfond og lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet. Statens obligasjonsfonds regnskap er ikke direkte underlagt regnskapsloven, men skal i henhold til Retningslinjer for forvaltningen av Statens obligasjonsfond avlegges etter de samme prinsipper som Folketrygdfondet. Ettersom Folketrygdfondets regnskap skal avlegges i samsvar med regnskapsloven er regnskapet til Statens obligasjonsfond avlagt i samsvar med de regnskapsprinsipper og vurderingsregler som følger av regnskapsloven med tilhørende forskrifter og god regnskapskikk i Norge.

Statens obligasjonsfonds regnskap er utarbeidet i samsvar med den oppstillingsplan som følger av forskrift om årsregnskap for verdipapirfond, og Forskrift 10. november 2008 nr. 1264 om årsregnskap m.m. for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond Norge.

Inntekter

Inntekter regnskapsføres når de er opptjent.

Kostnader

Kostnader blir bokført når de påløper.

Balansføring av eiendeler og forpliktelser

Eiendeler og forpliktelser balanseføres på det tidspunktet reell kontroll over rettighetene til eiendelene oppnås og reelle forpliktelser påtas. Eiendeler føres ut av balansen på det tidspunktet reell risiko vedrørende eiendelene er overført og kontroll over rettighetene til eiendelene er bortfalt eller utløpt. Forpliktelser fjernes fra balansen når de har opphørt.

Finansielle instrumenter

Alle finansielle instrumenter, som omfatter bl.a. aksjer, obligasjoner, sertifikater og derivater, vurderes til virkelig verdi. Verdiendringer føres over resultatet.

I Forskrift 18. mars 2009 nr. 327 om forvaltningen av Statens obligasjonsfond er det nærmere spesifisert hvilket investeringsunivers det kan plasseres i og i henhold til hvilken fordeling.

Fastsettelse av virkelig verdi

Aksjeplasseringer vurderes til kurs mottatt fra indekssleverandør. Utbytte på aksjer mv. inntektsføres den dato underliggende papir noteres eksklusiv utbytte på børsen.

Obligasjonsplasseringer vurderes til kurs mottatt fra indekssleverandør. For plasseringer hvor slik kurs ikke foreligger brukes annen tilgjengelig kurs eller kurs basert på swaprenter og kredittpåslag. Renter på fremmedkapitalplasseringer inntektsføres etter hvert som de påløper.

Finansielle derivater benyttes til styring av verdipapirporteføljenes risikokoeksponering. Dersom noterte markedspriser ikke er tilgjengelige, beregnes virkelig verdi på grunnlag av anerkjente, matematiske modeller.

Valuta

Balanseposter omregnes til gjeldende valutakurs på balansedagen, mens resultatposter omregnes etter valutakurser på transaksjonstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost og behandling av transaksjonskostnader

Ved salg av verdipapirer beregnes gevinst som salgssum fratrukket kurtasje og gjennomsnittlig kostpris på det solgte verdipapir. Kurtasje til megler ved anskaffelse av verdipapirer er inkludert i verdipapirens kostpris.

Utlån av verdipapirer

Ved utlån av verdipapirer foretas en konkret vurdering av hvorvidt all vesentlig risiko er gått over på motpart slik at fraregning skal skje. Normalt forplikter innlåner å kompensere Folketrygdfondet for ulike hendelser tilknyttet verdipapirene, som utbytte, tegningsrettigheter med mer, og i slike tilfeller fraregnes ikke utlånte verdipapirer.

Gjenkjøpsavtaler (Repo)

Ved gjenkjøpsavtaler vil kriteriene for fraregning av verdipapiret ikke være oppfylt, og verdipapiret tas ikke ut av balansen ved inngåelse av gjenkjøpsavtalen. I avtaleperioden regnskapsføres det etter de ordinære regnskapsregler for verdipapirer. Mottatt innskudd regnskapsføres i avtaleperioden som en eiendel og som en forpliktelse.

Garantiprovisjon

Garantiprovisjon i forbindelse med deltakelse i garantikonsortier inntektsføres i sin helhet ved inngåelse av garantiavtale mot konto for garantistillelse.

Sikkerhetsstillelse

Mottatt kontantsikkerhet som ikke er juridisk atskilt fra andre kontanter balanseføres som eiendel med en tilsvarende motpost som forpliktelse overfor avhenderen av sikkerheten. Mottatt kontantsikkerhet som er juridisk atskilt balanseføres ikke. Mottatt sikkerhet i form av gjeldspapirer balanseføres dersom sikkerheten selges, stilles som sikkerhet overfor andre motparter eller dersom motparten misligholder vilkårene i den underliggende kontrakten. Sikkerhet stilt overfor motparter føres ut av balansen etter samme prinsipper som mottatt sikkerhet. Dersom mot-taker av sikkerheten har rett til å selge sikkerheten eller stille den som sikkerhet på nytt, omklassifiseres eiendelen i balansen som en utlånt eiendel atskilt fra andre eiendeler.

Kapital

Statens obligasjonsfonds kapitalinnskudd består av innbetalt kapital samt akkumulert resultat.

Skatt

Folketrygdfondet, herunder Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, er ikke skattepliktig for sin virksomhet i Norge.

Trukket kildeskatt på utbetalt dividende og kupongrente i utenlandske markeder bokføres som reduksjon i aktuell inntekt. Dersom kildeskatten kan kreves tilbakebetalt, vises dette som en fordring fram til tilbakebetaling finner sted.

NOTE 2 – ESTIMATUSIKKERHET

Bruk av estimater ved utarbeidelsen av årsregnskapet

Utarbeidelse av regnskapsrapporteringen for Statens obligasjonsfond innebærer bruk av estimater og vurderinger som påvirker regnskapsførte eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Estimater og skjønnsmessige vurderinger vurderes løpende og er basert på historisk erfaring og forventning til fremtidige hendelser som vurderes sannsynlig på tidspunktet for avleggelsen av regnskapet. Estimaterne er basert på beste skjønn og vil kunne avvike fra endelig utfall.

Statens obligasjonsfond ble etablert og startet opp i mars 2009, samtidig med at kredittspreader (forskjell mellom renten på selskapsobligasjoner og statsobligasjoner) var på sitt høyeste. Gjennom 2009 kom kredittspreadene kraftig inn, og ved utgangen av 2010 var de omtrent på samme nivå som ved inngangen til året. Likviditeten i obligasjons-

markedet har gradvis bedret seg gjennom 2010 og usikkerheten rundt prising av verdipapirer er mindre enn ved utgangen av 2009. Usikkerheten knyttet til prisingen av verdipapirer som ikke er jevnlig omsatt på børs må likevel anses som betydelig.

Det fremgår av regnskapsprinsippene i note 1 at finansielle instrumenter verdsettes til virkelig verdi. I verdsettelsen har Folketrygdfondet lagt til grunn et verddivurderingshierarki hvor kildene til virkelig verdi er:

1. Omsatt verdi over børs eller observerbare kurser med god likviditet.
2. Verdsettelse på grunnlag av observerbar pris fra eksterne priskilder.
3. Verdsettelse på grunnlag av en eller flere ikke observerbare kilder (modellbasert prising).

Obligasjoner, beløp i millioner kroner

Barclays Capital (vurderingshierarki 2)	1 213
Bloomberg (vurderingshierarki 2)	1 479
Modellbasert prising (vurderingshierarki 3)	6 610
Totalt	9 302

Obligasjoner, markedsjustert andel av prisingskilder

Barclays Capital (vurderingshierarki 2)	13,0 %
Bloomberg (vurderingshierarki 2)	15,9 %
Modellbasert prising (vurderingshierarki 3)	71,1 %
Totalt	100,0 %

Obligasjoner, prisingskilder fordelt etter antall papirer

Barclays Capital (vurderingshierarki 2)	5
Bloomberg (vurderingshierarki 2)	9
Modellbasert prising (vurderingshierarki 3)	55
Totalt	69

For de instrumenter der det ikke finnes kurs i henhold til hierarkiene 1 og 2, foretas en modellbasert prising. I all hovedsak gjelder dette for norske obligasjoner. Modellprisingen følger anerkjente prisingsmodeller. Modellen er etterprøvbart (dvs. arbeidet dokumenteres og kildene tas vare på).

Lån er priset ved at kontantstrømmer er neddiskontert med å bruke en rentesats som tar utgangspunkt i swaprente pluss et kredittpåslag for hver utsteder. Input fra Verdipapirfondenes Forening, meglerhus, kjente omsetninger og prising fra andre kilder lengre opp i verddivurderingshierarkiet er benyttet som grunnlag for estimert kredittpåslag. 64 prosent av papirene som havner i dette verddivurderingshierarkiet er basert på kredittspreader fra Verdipapirfondenes Forening. I tillegg er de årlige ligningskursene som Norges Fondsmeglerforbund utarbeider, en god kilde til dette arbeidet. Ligningskurser ble ved avleggelse av regnska-

pet for 2009 vurdert som kurser på nivå 2 i vurderingshierarkiet over. Endringen innebærer en migrasjon fra nivå 2 til nivå 3 på i alt 7 904 mill. kroner basert på verdiene per 31.12.10. Årsaken til at vi har valgt å gå bort fra bruken av ligningskurser er at ligningskursene priser enkelte utsatte kredittobligasjoner høyere enn det vi observerer at indikasjoner fra andre kilder tilsier, og at ligningskurser ikke er tilgjengelige gjennom året. Totalt ville norske obligasjoner blitt priset 14 mill. kroner høyere dersom ligningskurser hadde blitt lagt til grunn per 31.12.10.

Det er lagt vekt på at sammenlignbare utstedere grupperes, og at samme kredittpåslag kan benyttes for hele gruppen. For norske utstedere benyttes det én gruppering for stat, én for kommune, to for kraft og åtte for finans. For foretak utenfor finanssektoren brukes det i alt 67 utstederspesifikke grupperinger.

Kredittpåslagene oppdateres ukentlig der denne informasjonen er tilgjengelig. Resterende lån oppdateres månedlig, eller hyppigere ved store endringer i kredittpåslag.

Finansdepartementet fastsatte i desember 2009 en referanseportefølje for Statens obligasjonsfond, basert på to obligasjonsindekser levert av Barclays Capital. Referanseporteføljen vil tre i kraft når investert kapital overstiger 20 prosent av fondets midler. Det er i verddivurderingshierarkiet lagt vekt på å følge prisingen fra referanseporteføljeverandøren for verdipapirer som også inngår i porteføljen, selv om referanseporteføljen ikke har tredt i kraft, for å

unngå forskjeller i verdsettelse mellom porteføljen og referanseporteføljen. Priser fra Barclays Capital hentes inn direkte fra kilden mens underliggende swapkurver hentes inn fra Bloomberg i et automatisert produksjonsløp.

Valutasikringsinstrumenter

Kontantstrømmer er neddiskontert (swapkurve, salgskurs hentet fra Bloomberg) i de respektive valutaer og verdsatt i NOK til valutakurs (midtkurs) 31.12.10. Valutasikringsinstrumenter er følgelig vurdert til virkelig verdi på grunnlag av observerbare priser fra eksterne kilder (verddivurderingshierarki 2).

NOTE 3 – RENTEINNTEKTER

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Renteplasseringer	539	244
Sum	539	244

NOTE 4 – GEVINST/TAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Renter	23	0
Valutasikringsinstrumenter	24	6
Sum	47	6

NOTE 5 – NETTO ENDRING UREALISERTE KURSGEVINSTER/KURSTAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Markedsverdi portefølje	9 739	8 216
Historisk kost portefølje	9 408	7 926
Urealisert kursgevinst/kurstap	331	290
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	41	
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap fordeler seg på:		
Renter	50	
Valutasikringsinstrumenter	-9	
Sum	41	

Netto endring av urealiserte kursgevinster/kurstap er summen av urealisert kursgevinst/kurstap per 31.12.09 og 31.12.10.

NOTE 6 – ANDRE PORTEFØLJEINNTEKTER

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Garantiprovisjon	2	24
Agio/disagio (valutainnskudd bank)	50	51
Sum andre porteføljeinntekter	52	75

NOTE 7 – FORVALTNINGSKOSTNADER

I **forvaltningsavtalen mellom** Folketrygdfondet og Finansdepartementet er det avtalt at de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av Statens obligasjonsfond skal dekkes av Obligasjonsfondet. For mer spesifisert oversikt over kostnadene se Folketrygdfondets regnskap med noter.

NOTE 8 – KAPITAL

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Statens obligasjonsfonds kapital per 01.01	50 607	50 000
Resultat	669	607
Statens obligasjonsfonds kapital per 31.12	51 276	50 607

Resultatet i 2010 er i sin helhet ført mot kapitalen til Statens obligasjonsfond.

NOTE 9 – FORDRINGER OG ANNEN GJELD

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2010	2009
Uoppgjorte verdipapirhandler	62	0
Sum fordringer	62	0
Skyldig forvaltningshonorar	1	8
Uoppgjorte verdipapirhandler	0	8
Sum annen gjeld	1	16

NOTE 10 – PORTEFØLJEOMRÅDER

Beløp i millioner kroner

Porteføljeområdene i 2010

	Norske renteplasseringer	Sikkerhets- stilling	Annet	Statens obligasjonsfond
Renteinntekter	539			539
Realisert gevinst/tap	47			47
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	41			41
Andre porteføljeinntekter	52			52
Porteføljeresultat	679		0	679
Forvaltningskostnader			10	10
Årsresultat	679		10	669
Obligasjoner	9 302			9 302
Valutasikringsinstrumenter og renteswapper	8			8
Fordringer	62			62
Bankinnskudd	41 905	51		41 956
Sum plasseringer	51 277	51	0	51 328
Statens kapitalinnskudd	51 276			51 276
Statens kapitalinnskudd	51 276			51 276
Annen gjeld	1	51		52
Sum gjeld	1	51		52
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld	51 277	51	0	51 328

Beløp i millioner kroner

Porteføljeområdene i 2009

	Norske renteplasseringer	Sikkerhets- stilling	Annet	Statens obligasjonsfond
Renteinntekter	244			244
Realisert gevinst/tap	6			6
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	290			290
Andre porteføljeinntekter	75			75
Porteføljeresultat	615		0	615
Forvaltningskostnader	0		-8	-8
Årsresultat	615		-8	607
Obligasjoner	8 199			8 199
Valutasikringsinstrumenter og renteswapper	17			17
Fordringer	0			0
Bankinnskudd	42 407	10		42 417
Sum plasseringer	50 623	10	0	50 633
Statens kapitalinnskudd	50 615		-8	50 607
Statens kapitalinnskudd	50 615		-8	50 607
Annen gjeld	8	10	8	26
Sum gjeld	8	10	8	26
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld	50 623	10	0	50 633

NOTE 11 – OBLIGASJONER

Obligasjoner fordelt på utstederkategorier

Beløp i millioner kroner

Finans, obligasjoner med fortrinnsrett	970
Finans, ordinære lån	3 360
Industri, ordinære lån	4 972
Sum obligasjoner	9 302

Obligasjoner fordelt på valuta

NOK	7 904
USD	352
EUR	1 046
Sum obligasjoner	9 302

<i>Utstedere norsk obligasjonsportefølje</i>	<i>Markedsverdi i mill. kroner</i>	<i>Andel av delporteføljen</i>
BN Boligkreditt	520,7	5,60 %
KLP Kommunekreditt	300,4	3,23 %
Sparebanken Vest Boligkreditt	74,9	0,81 %
SSB Boligkreditt	74,4	0,80 %
Finans, obligasjoner med fortrinnsrett	970,4	10,43 %
Bien Sparebank	16,4	0,18 %
Bolig- og Næringsbanken	131,9	1,42 %
Bolig- og Næringskreditt	98,4	1,06 %
DnBNOR Bank	786,8	8,46 %
Eksportfinans	329,0	3,54 %
Hjelmeland Sparebank	8,6	0,09 %
Klepp Sparebank	104,3	1,12 %
Pareto Bank	90,6	0,97 %
Rygge Vaaler Sparebank	167,8	1,80 %
Sandnes Sparebank	155,3	1,67 %
SpareBank 1 Nord-Norge	100,6	1,08 %
SpareBank 1 SR-Bank	444,7	4,78 %
Sparebanken Narvik	41,2	0,44 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	65,6	0,71 %
Sparebanken Vest	150,3	1,62 %
Storebrand Bank	302,2	3,25 %
Storebrand Livsforsikring	366,0	3,93 %
Finans, ordinære lån	3 359,7	36,12 %
Agder Energi	74,8	0,80 %
Aker	50,2	0,54 %
Aker Solutions	552,9	5,94 %
Austevoll Seafood	51,2	0,55 %
Bergenshalvøens Kommunale Kraftselskap	155,0	1,67 %
Blom	60,0	0,65 %
Bonheur	75,9	0,82 %
DOF	182,5	1,96 %
DOF Subsea	145,5	1,56 %
Eitzen Maritime Services	46,1	0,50 %
Energiselskapet Buskerud	61,3	0,66 %
Felleskjøpet Agri	78,3	0,84 %
Havila Shipping	41,3	0,44 %
I.M. Skaugen	101,9	1,10 %
Kverneland	160,2	1,72 %
Norske Skogindustrier	177,9	1,91 %
Norwegian Air Shuttle	41,2	0,44 %
Norwegian Car Carriers	20,1	0,22 %
Norwegian Energy Company	109,7	1,18 %

Norwegian Property	35,8	0,39 %
Orkla	555,9	5,98 %
Rem Offshore	64,3	0,69 %
Renewable Energy Corporation	105,7	1,14 %
Sogn og Fjordane Energi	52,3	0,56 %
Solstad Offshore	153,3	1,65 %
Statkraft	439,0	4,72 %
STX Europe	22,6	0,24 %
Telenor	323,2	3,47 %
Thon Holding	42,3	0,45 %
Vardar	103,8	1,12 %
Wilh. Wilhelmsen	276,2	2,97 %
Yara International	611,3	6,57 %
Industri, ordinære lån	4 971,8	53,45 %
Totalt obligasjonsportefølje	9 301,9	100,00 %

NOTE 12 – RISIKOSTYRING

Risikostyring i Folketrygdfondet

Kapitalen til Statens obligasjonsfond er plassert som et innskudd i Folketrygdfondet. Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Forvaltningen av Statens obligasjonsfond er regulert gjennom lov, forskrift, utfyllende retningslinjer til forskrift for Statens pensjonsfond Norge og i en forvaltningsavtale mellom Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Risikostyringen i Folketrygdfondet tar utgangspunkt i overordnede målsettinger, rammer og rapporteringskrav satt av Finansdepartementet.

Styret i Folketrygdfondet har vedtatt at Folketrygdfondet skal følge forskrift om risikostyring og internkontroll fastsatt av Finanstilsynet så langt det passer, og at helhetlig risikostyring skal benyttes som en del av arbeidet med å øke Folketrygdfondets evne til å nå sine finansielle, operasjonelle etterlevelssmål. Som et rammeverk for helhetlig risikostyring har Folketrygdfondet valgt å ta utgangspunkt i COSO 2, et rammeverk som er utarbeidet av The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission i 2004.

Organisering og fullmaktstruktur

Styret påser at det er betryggende risikostyring og kontrollrutiner i forvaltningen av Statens obligasjonsfond og har fastsatt prinsipper for verdivurdering, avkastningsmåling og måling, styring og kontroll av risiko og selskapets internkontroll.

Fullmakter. Alle fullmakter er personlige. Styret har gitt styrets leder rett til å tegne Folketrygdfondets firma. Administrerende direktør representerer Folketrygdfondet utad i saker som faller innenfor hans eller hennes myndighet og har rett til å tegne Folketrygdfondets firma.

Administrerende direktør kan skriftlig delegere signaturfullmakt til personer som kan forplikte Folketrygdfondet med sin signatur.

Rammer satt av styret skal vurderes ved behov og skal minimum være gjenstand for styrebehandling en gang årlig.

Uavhengige risikostyringsfunksjoner. Roller og ansvar for risikostyringen skal være klart definert i virksomheten. Gjennom organisering av virksomheten er det etablert arbeidsdeling mellom forvalterdelen av organisasjonen og kontrollerende funksjoner.

Oppfølging og anvendelse

Ansvarliggjøring. Alle ledere har ansvar for risikostyring innen sitt ansvars- og myndighetsområde. Risikovurderinger skal være en integrert del av de daglige forretningsprosessene. Risikovurdering omfatter risikostyring og internkontroll for eventuelle deler av virksomheten som er utkontraktert.

Risikorapportering. Rammer for marked-, valutakurs-, kreditt- og motpartsrisiko overvåkes løpende i Folketrygdfondets automatiske overvåkingssystem. Avdelingsvise risikoregister skal oppdateres minimum hvert tertial. Eventuelle tap forårsaket av operasjonell risiko registreres i et hendelsesregister. Rapport om operasjonell risiko fremlegges for styret samtidig med den årlige evalueringen av operasjonell risiko. Eventuelle brudd på rammer satt av Finansdepartementet, styret eller administrerende direktør, rapporteres til styret i henhold til vedtatt rapportplan.

Videre skal administrerende direktør, minst en gang årlig, utarbeide en samlet vurdering av risikosituasjonen som skal forelegges styret til behandling. Dersom det oppstår kontrollsvikt eller risiko som vurderes høyere enn vedtatt risikotoleranse, skal dette umiddelbart rapporteres til styret eller administrerende direktør.

Evaluering av risikostyring og internkontroll. Det utarbeides årlig skriftlige evalueringer av Folketrygdfondets styring av marked-, valutakurs-, kreditt- og motparts- og operasjonell risiko og Folketrygdfondets internkontrollsystem. Evalueringene er gjenstand for drøftelser med Folketrygdfondets styre.

Anvendelse av risikoinformasjon. Risikoinformasjonen inngår i styringen og oppfølgingen av porteføljene og rapporteres periodisk til Folketrygdfondets ledelse og styre.

Relevante risikomål

For risikostyringsformål skiller Folketrygdfondet mellom følgende risikoformer:

Markedsrisiko er risiko som skyldes den generelle risikoen i de markeder midlene til Statens obligasjonsfond investeres i, og er knyttet til resultatvariasjoner som følge av endringer i markedspriser (kurser). I oppfølgingen og målingen av markedsrisiko opereres det med flere begreper. Absolutt risiko er markedsrisikoen knyttet til de markeder midlene investeres i. Denne risikoen bæres av oppdragsgiver, og Finansdepartementet har definert en referanseportefølje som gir uttrykk for det risikonivået som ønskes. Referanseindeksen trer i kraft når investert beløp i obligasjoner utgjør mer enn 20 prosent av obligasjonsfondets kapital. Relativ risiko er markedsrisiko målt som forskjell i avkastning mellom porteføljen og referanseporteføljen. Finansdepartementet har ikke fastsatt noen ramme for forventet relativ volatilitet.

Kredittrisiko er risiko knyttet til at utstedere av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. For å begrense tap som følge av kredittrisiko, har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk for å fastsette kredittrammer for obligasjoner i porteføljen til Statens obligasjonsfond. Dette rammeverket bygger på utstedernes rating fra internasjonale ratingbyråer og sammensetningen av lån i den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. En stor del av aktuelle norske utstedere har ikke slik rating. I slike tilfeller settes det en intern rating basert på input fra ulike kilder, herunder programvare innkjøpt fra Moody's KMV. I note 11 fremkommer eksponering mot ulike utstedere. I note 14 fremkommer kreditteksponering fordelt etter ratingkategori 31.12.10.

Motpartsrisiko er risiko knyttet til at motparter for derivater, utlån av verdipapirer, bankinnskudd m.v. ikke er i stand til å oppfylle sine forpliktelser overfor Folketrygdfondet. For å begrense tap som følge av motpartsrisiko, har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk for å fastsette rammer for eksponering av slik risiko knyttet til forretninger Folketrygdfondet inngår som del av forvaltningen av Statens obligasjonsfond.

Valutakursrisiko er risiko knyttet til endringer i valutakurs. Finansdepartementet har fastsatt at Folketrygdfondet i forvaltningen av Statens obligasjonsfond ikke skal ta eksplisitte valutaposisjoner som del av den aktive forvaltningen. Finansdepartementet har videre fastsatt at Folketrygdfondet gjennom en praktisk tilnærming skal søke å utligne valutaeksposering når annen eksponering oppstår som følge av utviklingen i porteføljene. Styret til Folketrygdfondet har etablert et rammeverk for hvor ulik valutaeksposeringen kan være i forhold til referanseporteføljen før denne skal utlignes. Inntil referanseindeksen trer i kraft er det i denne sammenheng forutsatt at valutassammensetningen for referansen er norske kroner.

Likviditetsrisiko er todelt. Det er risikoen for at Folketrygdfondet ikke kan oppfylle sine betalingsforpliktelser og det er risikoen for at det ikke er mulig å realisere instrumenter når Folketrygdfondet finner det ønskelig å foreta et salg. Risikoen for at Folketrygdfondet ikke kan oppfylle sine forpliktelser styres som en integrert del av likviditetsoppfølgingen. Risikoen for at det ikke er mulig å realisere instrumenter når Folketrygdfondet finner det ønskelig som ledd i forvaltningen er spesielt stor som følge av Folketrygdfondets størrelse i markedene. I den operative forvaltningen inngår derfor likviditetshensyn som et av flere kriterier ved vurdering av hvilke porteføljevalg som foretas.

Operasjonell risiko defineres som risikoen for tap som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil, eller eksterne hendelser, herunder juridisk risiko. Operasjonell risiko skal være identifisert, dokumentert og skal kunne måles og kontrolleres før ny virksomhet (som for eksempel plassering i nye instrumenter, aktivaklasser, motparter, eksterne tjenesteytere, IT-systemer mv.) igangsettes.

Styret i Folketrygdfondet har etablert et rammeverk for måling og styring av operasjonell risiko, og det er en målsetting at den operasjonelle risikoen skal holdes på et så lavt nivå som mulig. Dersom risikovurderingene eller registrerte hendelser viser behov for forbedringstiltak, blir disse fulgt opp og ved hjelp av korrigerende tiltak søker man å redusere risikoen til et akseptabelt nivå.

NOTE 13 – MARKEDSRISIKO

Markedsrisikoen i fondet bestemmes av utviklingen i det norske obligasjonsmarkedet og porteføljens sammensetning. Fondets risiko måles i absolutt forstand. Det vil si at fondets risiko ikke ses i sammenheng med en referanseindeks, men evalueres på selvstendig basis. Oppdragsgiver har fastsatt en referanseindeks som trer i kraft når investert beløp i obligasjoner overstiger 20 prosent av obligasjonsfondets kapital.

Fondets risiko estimeres med basis i volatiliteten i den faktiske porteføljen. Absolutt historisk volatilitet er beregnet som standardavviket til tidsserien for avkastning i perioden. De beregnede standardavvikene er annualisert.

Absolutt volatilitet per 31.12.10 i prosent

	Forventet	Historisk
Statens obligasjonsfond; Totalt	0,6	0,2
Statens obligasjonsfond; Inv. Kapital	3,3	2,0

Historisk volatilitet tar utgangspunkt i månedlige observasjoner.

Forventede volatiliteter er beregnet med hjelp av systemet RiskManager3 fra RiskMetrics. Det er benyttet parametrisk metode med siste fem års månedlige observasjoner som grunnlag for risikoparametrene. Disse er sammenvektet med en nedvektingsfaktor på 0,97.

Forventet volatilitet gir uttrykk for hvordan avkastningen frem i tid antas å variere basert på porteføljens sammensetning per 31.12.10. Til forskjell fra forventet volatilitet gir historisk volatilitet uttrykk for hvordan den faktiske avkastningen har variert i perioden frem til 31.12.10.

Renterisiko

Verdien av Statens obligasjonsfond er følsom for endringer i rentenivået. I tabellen under er følsomheten vist for endringer i rentenivået på +/- 10 basispunkter.

Effekt av renteendring på 10 basispunkter	Anslått verdiendring i mill. kroner (økning ved rentenedgang og reduksjon ved renteoppgang)	
	Renteendring	
Norske kroner	+/- 10 bp	13,2
Euro	+/- 10 bp	4,7
Amerikanske dollar	+/- 10 bp	0,4
Totalt	+/- 10 bp	18,3

NOTE 14 – KREDITTEKSPONERING OG MOTPARTSEKSPONERING**Kreditrisiko**

For Statens obligasjonsfond oppstår kredittrisiko som følge av investeringer i obligasjoner utstedt av ulike utstedere.

Obligasjonsporteføljen fordelt etter ratingkategorier for utsteder*

Beløp i millioner kroner	Statens obligasjonsfond
AAA/Aaa - stat	0
AAA/Aaa - privat	375
AA/Aa	329
A	2 924
BBB/Baa	3 647
BB/Ba	749
B	1 172
Lavere	106
Ingen vurdering	0
Sum	9 302

Andel i prosent	Statens obligasjonsfond
AAA/Aaa - stat	0,0
AAA/Aaa - privat	4,0
AA/Aa	3,5
A	31,4
BBB/Baa	39,2
BB/Ba	8,1
B	12,6
Lavere	1,1
Ingen vurdering	0,0
Sum	100,0

* Det er 54,6 prosent av obligasjonene i porteføljen som har rating fra et av de internasjonale ratingbyråene (S&P, Moody's, Fitch). I tilfeller hvor låntager har rating fra alle tre eksterne byråer er midterste rating benyttet og i tilfeller med rating fra to byråer er laveste rating benyttet. I tilfeller hvor låntager ikke har ekstern rating er intern rating benyttet slik denne fremkommer i Folketrygdfondets kredittrammeverk.

Karakterskalaene går fra AAA (Aaa) til D, hvor AAA er best og D er konkurs. Karakter på BBB eller bedre anses å være «investment grade». I porteføljen er det lån utstedt av i alt 15 låntagere som ikke har «investment grade».

Det er i alt to låntagere i den norske renteporteføljen med en lavere kredittvurdering enn B. En av disse, Eitzen Maritime Services, fikk høsten 2010 utsettelse fra obligasjonseierne for en kuponginnbetaling i påvente av egenkapitalemisjon. Egenkapitalemisjonen var garantert av obligasjonseierne gjennom vedtak på obligasjonseiermøte om å konvertere manglende kupongbetaling og deler av hovedstol dersom emisjonen ikke ble fulltegnet. Resultatet av denne garantien var at kupongbetalingen ble konvertert til aksjer i selskapet, i tillegg til at 1,4 prosent av hovedstol ble konvertert til aksjer. Dette innebar at Statens obligasjonsfond fikk tildelt 6 655 192 aksjer i selskapet. Mottatte aksjer ble solgt i desember 2010 rett etter konverteringen. Som følge av egenkapitalemisjonen er ikke lengre denne utstederen i brudd på lånebetingelsene i obligasjonslånet.

Per 31.12.10 hadde en låntager fått midlertidig fritak fra enkelte klausuler i låneavtalen. Eksponeringen mot denne låntageren var per 31.12.10 60 mill. kroner.

Kredittvurdering målt ved karakterskalaen som er brukt over sier noe om i hvilken grad porteføljen er utsatt for kreditteksponering. Ved endring i kredittspredan (marginen mellom renten på kredittobligasjoner og statsobligasjoner) vil prisen endre seg mer desto lengre løpetiden på lånene er. Et mål på gjennomsnittlig kredittløpetid er kredittdurasjon. Kredittdurasjonen til Statens obligasjonsfond var per 31.12.10 2,9 år.

I forvaltningen har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk som baserer seg på rating for utsteder, ved at bedre rating gir høyere ramme. I rammeverket gir ulik grad av samme karakter også ulik ramme (dvs BB+ gir høyere ramme enn BB som igjen gir høyere ramme enn BB-). I dette rammeverket inngår i tillegg til de eksterne kildene for rating også Folketrygdfondets interne modeller for kredittrating. Det innebærer at alle utstedere i det

interne rammeverket har rating. Rating fra de internasjonale ratingbyråene (S&P, Moody's og Fitch) har i det interne rammeverket prioritet. Ved ulik rating fra byråene brukes midtre rating når alle tre byråene har ratet utsteder og laveste dersom to av byråene har ratet utsteder. For lån uten rating fra ett av de tre internasjonale byråene brukes intern rating, men denne kan ikke være mer enn en grad bedre enn ratingindikasjon fra norsk meglerhus (dvs. om norsk meglerhus har indikert BB, kan ikke intern rating være høyere enn BB+). De interne modellene gir gjennomgående lik eller lavere kredittrating enn norske meglerhus.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko oppstår ved handel i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter og gjenkjøpsavtaler, i tillegg til at usikrede bankinnskudd også blir definert som motpartsrisiko. Motpartsrisiko oppstår også overfor depotbank og overfor oppgjørssystemer. Folketrygdfondets styre har fastsatt egne retningslinjer for motpartseksponering, herunder rammer. I utfyllende retningslinjer til forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, har Finansdepartementet satt som krav at motparter skal ha en kredittrating på minst A- fra S&P, Moody's eller Fitch. Norske motparter som mangler internasjonal rating, kan likevel benyttes, men i slike tilfeller må Folketrygdfondet internt dokumentere et tilsvarende ratingnivå. Per 31.12.10 hadde alle Folketrygdfondets motparter som var brukt i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge en tilfredsstillende rating fra minst et av de internasjonale byråene.

Folketrygdfondet vektlegger å redusere motpartseksponeringen gjennom sikkerhetsstillelse som er nærmere omtalt i note 16. Motpartseksponeringen er nærmere omtalt i note 16 for bankinnskudd og i note 15 for ikke-børsnoterte derivater. I balansen er virkelig verdi brukt for motpartsforretninger. I rammeutnyttelsen legges det til et påslag avhengig av risikoegenskaper ved instrumentet, mens stilt sikkerhet fratrekkes.

NOTE 15 – FINANSIELLE DERIVAT

Noten viser virkelig verdi av finansielle derivater. Folketrygdfondet bruker derivater for å styre risikoen til Statens obligasjonsfond. Det er utelukkende benyttet ikke-børsnoterte derivater i risikostyringen i 2010.

Beløp i millioner kroner

Valutasikringsinstrumenter	Virkelig verdi			Balanseført netto
	Eiendel	Gjeld	Sum	
Valutasikringsinstrumenter med motpart, fordring	8,1			
Sum valutasikringsinstrumenter	8,1	0,0	8,1	
Sum balanseført				8,1

Valutasikringsinstrumenter benyttet i 2010 er valutawapper og valutaterminer (i tillegg til rene spothandler) i valutastyringen av Statens obligasjonsfond. De to instrumenttypene er gjennomgående benyttet for å valutasikre obligasjonsbeholdninger i fremmed valuta. En valutawap er en gjensidig bindende avtale mellom to parter om bytte av valuta for en fast periode til en avtalt vekslingskurs. Ved en valutatermin inngås en avtale om å kjøpe (selge) en valuta frem i tid til avtalt vekslingskurs.

Utestående valutaswapper og –terminer per 31.12.10:

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Nominell sikring mot NOK</i>	<i>Markeds- verdi, NOK</i>
USD/NOK	352,1	5,1
EUR/NOK	1 049,4	3,0
Sum	1 401,5	8,1

Renteswapper

Det er i 2010 ikke benyttet renteswapper i styringen av renterisikoen til Statens obligasjonsfond. Ved en renteswap inngår man en avtale om å betale (motta) en flytende rente og motta (betale) en fast rente for en gitt periode.

ISDA og netting

Folketrygdfondet er den juridiske motpart overfor banker når bl.a. valutahandler og renteswapper som brukes i forvaltningen av Statens obligasjonsfond og Statens obligasjonsfond inngås. Folketrygdfondet har etablert ISDA-avtaler med alle motparter det er inngått valutahandler og renteswapper med. Et sentralt element ved ISDA er at det avtales netting. Netting innebærer bl.a. at det er netto utestående mellom Folketrygdfondet og aktuell motpart som representerer det mellomværende som ved konkurs hos en av partene blir gjenstand for bobehandling. I balansen til Statens obligasjonsfond er nettosummen for virkelig verdi vist avhengig av om nettosummen mot aktuell motpart, for de forretninger som er inngått i forvaltningen av Statens obligasjonsfond, er positiv eller negativ. Balanseføringen for Statens obligasjonsfond er gjort uavhengig av fortegnet på nettoposisjon for Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond samlet mot aktuell motpart. Balanseføringen er således gjennomført for å vise status dersom Statens obligasjonsfond var en egen juridisk enhet. Per 31.12.10 var verdien av forretninger inngått under ISDA-avtale i favør av SOF mot samtlige motparter.

Det er inngått tilleggskontrakter til ISDA (Credit Support Annex) som innebærer sikkerhetsstillelse, det vises til note 16 for mer informasjon.

NOTE 16 – SIKKERHETSSTILLELSE

Noten viser forhold som medfører belåning av kapitalen til Statens obligasjonsfond.

For å minimere motpartsrisikoen for ikke-børsnoterte derivater har Folketrygdfondet inngått tilleggsavtale til alle ISDA-avtaler (*Credit Support Annex*) som innebærer at det skal stilles sikkerhet. Det er inngått avtale om at sikkerhet skal stilles separat for hhv. Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, men at slik sikkerhet ved konkurs skal motregnes nettoverdien av inngåtte forretninger mellom Folketrygdfondet og aktuell motpart.

Folketrygdfondet har inngått avtale som innebærer at arbeid knyttet til innkreving og oppfølging av sikkerhet er utkontraktert til J.P. Morgan.

Det er i avtalene stilt krav til hvilke typer sikkerheter som godtas og det er avtalt daglig avregning av behovet for sikkerhet. Terskelverdien for innhenting av sikkerhet er satt til under 1 million euro for Folketrygdfondets motparter. For de forretninger Folketrygdfondet inngår på vegne av hhv. Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond er det avtalt en betydelig høyere terskelverdi for Folketrygdfondet.

Mottatt kontantsikkerhet er balanseført fordi Folketrygdfondet har tilgang til denne sikkerheten på konto og har avtalt å kompensere motparten som stiller sikkerheten med en rentekompensasjon. Kontantsikkerhet er stilt i euro og er videreplassert i euro. Videreplasseringen inngår i balansen i linjen for bankinnskudd. Ingen av motpartene hadde per 31.12.10 valgt å stille verdipapirer som sikkerhet.

Mottatt sikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>2010</i>	<i>2009</i>
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater	51	10
Mottatt kontantsikkerhet	51	10



Statsautoriserte revisorer
Ernst & Young AS

Christian Frederiks pl. 6, NO-0154 Oslo
Oslo Atrium, P.O. Box 20, NO-0051 Oslo

Foretaksregisteret: NO 876 388 387 MVA
Tlf.: +47 24 00 24 00
Faks: +47 24 00 24 01
www.ey.no

Medlemmer av Den norske Revisorforening

Til Finansdepartementet

REVISORS BERETNING

Uttalelse om årsregnskapet

Vi har revidert årsregnskapet for Statens obligasjonsfond, som består av balanse per 31. desember 2010, resultatregnskap for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

Styrets og daglig leders ansvar for årsregnskapet

Styret og daglig leder er ansvarlig for å utarbeide årsregnskapet og for at det gir et rettviseende bilde i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge, og for slik intern kontroll som styret og daglig leder finner nødvendig for å muliggjøre utarbeidelsen av et årsregnskap som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil.

Revisors oppgaver og plikter

Vår oppgave er å gi uttrykk for en mening om dette årsregnskapet på bakgrunn av vår revisjon. Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder International Standards on Auditing. Revisjonsstandardene krever at vi etterlever etiske krav og planlegger og gjennomfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon.

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i årsregnskapet. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at årsregnskapet inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for selskapets utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettviseende bilde. Formålet er å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av selskapets interne kontroll. En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimaterne utarbeidet av ledelsen er rimelige, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av årsregnskapet.

Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

Konklusjon

Etter vår mening er årsregnskapet for Statens obligasjonsfond avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av selskapets finansielle stilling per 31. desember 2010 og av dets resultater for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge.

Uttalelse om øvrige forhold


Konklusjon om årsberetningen

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, mener vi at opplysningene i årsberetningen om årsregnskapet og forutsetningen om fortsatt drift er konsistente med årsregnskapet og i samsvar med lov og forskrifter.

Konklusjon om registrering og dokumentasjon

Basert på vår revisjon av årsregnskapet som beskrevet ovenfor, og kontrollhandlinger vi har funnet nødvendig i henhold til internasjonal standard for attestasjonsoppdrag (ISAE) 3000 «Attestasjonsoppdrag som ikke er revisjon eller begrenset revisjon av historisk finansiell informasjon», mener vi at styret og daglig leder har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av selskapets regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringsskikk i Norge.

Oslo, 10. mars 2011
ERNST & YOUNG AS


Eirik Tandrevold
statsautorisert revisor



Design og idé:
Red kommunikasjon
www.redkommunikasjon.no

Fotografer:
Jimmy Linus
www.jimmylinus.com
Ellen Johanne Jarli
www.ellenjarli.com

Trykkeri:
RK Grafiske AS
www.rkg.no

Papir:
Omslag: Munken Lynx 240g
Innmat 1: Munken Lynx 120g
Innmat 2: Munken Lynx 90g

Folketrygdfondet

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