

Folketrygdfondet

2011

ÅRSRAPPORT 2011

Folketrygdfondet forvalter
Statens pensjonsfond Norge
og Statens obligasjonsfond

INNLEDNING

Historikk	2
Nøkkeltall	3
Hovedpunkter	4
Meravkastning i turbulente tider v/adm. direktør Olaug Svarva	5

STYRETS BERETNING

Styringsmodell (grafikk)	6
Styrets beretning 2011	8
Presentasjon av styret	16

FOLKETRYGDFONDET

Forvaltningsvirksomheten (grafikk)	18
Investeringsfilosofi	20
Rammeverk og styringsstruktur	24
Risikostyring	26
Organisasjon	30

FORVALTNING

Motsyklisk rebalansering (grafikk)	34
Markedsutviklingen	36
Forvaltning Statens pensjonsfond Norge	40
Porteføljeutvikling og avkastning: Godt valg av verdipapirer bidrar mest	41
Forvaltningsmandat: To rebalanseringer i 2011	48
Aksjeutlån: Bidrar til likvide markeder	50
Finansiell risikostyring: Forvaltningen har vært innenfor rammene	52
Forvaltning Statens obligasjonsfond	58
Porteføljeutvikling og avkastning: Nye obligasjonslån i andre halvår	59
Forvaltningsmandat	60
Finansiell risikostyring: Forvaltning innenfor fastsatte rammer	62

AVKASTNING OVER TID

Statens pensjonsfond Norge – avkastning over tid (grafikk)	64
Avkastningsutviklingen 1998-2011: God meravkastning siste fem år	66
Faktormodeller: Hva gir god avkastning over tid?	69

TEMA

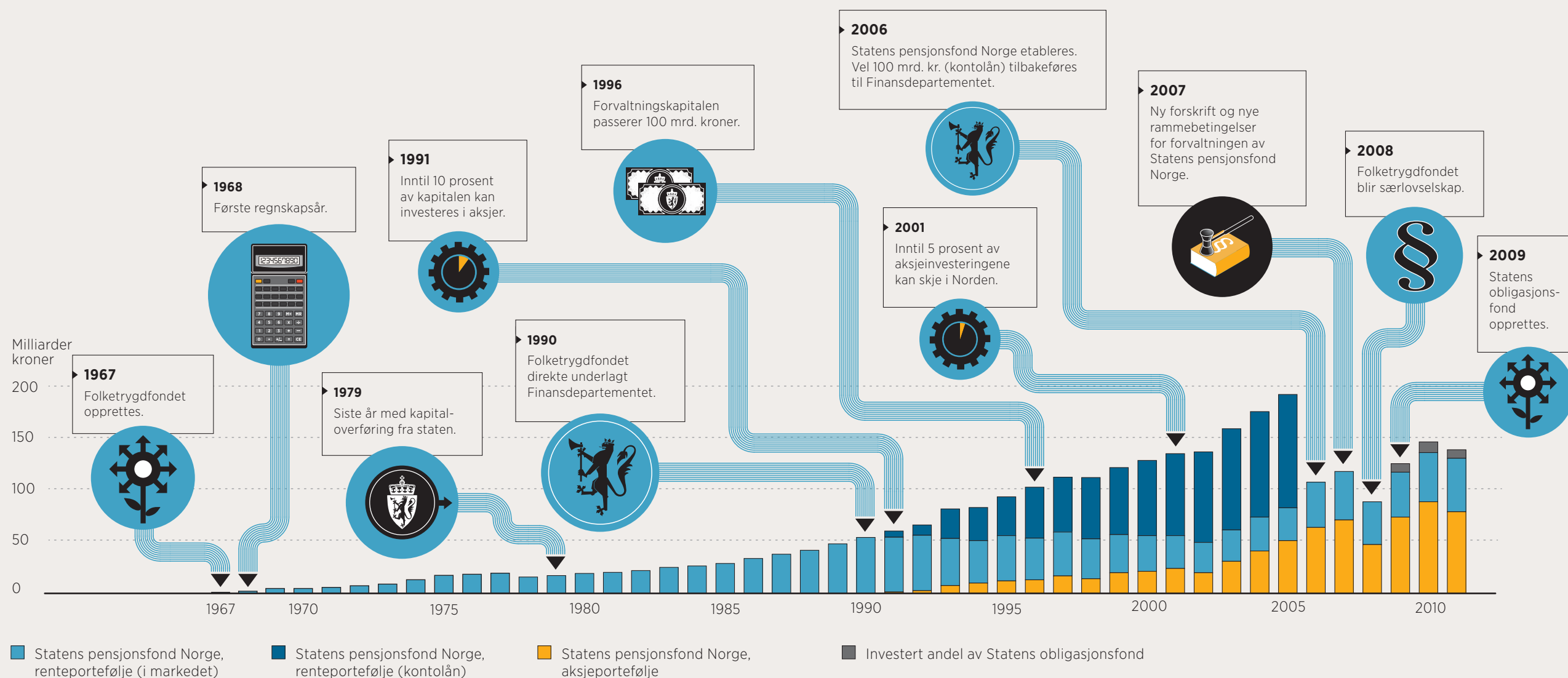
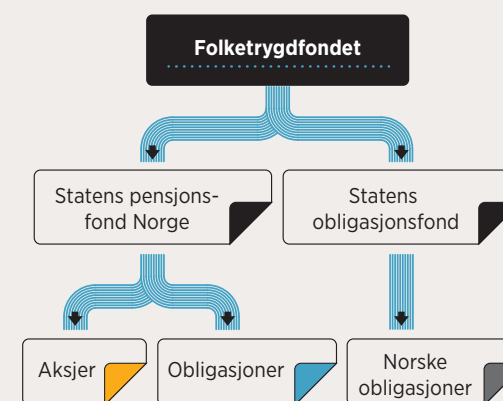
Den økonomiske krisen i Europa (grafikk)	76
Lærdommer fra finanskrisen	
Gjeldskrisen i Europa – bakgrunn og lærdommer v/ professor Steinar Holden	78
Gamle sannheter og nye innsikter v/ sjeføkonom Thomas Ekeli	86

REGNSKAP FOLKETRYGDFONDET

Folketrygdfondet	92
Statens pensjonsfond Norge	104
Statens obligasjonsfond	138

Innledning

Folketrygdfondet er et særlovselskap som forvalter Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond etter mandater gitt av Finansdepartementet. Kapitalen står som innskudd i Folketrygdfondet og investeres i Folketrygdfondets navn. Forvaltningskapitalen investeres i norske og nordiske aksjer og obligasjoner. Folketrygdfondets mål er å være en ansvarlig kapitalforvalter som over tid leverer meravkastning.



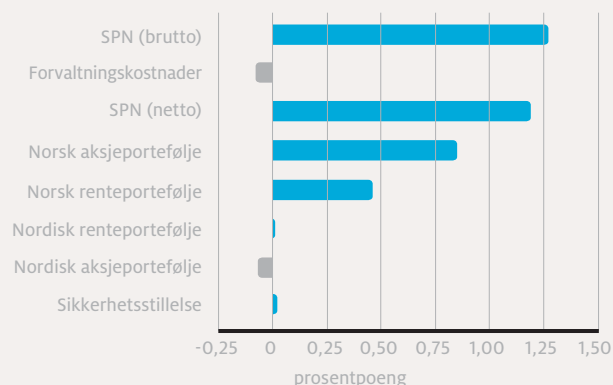
STATENS PENSJONSFOND NORGE - NØKKELTALL

Resultat/avkastning		2007	2008	2009	2010	2011
Resultat	mill. kroner	10 409	-29 596	29 319	17 812	-5 399
Avkastning	prosent	9,8	-25,1	33,51	15,27	-3,92
Differanseavkastning	prosentpoeng	2,6	3,7	-2,24	0,56	1,26
Avkastning norsk aksjeportefølje	prosent	16,4	-49,2	58,98	19,11	-10,88
Differanseavkastning norsk aksjeportefølje	prosentpoeng	4,9	4,9	-5,80	0,76	1,57
Avkastning nordisk aksjeportefølje	prosent	3,0	-32,8	17,62	28,18	-17,49
Differanseavkastning nordisk aksjeportefølje	prosentpoeng	2,6	4,7	-4,06	-1,49	-0,79
Avkastning norsk renteportefølje	prosent	3,0	8,5	10,38	7,23	7,84
Differanseavkastning norsk renteportefølje	prosentpoeng	-0,2	0,7	2,05	0,55	1,55
Avkastning nordisk renteportefølje	prosent	2,5	23,5	-6,33	3,66	8,03
Differanseavkastning nordisk renteportefølje	prosentpoeng	-0,2	-1,1	-2,20	0,55	0,20
Forvaltningshonorar	prosent	0,05	0,08	0,10	0,07	0,08
Avkastning etter forvaltningskostnader	prosent	9,75	-25,21	33,41	15,20	-4,00

Kapital

Statens pensjonsfond Norge, egenkapital	mill. kroner	117 347	87 751	117 020	134 882	129 483
Norsk aksjeportefølje	mill. kroner	60 332	39 043	63 706	75 791	66 847
	prosent	51,4	44,5	54,4	56,2	51,6
Nordisk aksjeportefølje	mill. kroner	10 029	7 441	9 612	12 349	11 820
	prosent	8,6	8,5	8,2	9,1	9,1
Norsk renteportefølje	mill. kroner	40 145	34 115	37 356	40 132	42 940
	prosent	34,2	38,9	31,9	29,8	33,2
Nordisk renteportefølje	mill. kroner	6 841	7 161	6 391	6 613	7 900
	prosent	5,8	8,1	5,5	4,9	6,1

Bidrag til differanseavkastning 2011



Statens pensjonsfond Norge oppnådde i 2011 en meravkastning på 1,26 prosentpoeng (brutto). Etter fratrukk av forvaltningshonorar var meravkastningen 1,18 prosentpoeng. Bedre avkastning for den norske aksjeporteføljen enn for hovedindeksen på Oslo Børs ga et positivt bidrag på 0,85 prosentpoeng til differanseavkastningen for Statens pensjonsfond Norge.

Bedre avkastning for den norske og nordiske renteporteføljen enn de respektive referanseporteføljer, ga positive bidrag på henholdsvis 0,46 og 0,01 prosentpoeng. Tilsvarende ga svakere avkastning for den nordiske aksjeporteføljen et bidrag på -0,07 prosentpoeng. I tillegg bidro videreplassering av stilt kontantsikkerhet svakt positivt.

STATENS OBLIGASJONSFOND - NØKKELTALL

Resultat/avkastning		2009	2010	2011
Resultat	mill. kroner	607	669	361
Avkastning investert kapital	prosent	13,08	7,61	4,40
Markedsverdi investeringer	mill. kroner	8 216	9 952	8 174
Kapital i Statens obligasjonsfond	mill. kroner	50 607	51 276	51 637

HOVEDPUNKTER I ÅRSRAPPORTEN

- ▶ Folketrygdfondet er en langsiktig og ansvarlig forvalter.
- ▶ Vårt mål er å levere høyest mulig avkastning over tid, og høyere enn referanseindeksene.
- ▶ Vi skal ha en åpen og forutsigbar eierskapsutøvelse.

FORVALTNINGEN AV STATENS PENSJONSFOND NORGE 2011

- ▶ Markedsverdien av Statens pensjonsfond Norge var ved utgangen av året 129,5 milliarder kroner.
- ▶ Avkastningen var på -3,92 prosent, mens referanseindeksen viste en avkastning på -5,19 prosent. I kroner utgjør dette en meravkastning på 1,7 milliarder.
- ▶ Selskapsspesifikke hendelser ga store utslag i porteføljens meravkastning.
- ▶ Selskaper der vi er undervektet, bidro mest til meravkastningen i den norske porteføljen.

FORVALTNINGEN AV STATENS OBLIGASJONSFOND 2011

- ▶ Statens obligasjonsfond kjøpte 13 nye obligasjonslån, de fleste i andre halvår.
- ▶ I alt ble det kjøpt obligasjonslån for 1 230 millioner kroner og solgt for 1 698 millioner.
- ▶ Investert kapital hadde en avkastning på 4,40 prosent.

AVKASTNING OVER TID I STATENS PENSJONSFOND NORGE

- ▶ Vår aktive forvaltning har siden 1998 gitt en meravkastning på 0,52 prosentpoeng per år.
- ▶ Meravkastningen har vært særlig god den siste femårsperioden.

MERAVKASTNING I TURBULENTE TIDER

2011 har stått i gjeldskrisenes tegn. Det har vært et år preget av volatile finansmarkeder og kursfall i aksjemarkedene. I Norge har man hatt høy økonomisk aktivitet og lav rente – en kombinasjon som vitner om unormale og usikre økonomiske tider.

Avkastningen som ble oppnådd i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, ble i 2011 på -5,4 milliarder kroner, tilsvarende -3,9 prosentpoeng. Det innebærer likevel en meravkastning på 1,26 prosentpoeng sammenlignet med referanseindeksen. Over de siste fem år er det oppnådd en samlet avkastning på 22,5 milliarder kroner. Av dette utgjør 9 milliarder kroner, eller hele 40 prosent, meravkastning i forhold til referanseindeksen.

Den volatile markedsutviklingen har nødvendiggjort to større rebalanseringer der nærmere 7 milliarder kroner ble omplassert fra aksjeforføljene til renteforføljene i første halvår. Etter at aksjemarkedene begynte å falle utover i annet halvår, ble et tilsvarende beløp omplassert fra rentebærende papirer til aksjer. Finansdepartementets mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge fastsetter de risikorammene Folketrygdfondet må operere innenfor, og rebalanseringene følger direkte av mandatet. Når markedene faller eller stiger, må porteføljen justeres slik at balansen mellom en aksjeforfølje på 60 prosent og en renteforfølje på 40 prosent opprettholdes. Med en enkel, forklarende strek har illustratøren til denne årsrapporten tegnet dette som innledning til seksjonen Forvaltning.

Selv om prinsippene for forvaltningen er enkle og klare, innebærer det et betydelig arbeid å følge opp forvaltningsmandatets rammer i perioder med store svingninger. Det kreves en lang rekke beslutninger, en fokusert innsats på kvalitetssikring og kontroll, og på mange punkter må det foretas vurderinger der usikkerhet er et uunngåelig element. Markedene var i 2011 også preget av flere enkeltstående hendelser som hadde stor betydning for de samlede resultater.

De resultater som fremlegges i årsrapporten, viser at vi har maktet å håndtere de utfordringer vi har stått overfor i 2011, på en god måte.

Bevisstheten om at Folketrygdfondet skiller seg fra andre

aktører på en del områder, er viktig for den investeringsfilosofien vi har. I denne årsrapporten gir vi en nærmere beskrivelse både av våre kjennetegn som langsiktig, risikobevist, motsyklisk og ansvarlig investor, og av den investeringsfilosofien vi baserer forvaltningen på.

Som en statlig og stor institusjonell investor er det et ufravikelig krav til oss at vi opptrer saklig og ryddig. I dette ligger også at vi skal være forutsigbare og profesjonelle i møte med de selskaper vi investerer i, og i vårt forhold til andre aktører.

For en investor som Folketrygdfondet vil det alltid være viktig med god kjennskap til både enkeltstående og økonomiske utviklingstrekk som påvirker finansmarkedene. Professor Steinar Holden trekker i denne årsrapporten frem noen viktige lærdommer fra gjeldskrisen i Europa. Spesielt for den tiden vi er inne i nå, er at også politiske prosesser har stor betydning for investorene og for markedene. Som Folketrygdfondets sjeføkonom Thomas Ekeli påpeker i sin kommentar i denne årsrapporten, erkjenner både myndigheter og investorer verden over i stigende grad at det er behov for bedre forståelse av moderne finansmarkeder og av den gjensidige avhengigheten mellom finansmarkeder og realøkonomi.

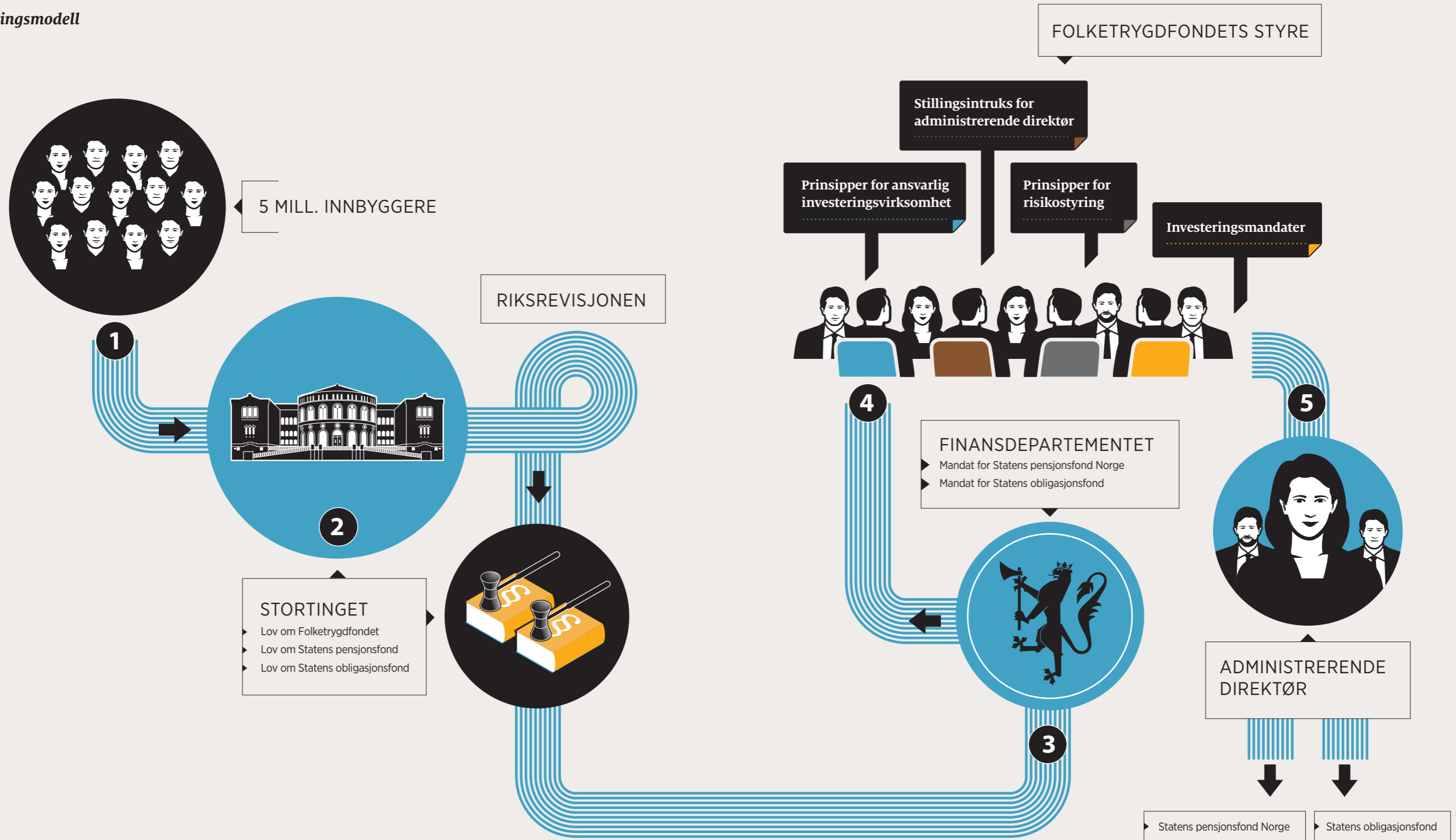
Mange trekk i utviklingen i de senere årene har bidratt til at investorrollen er blitt mer krevende og utfordrende. I Folketrygdfondet har vi bygd opp en faglig sterk organisasjon med bred kompetanse, og vi er gjennom våre mandater en langsiktig investor med evne til å håndtere vanskelige økonomiske tider. Selv om det ikke kan forventes at vi oppnår en like høy meravkastning i årene som kommer, har vi fortsatt gode forutsetninger for å oppfylle samfunnsoppdraget vårt som en langsiktig og god forvalter av fellesskapets verdier.



Olaug Svarva
Administrerende direktør

Styrets beretning

Styringsmodell



STYRETS BERETNING

Oppgaver og rammeverk

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

Fra 1. januar 2011 er forskrifter, retningslinjer og forvaltningsavtaler for Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond erstattet med henholdsvis Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Mandat for forvaltningen av Statens obligasjonsfond, fastsatt av Finansdepartementet. Dette er primært en endring i styringsstrukturen og har ikke konsekvenser for rammebetingene for selve forvaltningen. Sammenlignet med tidligere reguleringer er mandatene mindre detaljerte og holdt på et mer prinsipielt nivå. Med utgangspunkt i mandatene fra Finansdepartementet vedtar styret prinsipper, retningslinjer og rammer for forvaltning av kapitalen, og disse skal offentliggjøres. Fra og med årsskiftet 2011/2012 er slike styringsdokumenter for forvaltningen publisert på Folketrygdfondets hjemmeside. Det er styrets vurdering at det strukturelle rammeverket som er etablert, er hensiktsmessig for de oppgaver Folketrygdfondet er satt til å ivareta.

Ved avleggelse av regnskap for Folketrygdfondet, Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond er det lagt til grunn forutsetninger for fortsatt drift, 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 181 119,9 millioner kroner av samlet balanse på 181 193,7 millioner kroner per 31. desember 2011.

I henhold til mandatene gitt av Finansdepartementet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, skal forvaltningshonorar fra Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond dekke de kostnader Folketrygdfondet har ved forvaltningen av de to fondene.

Samlede inntekter utgjorde 120,3 millioner kroner i 2011. Av dette er forvaltningshonoraret fra Statens pensjonsfond Norge på 109,7 millioner kroner, som utgjør om lag 8,1

basispunkter regnet som andel av investert kapital i Statens pensjonsfond Norge. Tilsvarende tall for 2010 var på 91 millioner kroner og om lag 7,7 basispunkter. 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 16,4 basispunkter i 2010.

Forvaltningshonoraret fra Statens obligasjonsfond utgjorde 10 millioner kroner i 2011, som utgjør om lag 10,0 basispunkter av investert kapital.

Folketrygdfondets egenkapital var per 31. desember 2011 på 27,4 millioner kroner. Ved utgangen av 2010 var egenkapitalen 26,2 millioner kroner. Av årets resultat på 2,1 millioner kroner er 1,1 millioner kroner foreslått ført mot egenkapitalen, mens 1 million kroner er foreslått avsatt til utbytte.

Risikostyring og internkontroll

Finansdepartementets mandater setter krav om at Folketrygdfondet skal følge forskrift om risikostyring og internkontroll («risikostyringsforskriften») fastsatt av Finanstilsynet, så langt denne passer. Videre skal det fastsettes prinsipper som minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder for verddivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll med risiko.

Folketrygdfondets styre har vedtatt at risikostyringsforskriften skal gjelde for hele Folketrygdfondets virksomhet, og at prinsippene i rammeverket fra The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, COSO, skal benyttes i arbeidet med risikostyring og internkontroll.

Styret har fastsatt prinsipper som omfatter både finansiell, operasjonell og helhetlig risikostyring, og har satt krav til at det skal arbeides 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 evaluerer regelmessig sin kompetanse og sitt arbeid knyttet til risikostyring og internkontroll.

Styret har inngått avtale med KPMG om internrevisjon for å sikre uavhengige risikovurderinger, kvalitetssikring av rutiner og etterlevelse av styrets prinsipper og retningslinjer. Ernst & Young forestår ekstern revisjon av Folketrygdfondet, Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, og verifiserer Folketrygdfondets etterlevelse av GIPS-standardene for avkastningsberegninger. 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 og mandater fastsatt av Finansdepartementet. Riksrevisjonen fører kontroll med Finansdepartementets forvaltning av statens interesser, og kan foreta undersøkelser hos Folketrygdfondet etter lov av 7. mai 2004 nr. 21 om Riksrevisjonen. Styret anser kontrollsystemene og kontrollmiljøet i Folketrygdfondet som gode, og det er ikke avdekket vesentlige operasjonelle feil.

Styre og administrasjon

Det har ikke skjedd endringer i Folketrygdfondets styre i løpet av 2011. Styret har avholdt 8 styremøter i løpet av året. 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 også i 2011 brukt mye ressurser på arbeid med investeringsstrategi og -profil, risikovurderinger og eierskapsutøvelse. Folketrygdfondet har opprettet et saksforberedende revisjonsutvalg som består av Mai-Lill Ibsen (leder), Marianne Hansen og Arne Skauge. I tilknytning til innføring av variabel lønn for ansatte i Folketrygdfondet i 2011, er det etablert et godtgjøringsutvalg bestående av arbeidsutvalgets medlemmer. Godtgjøringsutvalgets mandat er å forberede alle saker knyttet til lønn og annen godtgjørelse som skal besluttes av styret.

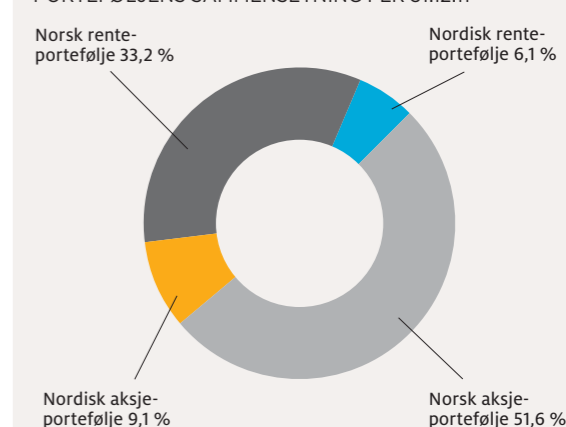
Ved utgangen av 2011 hadde Folketrygdfondet 47 ansatte, mens det var 42 ansatte ved utgangen av foregående år. Andelen kvinner utgjorde 40 prosent. Folketrygdfondets ledergruppe besto ved årsskiftet av ni personer, hvorav fem

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 3,4 prosent. Egenmeldingsfra-

PORTEFØLJENS SAMMENSETNING PER 31.12.11



Ved utgangen av 2011 utgjorde aksjeandelen i Statens pensjonsfond Norge 60,7 prosent, mens renteandelen var på 39,3 prosent. 85,0 var plassert i Norge, mens den resterende andelen var investert i aksjer og rentebærende papirer i Danmark, Finland og Sverige.

været utgjorde 25 prosent av det totale sykefraværet. Det har ikke forekommet arbeidsulykker i løpet av året. Folketrygdfondets virksomhet er ikke regulert av konsesjoner eller pålegg av miljømessig karakter. Virksomheten, som omfatter kontordrift, forurenser i liten grad det ytre miljø.

Folketrygdfondet har i 2011 for første gang hatt avtaler om variabel avlønning for ansatte. Den etablerte ordningen er innenfor de rammer, og i tråd med de prinsipper, som fremgår av forskrift 1. desember 2010 nr. 1507 om godtgjøreelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Variabel lønn er innført som et strategisk virkemiddel for å bidra til at Folketrygdfondet når sine kortsiktige og langsiktige mål.

I løpet av 2011 har styret vedtatt ny visjon og virksomhetsstrategi for Folketrygdfondet. Videre ble det fastsatt revidert IKT- strategi og ny kommunikasjonsstrategi. Det

samfunnsoppdraget som Folketrygdfondet har, er å være en ansvarlig forvalter av fellesskapets finansielle verdier, og gjennom betryggende kapitalforvaltning sikre god avkastning over tid. Dette innebærer å være en langsiktig eier og investor. Folketrygdfondet må derfor både utøve ansvarlig investeringsvirksomhet og eierskapsutøvelse og bidra til velfungerende markeder. Som visjon for virksomheten er det fastsatt at Folketrygdfondet skal være et finansielt sterkt miljø som forbedrer markedene en opererer i.

Folketrygdfondet har også i 2011 ivaretatt forvalteropp-gavene både av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond på en ansvarsbevisst og betryggende måte. Styret takker alle medarbeiderne i Folketrygdfondet for den innsatsen som ytes og de gode resultater som er oppnådd.

STATENS PENSJONSFOND NORGE

Rammer og risiko

Det er Finansdepartementet som fastsetter den referanseindeksen avkastningen til Statens pensjonsfond Norge skal måles mot. Den strategiske referanseindeksen 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. Det er satt krav til at forvaltningen skal legges opp med sikte på at relativ volatilitet ikke overstiger tre prosentpoeng.

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

Hovedindeksen ved Oslo Børs (OSEBX) var referansein-deks for den norske aksjporteføljen i 2011, mens selska-pene i aksjeindeksen VINX Benchmark (VINXB) notert på børs i Danmark, Finland og Sverige var referanseindeks for den nordiske aksjporteføljen.

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 referanse-portefølje.

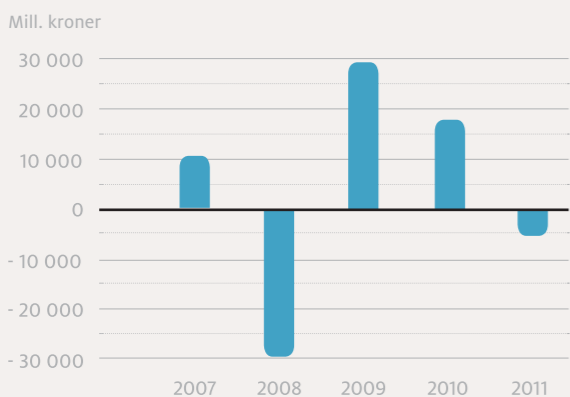
Folketrygdfondets styre gjennomgår de investeringsstra-

tegiske forutsetningene, og oppdateres gjennom året om markedsmessige forhold som kan ha investeringsmessig betydning.

Folketrygdfondet låner ut aksjer og har etablert en ord-ning med tilfredsstillende sikkerhet for de utlånte verdipa-pirene. Bank of New York Mellon og J.P. Morgan Chase Bank er valgt som tjenesteleverandører til å bistå Folketrygdfon-det i etablering av sikkerhet for utlån.

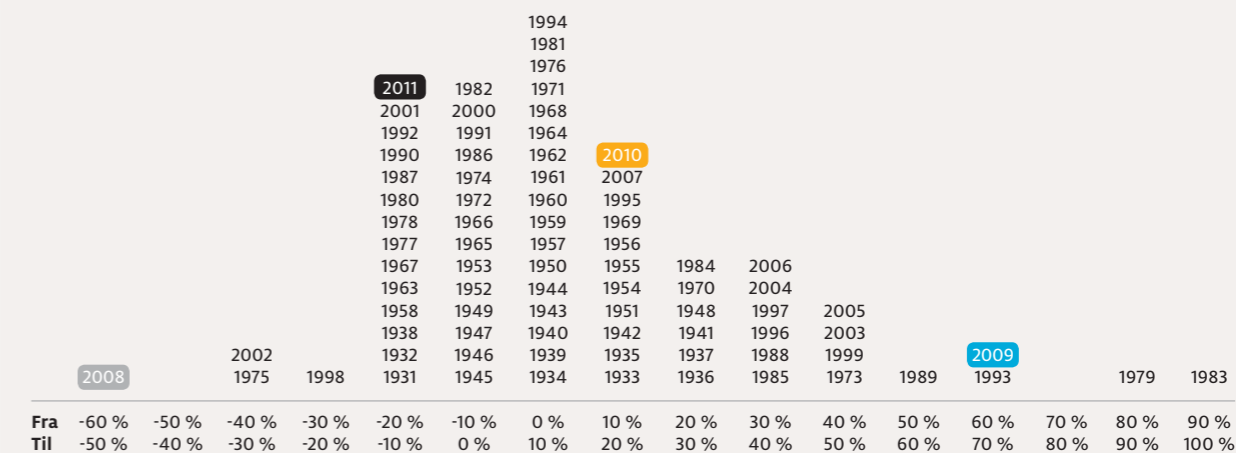
Det er styrets vurdering at Folketrygdfondet har et be-tryggende risikostyringssystem i henhold til beste praksis, og at de fastsatte risikorammer ligger på et forsvarlig nivå. Den forventede relative volatiliteten har i hele 2011 ligget innenfor den ramme på tre prosentpoeng som Finans-departementet har fastsatt.

RESULTAT 2007 - 2011
STATENS PENSJONSFOND NORGE



Resultatet i 2011 var på -5 399 mill. kroner. Dette gir en avkastning på -3,92 prosent, som er 1,26 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen.

OSLO BØRS ÅRLIG AVKASTNING, 1930 - 2011



2008 og 2009 var to ytterpunkter i avkastningshistorikken for Oslo Børs. De ble etterfulgt av mer normale svingninger i 2010 med en oppgang på 18,35 prosent og en nedgang i 2011 på 12,46 prosent.

Kilder: 1930 - 1935 SSB, Historisk statistikk 1978 1935 - 1982 SSB, Historisk statistikk 2004 1983 - 2011 Oslo Børs, BXL/OSEBX

Eierskapsutøvelse og ansvarlig investeringsvirksomhet

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 prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet som gjelder for hele porteføljen.

Folketrygdfondet er en stor investor i det norske markedet, og ved siste årsskifte utgjorde den norske aksjeforføljen 4,5 prosent av samlet markedsverdi for aksjer notert på Oslo Børs. Dette er på samme nivå som ved utgangen av 2010. Det er styrets vurdering at store eierandeler i norske selskaper medfører et særlig eieransvar, både for å sikre 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 selskapenes drift, strategier for verdiskaping, rammebetingelser, eierstyring og selskapsledelse. Dette er nødvendig for at Folketrygdfondet skal kunne opptre med troverdighet og forvente å oppnå resultater i eierskapsutøvelsen.

Styret ønsker mest mulig åpenhet om de prinsipper som ligger til grunn for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse og ansvarlige investeringsvirksomhet. Prinsippene er derfor offentliggjort, og det utarbeides en årlig eierrapport som oppsummerer aktiviteter og synspunkter knyttet til Folketrygdfondets eierskapsutøvelse og ansvarlige investeringsvirksomhet i det foregående år.

Aktiv forvaltning

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.

Sammenliknet med gjennomsnittsinvestoren er det naturlig å tro at Statens pensjonsfond Norge og Folketrygdfondet har en høyere risikobærende evne og en

større toleranse for store verdiendringer. Det gir grunnlag for å opptre motsyklisk og langsiktig, og dermed høste tidsvarierende risikopremier, som kan være vanskelig for andre aktører å oppnå. En slik investeringsadferd, som virker stabiliserende på finansmarkedet, vil samtidig være krevende å gjennomføre. Den innebærer ofte at vi skal øke eller redusere risikoen i porteføljen når de fleste andre gjør det motsatte. Det gjør at eventuelt svake resultater lett kan få større oppmerksomhet enn for andre investorer.

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 samspill- og kompetanseoverføringseffekter ved å forvalte både norske og nordiske aksje- og renteporteføljer.

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

Resultatregnskap og balanse

Årsresultatet på -5 399 millioner kroner består av et porteføljeresultat på -5 289 millioner kroner fratrukket forvaltningskostnader på 110 millioner kroner. Årsresultatet er fratrukket kapitalen i Statens pensjonsfond Norge per 31. desember 2011.

Egenkapitalen i Statens pensjonsfond Norge beløp seg ved årsskiftet til 129 483 millioner kroner mot 134 882 millioner kroner ved utgangen av 2010.

Avkastningsutviklingen

I første halvår 2011 så vi tegn til stabilisering og oppgang i verdensøkonomien. Dette resulterte likevel i en negativ avkastning for Statens pensjonsfond Norge på -0,89 prosent ved halvårsskiftet. Andre halvår har vært preget av økende uro i markedene og en enda svakere utvikling. Det var særlig aksjemarkedet i Norden som viste en svak utvikling. For året under ett ble derfor den samlede avkastningen på -3,92 prosent for Statens pensjonsfond Norge. Dette er likevel 1,26 prosentpoeng, tilsvarende 1,7 milliarder kroner, bedre enn den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastsatt.

For femårsperioden 2007-2011 har den gjennomsnittlige årlige avkastningen vært 3,96 prosent, som er 1,53 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen i tilsvarende periode.

Aksjeforføljene

Per 31. desember 2011 utgjorde aksjeforføljen 61 prosent av kapitalen, og markedsverdien av aksjeplasseringene beløp seg til 78 667 millioner kroner, mot 88 140 millioner kroner året før.

Den norske aksjeforføljen, som var på 66 847 millioner kroner, var ved siste årsskifte investert i totalt 48 selskaper notert på Oslo Børs. Investeringene i nordiske aksjer omfattet i alt 11 820 millioner kroner fordelt på 88 selskaper ved utgangen av 2011.

Avkastningen for den norske aksjeforføljen ble -10,88 prosent for 2011, hvilket er 1,57 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen OSEBX. For femårsperioden 2007-2011 er gjennomsnittlig avkastning -0,02 prosentpoeng. Referanseindeksens avkastning i samme periode var -2,65 prosent.

De nordiske aksjeplasseringene fikk siste år en avkastning på -17,49 prosent. Dette er 0,79 prosentpoeng lavere enn for referanseindeksen VINXB. For femårsperioden 2007-2011 er avkastningen -2,93 prosent, noe som er 0,83 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning.

Renteforføljene

Markedsverdien av renteplasseringene beløp seg per 31.

desember 2011 til 50 840 millioner kroner. Av dette utgjorde norske renteplasseringer 42 940 millioner kroner og nordiske renteplasseringer 7 900 millioner kroner.

For den norske renteforføljen ble resultatet siste år en avkastning på 7,84 prosent, 1,55 prosentpoeng bedre enn avkastningen for referanseindeksen. Den nordiske renteforføljen hadde en avkastning på 8,03 prosent, hvilket er 0,20 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning. Som følge av bestemmelser i gjeldende rammeverk er den nordiske renteforføljen ikke valutakurssikret mot norske kroner. Svingninger i valutakursen har i 2011 bare gitt begrensede bidrag til avkastningen.

For femårsperioden 2007-2011 var den gjennomsnittlige årlige avkastningen for den norske renteforføljen 7,40 prosent, 0,94 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen i samme periode. Avkastningen for den nordiske renteforføljen siden oppstart har vært 6,05 prosent, som er 0,45 prosentpoeng mer enn referanseindeksen.

STATENS OBLIGASJONSFOND

Rammer og risiko

Finansdepartementets avkastningsforventninger for plasseringene i Statens obligasjonsfond uttrykkes gjennom fastsettelse av en referanseindeks. En slik indeks vil først tre i kraft når investert kapital utgjør 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 hensyn til risikobegrensningen er det fastsatt visse minstekrav til plasseringene. Dette omfatter enkelte kvantitative rammer for sektorfordeling, samt krav til at kreditt-

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

Resultatregnskap og balanse

Årsresultatet for 2011 utgjør 361 millioner kroner etter fratrukk av forvaltningskostnader på 10 millioner kroner. Årsresultatet er tillagt kapitalen i Statens obligasjonsfond per 31. desember 2011.

Kapitalen i Statens obligasjonsfond beløp seg ved årsskiftet til 51 637 millioner kroner, mot 51 276 millioner kroner foregående år.

Porteføljen

Ved utgangen av 2011 hadde Statens obligasjonsfond plassert i alt 8 096 millioner kroner i obligasjonsmarkedet fordelt på 53 utstedere i til sammen 66 obligasjonslån. Avkastningen for 2011 ble på 4,40 prosent av investert kapital. Investert beløp oversteg ikke 20 prosent av den totale kapitalen i obligasjonsfondet i 2011, og referanseporteføljen trådte således ikke i kraft. Ved utgangen av 2011 utgjorde investert beløp 15,8 prosent av kapitalen.

Aktiviteten i det norske obligasjonsmarkedet økte betydelig i 2011. 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 et bedre fungerende marked ble det i stedet foretatt enkelte salg fra porteføljen.

I tråd med en svakere markeds- og likviditetsutvikling i andre halvår var det først i 3. kvartal at det var noe kjøpsaktivitet i obligasjonsfondet. I henhold til mandatet skal Folketrygdfondet innen utgangen av 2013 forelegge Finansdepartementet en plan for avvikling av obligasjonsfondet.

I løpet av året ble det investert i 13 nye lån for et samlet pålydende beløp på 1 232 millioner kroner. Av det investerte beløpet ble alt plassert i andre halvår. Om lag 18 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 2011 var det fortsatt uro knyttet så vel til den realøkonomiske utviklingen som til de statsfinansielle problemene i euro-sonen. Risikoen for et sammenbrudd i euro-samarbeidet synes særlig å ha bidratt til uroen i markedet. Det er imidlertid grunn til å forvente at vedtatte og planlagte tiltak etter hvert vil kunne bidra til at de strukturelle ubalansene rettes opp. Dette arbeidet vil imidlertid ta tid, og det er grunn til å anta at det vil kunne oppstå urolige perioder i kapitalmarkedene også i 2012.

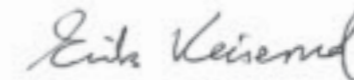
Konjunkturtelt kan det i begynnelsen av 2012 synes som om det er Asia som i stor grad vil være ledende, selv om det også synes å være visse tegn til bedring i USA, mens det i Europa er store regionale forskjeller. Kombinert med politisk vilje til å ta nødvendige grep for å få en mer bærekraftig utvikling innenfor euro-sonen, kan dette bidra til at markedene stabiliserer seg i inneværende år. Selv om nedsidepotensialet med dette kan være redusert, er det vanskelig å se for seg at forventningene knyttet til makroutviklingen og selskapenes inntjening skal trekke markedene betydelig opp. På den annen side vil utviklingen avhenge av om investorene velger å ta inn over seg et mer optimistisk eller et pessimistisk fremtidssyn. Med en strategisk aksjeandel på 60 prosent i Statens pensjonsfond Norge er det derfor

grunn til å være forberedt på svingninger i porteføljens avkastning også i 2012.

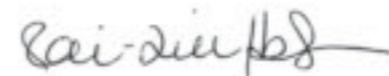
Gjennom en aktiv og forsvarlig forvaltning har Folketrygdfondet over lang tid oppnådd en bedre avkastning enn referanseporteføljen. Særlig har de siste års volatile markeder bidratt til at Folketrygdfondet som en langsiktig og motsyklisk investor har kunnet vise til en meravkastning som har ligget på et høyere nivå enn det en normalt kan

forvente. 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 fortsatt store svingninger i finansmarkedene og usikkerhet knyttet til den makroøkonomiske utviklingen, og utviklingen i euro-samarbeidet, vil dette være et krevende mål å oppnå i tiden fremover. ●

Oslo, 7. mars 2012



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

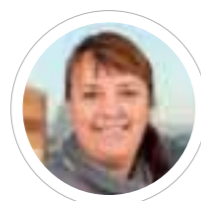
STYRET I FOLKETRYGDFONDET



ERIK KEISERUD
styreleder, Oslo

Oppnevnt i 2006 og gjenoppnevnt i 2010. 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 og medlem av hovedstyret i Redd Barna. Han har tidligere vært styreleder i Norsk Eiendomsinformasjon 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 i 2006 og gjenoppnevnt i 2010. Mai-Lill Ibsen arbeider som selvstendig næringsdrivende gjennom sitt firma Ibsen Raad. Hun er også nestleder i styret i Unifor, i E-CO Energi AS og i KLP Bankholding AS med døtre, styremedlem i GIEK, E-CO Energi Holding AS, Kebony ASA, Carnegie ASA og CorpNordic A/S. Ibsen leder valgkomiteen i Morpol ASA. Videre er hun medlem av finansutvalget 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 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



ANNE GINE HESTETUN
Bergen

Oppnevnt i 2010. Anne Gine Hestetun er adm. direktør i Stor-Bergen Boligbyggelag. Hun har tidligere vært kommunalråd, leder av Komité for Miljø og Byutvikling og byråd i Bergen. Hestetun er også styreleder i ABO Arkitekter as og Bergen Filharmoniske Orkester, samt styremedlem i bl.a. Bergen Næringsråd, Stiftelsen Bergen Diakonissehjem/Haraldsplass, Bybanen as, Grieghallen AS og Bergenhalvøens kommunale Kraftselskap a.s.

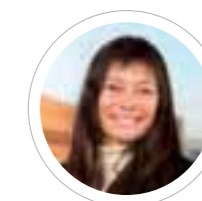
Personlig varamedlem:
Oddbjørg A. Starrfelt, Bryne



NORVALD MO
Oslo ■

Oppnevnt i 2008. Norvald 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 i 2004. Ingvild Myhre er partner i Rådgivende LOS. Hun er leder for styret i Simula Research Lab., Norsk Helsenett SF, Norges Forskningsråd og styremedlem i blant annet Norsk Eiendomsinformasjon AS, Inmeta Crayon ASA og Forskningsparken i Narvik.

Personlig varamedlem:
Øyvind Bøhren, Bærum ■



ARNE SKAUGE
Bærum

Oppnevnt i 2010. Arne Skauge var i perioden 1998-2011 adm. direktør i Den norske Bankforening, Finansnærings Hovedorganisasjon og viseadm. direktør i Finansnærings Fellesorganisasjon. Fra 1977 til 1993 var Skauge stortingsrepresentant, og var i samme periode også statsråd og statssekretær. Skauge er utdannet siviløkonom ved NHH 1971.

Personlig varamedlem:
Merete Haugli, Oslo



REIDAR VIKEN
Overhalla ■

Oppnevnt i 2006. Reidar Viken er styremedlem i Høgskolen i Nord-Trøndelag og har vært styremedlem i Helse Nord-Trøndelag. Han har tidligere vært medlem i kommunestyre og formannskap i Overhalla. Viken var Rådmann i Høylandet kommune fra 1997 til 2012.

Personlig varamedlem:
Camilla Bakken Øvald, Oslo ■



TOR MIKKEL WARA
Oslo ▲

Oppnevnt i 2010. Tor Mikkel 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 ■



BJARNE ANDERSON
Ansattevalgt styremedlem

Valgt som ansattes representant i styret fra 2008. Bjarne Anderson har vært ansatt i Folketrygdfondet siden 1994. Anderson arbeider som porteføljeforvalter i rente- og makroavdelingen. Bjarne Anderson er utdannet siviløkonom ved Gøteborgs Universitet /Handelshøgskolan i Gøteborg.



HENNING LUND
Ansattevalgt observatør

Valgt som ansattes observatør i styret fra 2010. Henning Lund 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

Investeringsfilosofi
Rammeverk og styringsstruktur
Risikostyring
Organisasjon

Forvaltningsvirksomheten

Oppdraget:



VÅRT SAMFUNNSOPPDRAG

- Vi skal være en ansvarlig forvalter av fellesskapets finansielle verdier og gjennom betryggende kapitalforvaltning sikre god avkastning over tid.
- Vi skal være en langsiktig eier og investor i de markedene vi opererer i.

VISJON

Folketrygdfondet skal være et sterkt finansielt miljø som forbedrer markedene vi opererer i.



Størrelse

Folketrygdfondets andel av det norske aksjemarkedet er ca 4,5 prosent, mens andelen av børsnoterte obligasjoner og sertifikater utgjør vel 3 prosent.

► 4,5%



Oslo Børs

Langsiktighet



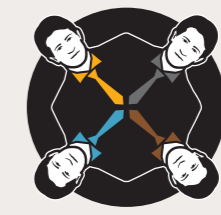
Merverdi!



Analyse



Etikk



Team

HOVEDMÅL

- Vi skal være en ansvarlig kapitalforvalter som oppnår meravkastning gjennom aktiv forvaltning.
- Vi skal ha godt omdømme og tillit.
- Vi skal ha en engasjert og resultatorientert organisasjon som driver effektivt.

INVESTERINGSFILOSOFI

LANGSIKTIG, MOTSYKLISK OG ANSVARLIG

Folketrygdfondet skal være en langsiktig og ansvarlig forvalter. Vårt mål er å levere høyest mulig avkastning over tid. Viktige forutsetninger for å klare dette er at vi gjennomfører grundige analyser, og at vi kan utnytte svingningene i markedet.

Folketrygdfondet er et særlovselskap som forvalter Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond etter mandatet fastsatt av Finansdepartementet. Kapitalen står som innskudd i Folketrygdfondet og investeres i Folketrygdfondets navn.

Bevisstheten om at Folketrygdfondet skiller seg fra andre markedsaktører på en del områder, er viktig for den investeringsfilosofien vi har. Ett av Folketrygdfondets kjennetegn er at vi har en offentlig eier med langsiktig perspektiv, og at det er etablert et klart og godt rammeverk for vår forvaltning.

Det å forvalte fellesskapets midler på vegne av en offentlig eier betyr at vi må innfri høye krav til effektivitet og ansvarlighet. Vi må i tillegg legge vesentlig vekt på omdømmerisiko og forsikre oss om at hovedprinsippene i vår investeringsvirksomhet er kjent og godt forankret.

Folketrygdfondets særpreg

Kjennetegn som særpreger Folketrygdfondet som forvalter er:

Langsiktighet og risikobærende evne. Folketrygdfondet har høyere risikobærende evne og større toleranse for store markedssvingninger enn mange andre investorer. Det gir grunnlag for å opptre motsyklisk og langsiktig. Ofte innebærer dette at man skal øke eller redusere risikoen i porteføljen når de fleste andre gjør det motsatte, og dermed kan eventuelle svake resultater lett få relativt stor oppmerksomhet. For å lykkes må man derfor ha en gjennomarbeidet og robust strategi med solid forankring.

Likviditeten i de nordiske finansmarkedene. De nordiske finansmarkedene har tidvis svak likviditet, noe som gjør at det kan være vanskelig å få omsatt verdipapirer uten å påvirke markedsprisene vesentlig. Dette krever en tålmodig, grundig og aktiv forvaltning hvor man må være forberedt på at porteføljen avviker en del fra referanse-

indeksen. Svak likviditet gir samtidig et potensial for å høste en særskilt risikopremie.

Størrelse. Folketrygdfondet er den største institusjonelle enkeltinvestoren i det norske finansmarkedet, med en investert kapital som utgjør om lag 4,5 prosent av aksjemarkedet og i overkant av 3 prosent av obligasjons- og sertifikatmarkedet. I en rekke selskaper er Folketrygdfondet en relativt stor eier. Derfor tar det tid å endre sammensetningen av porteføljen, og vi har en særskilt interesse av å ha et langsiktig perspektiv.

Bred informasjonstilgang. Folketrygdfondets rolle som en stor institusjonell investor med betydelige eierandeler og et langsiktig tidsperspektiv, gjør at vi over tid er blitt godt kjent med selskapenes strategi og historiske utvikling.

Strategi for meravkastning

I vår strategi for å skape meravkastning bygger vi på at følgende kriterier skal være oppfylt:

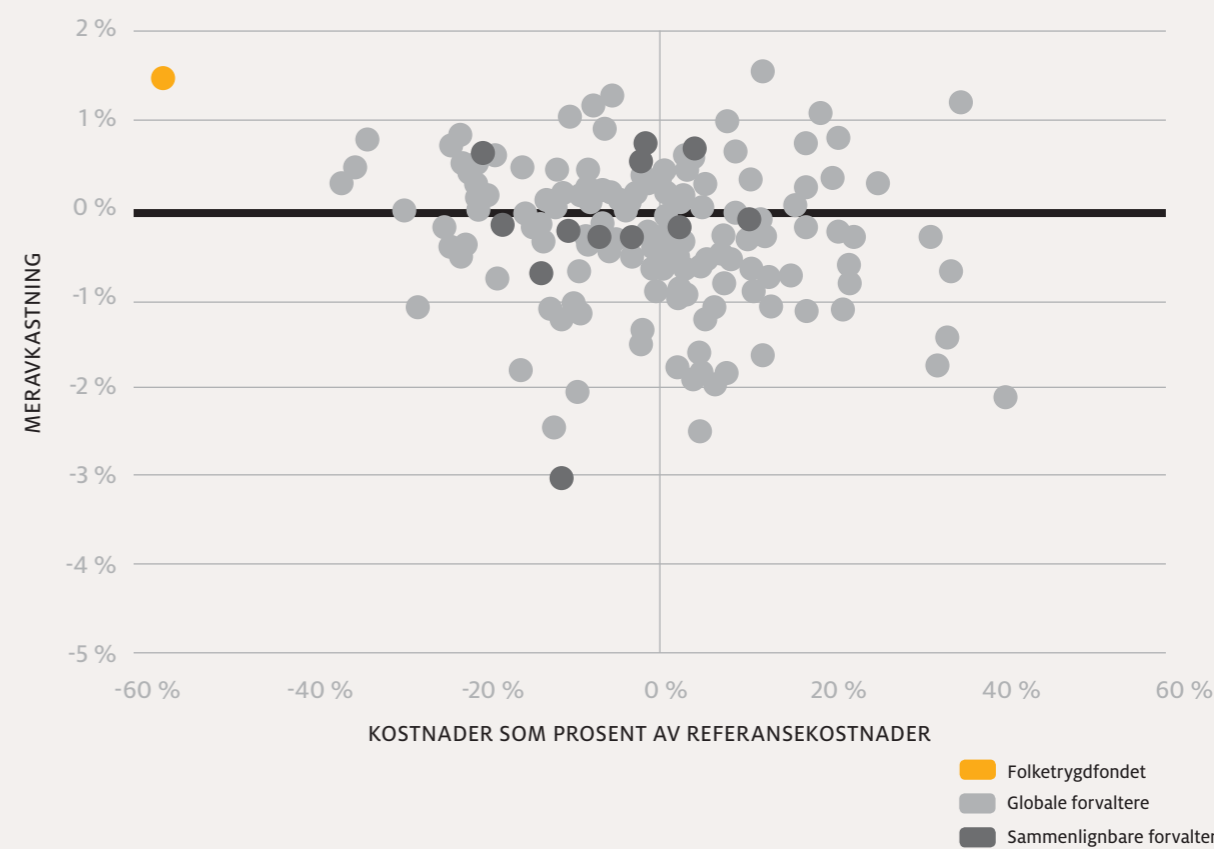
Vi må ha gode analyser, og vi må være disiplinert i vår risikotagning. I tillegg må vi sikre betryggende gjennomføring ved å ha god risikostyring og effektiv kontroll. Folketrygdfondet har en forvaltningsstil som er preget av effektiv ressursbruk og lave kostnader. Dette er et viktig bidrag til meravkastning.

Folketrygdfondets strategiske plan for investeringsvirksomheten inneholder i tillegg til vår investeringsfilosofi og strategi for meravkastning, også strategi for aksjeforvaltning, renteforvaltning og ansvarlig investeringsvirksomhet og eierskapsutøvelse. Videre omtales Folketrygdfondets rådgiverrolle og hvordan vi ivaretar vår rett og plikt til å gi Finansdepartementet råd om forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond.

Strategisk plan for investeringsvirksomheten er publisert på Folketrygdfondets hjemmeside, www.ftf.no ●

MERAVKASTNING OG KOSTNADSBILDET 2006-2010

Kilde: CEM

**TJENER MER, KOSTER MINDRE**

Folketrygdfondets kostnader knyttet til forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er lavere enn kostnadene til sammenlignbare forvaltere. Samtidig har Folketrygdfondet levert høy meravkastning.

Det kanadiske firmaet CEM Benchmarking Inc (CEM) bistår Finansdepartementet med å evaluere forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. I databasen til CEM inngår det data fra 354 forvaltere, hvorav 52 europeiske fond. CEM har plukket ut 17 internasjonale fond som det er relevant å sammenligne kostnadsbildet til Statens pensjonsfond Norge med.

Kostnadsbildet for femårsperioden 2006-2010 er i figuren sammenlignet med oppnådd meravkastning.

Det er bare ett av de 354 fondene i undersøkelsen som har oppnådd høyere meravkastning enn Statens pensjonsfond Norge i perioden 2006-2010.

Kostnadsbildet er vist som prosent av kostnadene for sammenlignbare fond. Folketrygdfondets kostnader ved forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er vesentlig lavere enn sammenlignbare fond.

Dette indikerer at Folketrygdfondet har gode forutsetninger for aktiv forvaltning. Meravkastningen de siste fem årene er imidlertid særskilt god, og høyere enn man kan forvente over et lengre tidsrom. ●

HVORFOR ANSVARLIG INVESTERINGSVIRKSOMHET?

Folketrygdforbundet identifiserer kvalitetsselskaper som vi ønsker å være investert i over lengre tid.

Den overordnede målsetningen for eierskapsutøvelsen er å sikre våre finansielle interesser. Vår erfaring er at den langsiktige verdiskapingen er best i selskaper som også har god selskapsstyring og fokus på miljøutfordringer og samfunnsmessige forhold. I vår portefølje vil disse selskapene representere mindre risiko og bedre langsiktig avkastning enn andre selskaper. Derfor arbeider vi systematisk med disse spørsmålene som en integrert del av vår investeringsvirksomhet.

Dette oppfyller også mandatets krav som sier at Folketrygdforbundet skal ha «interne retningslinjer for å integrere hensyn til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksomheten i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet.»

Prinsippene

Folketrygdforbundet skal ha en åpen og forutsigbar eierskapsutøvelse, og styret har derfor fastsatt prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet. Disse bygger på «Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse», FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (PRI), samt OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse.

Prinsippene tydeliggjør hvordan Folketrygdforbundet arbeider med ansvarlig investeringsvirksomhet som en integrert del av forvaltningen, samt hvordan eierskapet utøves.

Folketrygdforbundets prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet er tilgjengelig på hjemmesiden, www.ftf.no.

Virkemidlene

Som eier legger Folketrygdforbundet stor vekt på å være i dialog med selskapene om deres håndtering av selskapsstyring, miljøutfordringer, og samfunnsmessige forhold og

spørsmål knyttet til eierstyring og selskapsledelse.

Andre kjennetegn ved vår eierskapsutøvelse og ansvarlige investeringsvirksomhet er:

- ▶ Vi integrerer miljø og samfunnsmessige spørsmål i våre selskapsanalyser og investeringsbeslutninger.
- ▶ Vi engasjerer oss i eierspørsmål knyttet til styresammensetning, lederlønsordninger, rapportering og kommunikasjon, verdier og styringsprinsipper, samt kapitalstruktur og strategi.
- ▶ Vi ivaretar våre kreditorinteresser.
- ▶ Vi deltar og stemmer på generalforsamlinger og obligasjonseiermøter der dette er aktuelt, og vi offentliggjør våre stemmeforklaringer på hjemmesiden, www.ftf.no.
- ▶ Vi prøver systematisk å bidra til oppmerksomhet om viktige ESG-temaer (Environmental, Social and Corporate Governance).
- ▶ Vi deltar sammen med andre store, seriøse investorer i utvalgte eksterne initiativer, for eksempel prosjektet Bærekraftig Verdiskaping, Carbon Disclosure Project (CDP) og FNs Prinsipper for Ansvarlige Investeringer (PRI).
- ▶ Vi definerer temaer og fokusområder som vi arbeider spesielt med.

Folketrygdforbundets eierrapport

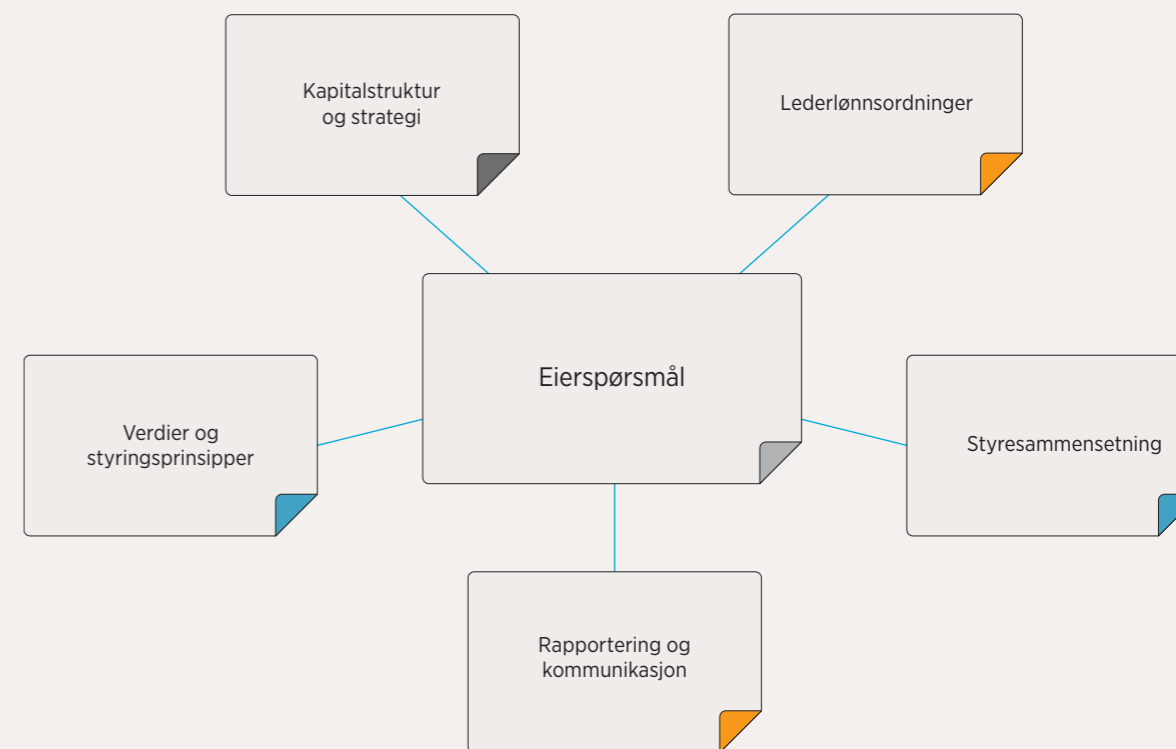
I etterkant av generalforsamlingssesongen utgir Folketrygdforbundet en årlig eierrapport. Her redegjør vi for våre prinsipper for aktivt eierskap, sentrale eierspørsmål og Folketrygdforbundets stemmegivning på generalforsamlinger.

Temaer og enkeltsaker som er nærmere omtalt i Folketrygdforbundets eierrapport for 2011, er: emisjonsfullmakter, lederlønsordninger, selskapenes rapportering om miljø- og samfunnsmessige forhold, antikorrupsjonsarbeide, klimagassutslipp, ukonvensjonell olje- og gassutvinning og lakseoppdrett.

Eierrapporten for 2011 er lagt ut på Folketrygdforbundets hjemmeside, www.ftf.no ●

SENTRALE EIERSPØRSMÅL

Sentrale eierspørsmål som Folketrygdforbundet er opptatt av, er vist i denne figuren. Disse spørsmålene blir behandlet på selskapenes generalforsamlinger. Folketrygdforbundet legger stor vekt på grundig gjennomgang av disse spørsmålene, og avgir stemme på generalforsamlingene.



RAMMEVERK OG STYRINGSSTRUKTUR

KLARERE STYRINGSSTRUKTUR – STØRRE ÅPENHET

Folketrygdfondet forvalter fellesskapets midler. Åpenhet og ryddig styringsstruktur er derfor grunnleggende for vår virksomhet. Nye mandater gir enda klarere arbeidsdeling mellom Finansdepartementet som eier og Folketrygdfondet som operativ forvalter.

Fra 1. januar 2011 erstattet særskilte mandater for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond tidligere bestemmelser som var nedfelt i forskrifter, utfyllende retningslinjer og forvaltningsavtaler mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet. De nye mandatene ble fastsatt av Finansdepartementet i desember 2010. Gjennom 2011 har Folketrygdfondet hatt enkelte overgangsbestemmelser, men mandatene er nå innført i sin helhet.

De nye mandatene er mindre detaljerte enn tidligere reguleringer, og det er lagt vekt på en klar arbeidsdeling mellom departementet som eier og Folketrygdfondet som operativ forvalter. Endringen innebærer ikke at det stilles mindre strenge krav til styring, måling og kontroll av risiko, men det er i større grad styrets ansvar å videreutvikle mer detaljerte regler for risikostyringen innenfor de overordnede rammene som er satt av departementet.

Strategisk plan og supplerende risikorammer

Finansdepartementets strategi for plassering av Statens pensjonsfond Norge ligger fast, men en sentral ny regel er kravet til at Folketrygdfondet skal utarbeide en strategisk plan for hvordan forvalteroppdraget skal løses.

Departementet har også innført krav til supplerende risikorammer for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Dette gjelder rammer for eksponering som erfaringsmessig ikke fanges godt opp av risikomålet «forventet relativ volatilitet».

Nye styringsdokumenter

For å implementere de nye mandatene, har styret i løpet av 2011 fastsatt/oppdatert følgende sentrale styringsdokumenter:

- ▶ Prinsipper for risikostyring
- ▶ Investeringsmandat Statens pensjonsfond Norge
- ▶ Investeringsmandat Statens obligasjonsfond
- ▶ Prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet
- ▶ Stillingsinstruks for administrerende direktør

Styringsdokumentene inneholder prinsipper og metoder på overordnet nivå. Styret fastsetter på denne måten krav til risikostyringen, mens risikorammene er en del av det enkelte investeringsmandat.

Gjennom stillingsinstruks har styret gitt administrerende direktør ansvaret for blant annet å implementere styrets prinsipper for risikostyring og for å operasjonalisere risikostyringen slik at Folketrygdfondet har effektive styrings- og kontrollsystemer.

Prinsipper for offentlighet

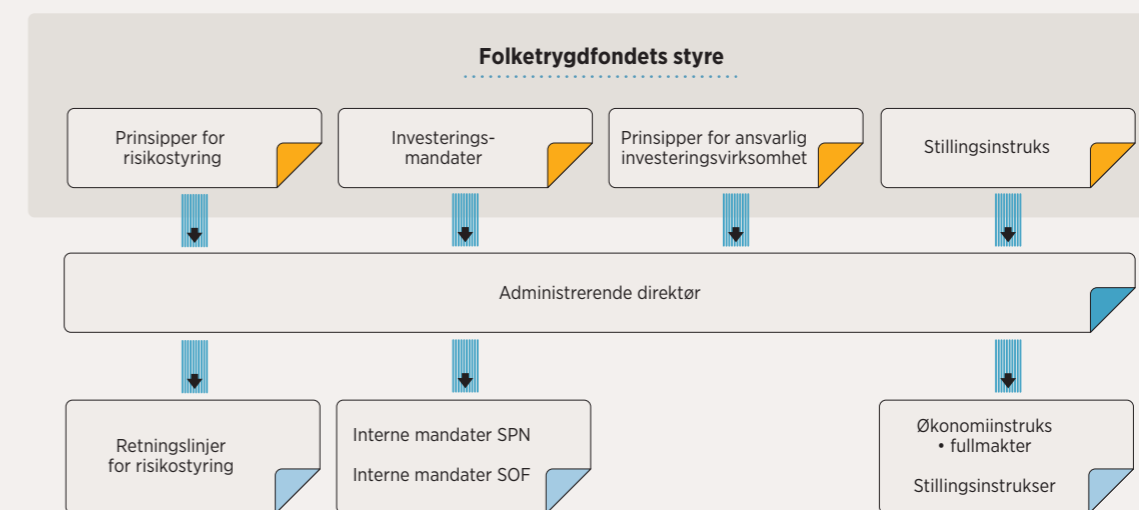
Retningslinjer og risikorammer fastsatt av styret som følge av mandatene for forvaltningen skal offentliggjøres. Dokumentene er tilgjengelige på Folketrygdfondets hjemmeside, www.ftf.no.

For en forvalter av fellesskapets midler er det en forutsetning at virksomheten har en stor grad av åpenhet. Det er et grunnleggende prinsipp at offentligheten skal ha innsyn i de retningslinjer og overordnede risikorammer verdiene forvaltes etter.

Samtidig setter Folketrygdfondets relative størrelse i de norske og nordiske aksje- og obligasjonsmarkedene noen begrensninger for åpenheten. Det vil ikke være hensiktsmessig å offentliggjøre så detaljert informasjon at andre markedsaktører på forhånd kan lese seg til hvilke disposisjoner Folketrygdfondet vil komme til å gjøre. ●

STYRINGS-DOKUMENTER I FORVALTNINGEN

Figuren under illustrerer styrende dokumenter som delegerer roller og oppgaver, risikostyringsprinsipper og rammer fra styret til administrerende direktør og til linjeorganisasjonen.



RISIKOSTYRING

GOD RISIKOSTYRING – EN FORUTSETNING FOR MERAVKASTNING

Forvaltning er å avveie avkastning mot risiko, og god risikostyring er en forutsetning for å nå målet om meravkastning over tid. Dette gjelder ikke bare styring av finansiell risiko, men også operasjonell risiko og øvrig risiko som Folketrygdfondet er utsatt for.

For å lykkes kreves det betydelig kompetanse om risikostyring på flere områder, og Folketrygdfondet evaluerer sin finansielle- og operasjonelle risikostyring jevnlig. Finansiell risiko er definert som markeds-, kreditt- og motpartsrisiko.

Styret i Folketrygdfondet har det overordnede ansvaret for risikostyring og skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten. Kravene i investeringsmandatene fra Finansdepartementet ligger til grunn for styrets prinsipper for risikostyring.

Finansdepartementets mandater setter krav om at Folketrygdfondet skal følge forskrift om risikostyring og internkontroll («risikostyringsforskriften») fastsatt av Finanstilsynet så langt denne passer. Videre skal det fastsettes prinsipper som minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder for verdivurdering, avkastningsmåling og styring, måling og kontroll av risiko.

Gjennom Prinsipper for risikostyring har styret fastsatt at risikostyringsforskriften skal gjelde for hele virksomheten og at helhetlig risikostyring skal benyttes som en del av arbeidet for å nå Folketrygdfondets finansielle mål, operasjonelle mål og 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.

Roller og ansvar

Rolle- og ansvarsdelingen innenfor risikostyringssystemet er organisert langs «tre forsvarslinjer» for å sikre tilfredsstillende arbeidsdeling og uavhengighet mellom beslutningstakere og kontrollerende og rapporterende funksjoner.

Retningslinjer

Administrerende direktør har etablert retningslinjer som setter mer detaljerte krav til risikostyring og kontrollaktiviteter innenfor rammer for finansiell og operasjonell

risiko. Retningslinjene sikrer også at det blir gjennomført vurderinger av Folketrygdfondets samlede risikobilde.

Mandater

Styret har gitt administrerende direktør mandat til å forvalte Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Administrerende direktør har delegert deler av innholdet i mandatene videre i interne mandater for delporteføljer. Rammer for porteføljevaltningen er en del av disse mandatene.

Stillingsinstrukser og fullmakter

Organisering av avdelinger og arbeidsinnhold til den enkelte er definert gjennom stillingsinstrukser, og alle fullmakter og all delegering av myndighet er skriftlig og tilpasset den ansattes ansvar og oppgaver.

Oppfølging og anvendelse

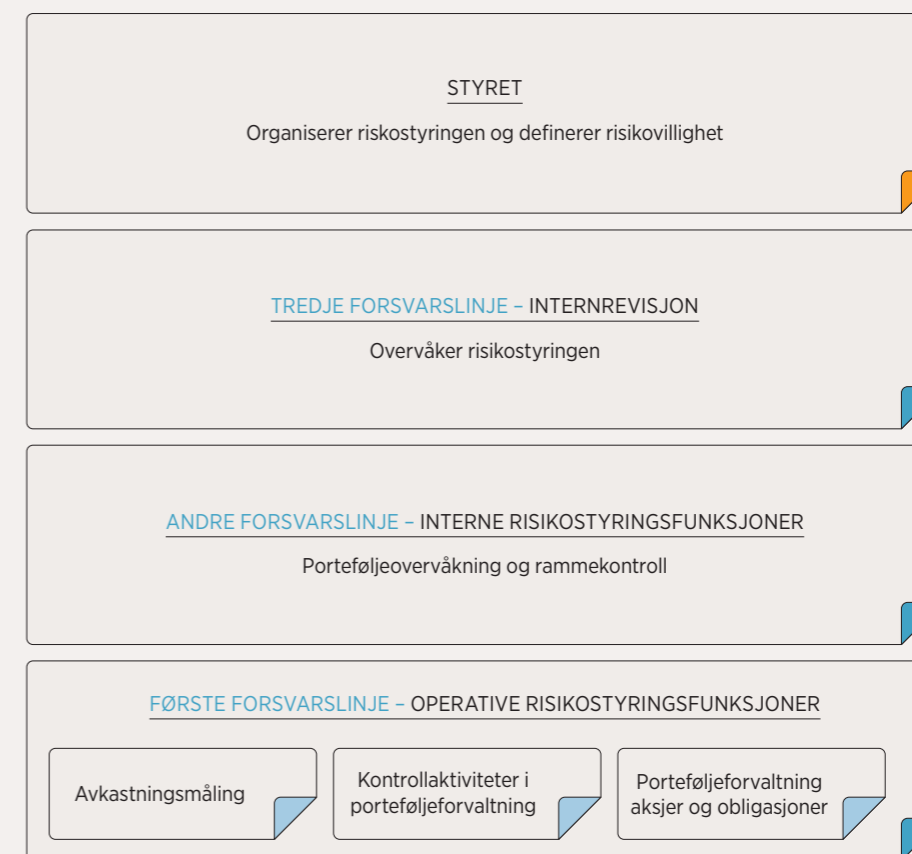
Folketrygdfondet arbeider systematisk med internkontroll og risikostyring. Risiko som ikke fanges opp av kvantitative målemetoder for risiko, skal vurderes gjennom særskilte risikoanalyser. Disse analysene inkluderer både en vurdering av hvor sannsynlig det er at en hendelse inntrer, og hvilke konsekvenser det kan få for Folketrygdfondets måloppnåelse dersom det skjer. I løpet av året er det gjennomført risikoanalyser for å identifisere risikoer Folketrygdfondet er utsatt for. Aktuelle risikoreduserende tiltak er iverksatt og restrisiko er vurdert/akseptert.

Alle ledere har ansvar for risikostyring innen sitt ansvars- og myndighetsområde. Risikovurderinger skal være integrert del av forretningsprosessene og omfatter også risikostyring for eventuelle utkontrakterte tjenester.

Administrerende direktør har etablert en investeringskomité og en risikokomité som bistår i arbeidet med å gjennomføre og overvåke risikostyringen. Det legges vekt på at alle vedtak innenfor risikostyringen blir behandlet enten i ledergruppemøter eller i en av disse komiteene, slik at det sikres en god behandling og forankring.

ORGANISERING AV RISIKOSTYRINGEN

Folketrygdfondets styre definerer risikovillighet og er ansvarlig for organisering av risikostyringssystemet. Styret har organisert risikostyringen langs «tre forsvarslinjer».



FØRSTE FORSVARSLINJE

OPERATIVE RISIKOSTYRINGSAKTIVITETER

Operative risikostyringsaktiviteter er risikostyring som skjer ved at aksje- og renteavdelingen i forkant av investeringsbeslutninger vurderer disse opp mot fullmaktsgrenser, risikorapporter og rammer. Avstemning og kontroll gjennomføres i de to avdelingene forvaltningsstøtte og økonomiavdelingen, mens avkastningsmåling gjennomføres av forvaltningsstøtte.

ANDRE FORSVARSLINJE

INTERNE RISIKOSTYRINGSFUNKSJONER

Stabsfunksjonen forretningsstøtte og kontroll skal tilrettelegge for god internkontroll og risikostyring, herunder prosesser for godkjenning av nye instrumenter. Avdeling for forvaltningsstøtte overvåker rammer og fullmakter. Avdelingen varsler løpende og rapporterer ukentlig til investeringskomiteen om eventuelle avdekkede brudd på fastsatte rammer, fullmakter og retningslinjer. I tillegg har investeringskomiteen løpende oppfølging av porteføljenes avkastningsutvikling og utviklingen av finansiell risiko (markeds-, kreditt-, og motpartsrisiko). Risikokomiteen bistår administrerende direktør i etablering og oppfølging av risikostyringen i organisasjonen.

TREDJE FORSVARSLINJE

INTERNREVISJONEN

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.

Rapportering og evaluering

Styret orienteres jevnlig om risikobildet, og evaluerer regelmessig sitt arbeid og sin kompetanse knyttet til Folketrygdfondets risikostyring.

Rammer for finansiell risiko overvåkes løpende i Folketrygdfondets overvåkingssystemer. Eventuelle hendelser forårsaket av operasjonell risiko registreres i et hendelsesregister.

Brudd på rammer satt av Finansdepartementet, styret eller administrerende direktør rapporteres til styret i henhold til vedtatt rapportplan. Det er også etablert rammer som setter krav til raskere rapportering ved behov, og eventuelle alvorlige hendelser skal umiddelbart rapporteres til styret.

Administrerende direktør utarbeider minst én gang årlig en samlet vurdering av risikosituasjonen og forelegger denne til styret for behandling.

Skriftlige evalueringer av Folketrygdfondets styring av finansiell og operasjonell risiko, avkastningsmåling og Folketrygdfondets internkontrollsystem er gjenstand for drøftelser mellom administrasjonen og Folketrygdfondets styre. ●

OPERASJONELL RISIKO

I 2011 ble det registrert 32 hendelser, men ingen av disse avdekket operasjonelle feil av betydning.

Operasjonell risiko defineres som risikoen for økonomisk tap eller tap av omdømme som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil eller eksterne hendelser, herunder juridisk risiko.

Det er en iboende operasjonell risiko i all virksomhet. Internkontrollsystemet omfatter en rekke tiltak for å forhindre operasjonelle tap. Likevel vil uforutsette hendelser skje fra tid til annen. Folketrygdfondet utsettes for operasjonell risiko blant annet gjennom investeringsvirksomheten. Operasjonell risiko øker ikke avkastningen på

investert kapital og må styres og kontrolleres slik at forvaltningen ikke blir utsatt for tap.

Risikovurderinger

Styret har i «Prinsipper for risikostyring» fastsatt prinsipper for måling og styring av operasjonell risiko. Operasjonell risiko skal måles og styres systematisk, og operasjonelle risikovurderinger skal inngå som en del av beslutningsprosessene i Folketrygdfondet. Den operasjonelle risikoen skal være lav.

Det er etablert prosesser for risikovurderinger, test av nøkkelkontroller og endringshåndtering. Oppfølging av identifisert risiko og risikoreducerende tiltak, samt systematisk oppdatering av risikobildet inngår i den operasjonelle risikostyringen.

Hendelsesregistrering

Operasjonell risiko kan være vanskelig å kvantifisere. Folketrygdfondet har historisk sett et svært begrenset antall hendelser som har resultert i operasjonelle tap. Hendelser der det har vært høy risiko eller konstatert tap forårsaket av operasjonell risiko, registreres i et eget hendelsesregister. Hendelsesregistreringen baseres på egenrapportering. Det skal være lav terskel for å rapportere, og det viktigste er å lære av eventuelle feil slik at tiltak kan iverksettes.

I 2011 ble det registrert 32 hendelser, men ingen av dem avdekket operasjonelle feil av betydning.

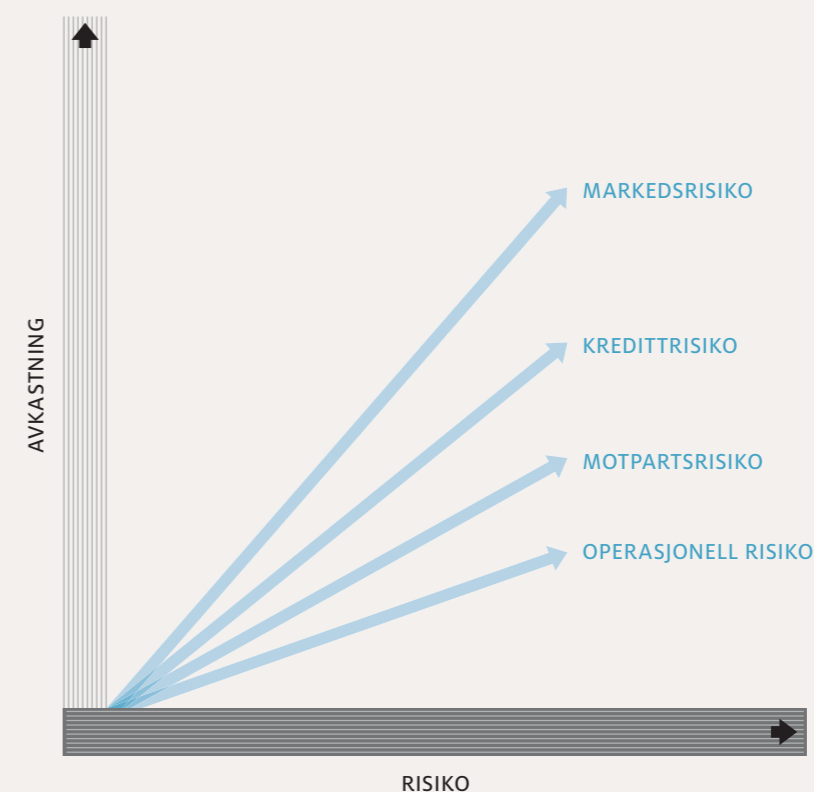
Opplæring og beredskap

Det arbeides bevisst med å informere ansatte om gjeldende rammer, prinsipper og retningslinjer. 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 kvalitetssikre og forbedre beredskapsarbeidet gjennomføres det jevnlig tester. ●

STYRING AV RISIKO

Porteføljeforvaltning handler om å være bevisst den risiko vi tar når vi gjør investeringsvalg. Derfor er god forvaltning å avveie avkastning mot risiko. Dette krever kompetanse på flere områder. Folketrygdfondet har definert markeds-, kreditt- og motpartsrisiko samt operasjonell risiko som hovedkategorier for risiko. For alle risikokategoriene er det etablert prinsipper for risikostyring og rammer for akseptabel risiko.



ORGANISASJON

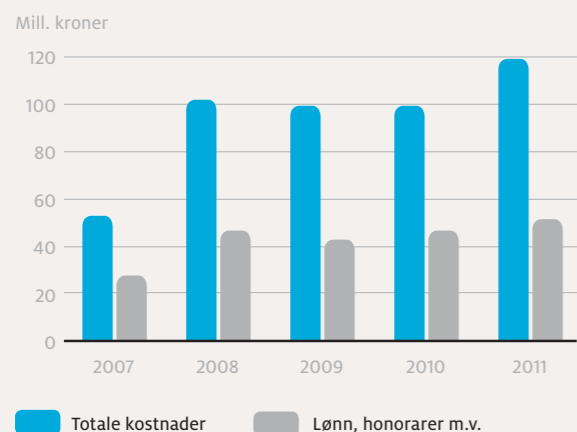
VIKTIG Å VÆRE EN ATTRAKTIV ARBEIDSGIVER

Folketrygdfondet er en kompetansevirksomhet. Dyktige medarbeidere er avgjørende for at vi kan ivareta forvaltningsoppdragene på en god og betryggende måte.

Folketrygdfondet må være en attraktiv arbeidsgiver som både nåværende og nye medarbeidere ønsker å identifisere seg med. Et sterkt fagmiljø er en avgjørende forutsetning for Folketrygdfondet og vår mulighet til å ivareta forvaltningsoppdragene. Det at vi har et sterkt fagmiljø, er samtidig en av de viktigste årsakene til at mange ønsker å arbeide hos oss. I Folketrygdfondet bruker vi derfor betydelige ressurser på å videreutvikle og motivere ansatte til kontinuerlig styrking av kompetanse og økt ansvar.

Vår personalstrategi fastsetter at vi skal være en organisasjon hvor den enkelte har innflytelse på eget arbeid innen gitte rammer.

FOLKETRYGDFONDETS ADMINISTRASJONS-
KOSTNADER 2007 - 2011



Folketrygdfondets administrasjonskostnader har økt fra 52,8 mill. kroner i 2007 til 119,3 mill. kroner i 2011. I samme periode har bemanningen økt med 18 ansatte til 47 ved utgangen av 2011. Som i 2010 er det i 2011 gjennomført et betydelig arbeid for å tilfredsstille nye og høye krav som følge av endrede rammebetingelser. I 2011 er det innført variabel lønn i Folketrygdfondet og det er i den forbindelse avsatt 9,5 mill. kroner for opptjent variabel lønn.

Konkurransedyktig, men ikke lønnsledende

I 2011 ble det innført variabel lønn for ansatte i Folketrygdfondet, og første runde med gjennomgang av mål-oppnåelse og tildeling gjennomføres i første kvartal 2012. Variabel lønn er et nytt virkemiddel både for å beholde og videreutvikle ansatte og sikre god rekruttering i fremtiden. I tillegg er variabel lønn innført som et incentiv for å oppnå mål som gir Folketrygdfondet varige forbedringer innenfor prioriterte områder.

Ulike former for variabel lønn er vanlig i de miljøene der Folketrygdfondet rekrutterer mange av sine sentrale medarbeidere, og det har over lang tid vært arbeidet med å utvikle en ordning som kan være forenlig med Folketrygdfondets behov. Ved valg av modell er det lagt vekt på at kriteriene må være forutsigbare og konsistente. Omfanget av ordningen må ikke være urimelig, og ordningen må ivareta en god bedriftskultur. Folketrygdfondet er en langsiktig forvalter, og en ordning med variabel lønn hos oss må ivareta dette og være forenlig med vår investeringsfilosofi.

Det er styret som fastsetter rammer for kompensasjonsordningene. Folketrygdfondet skal ha konkurransedyktige avlønningsskemaer, men ikke være lønnsledende. Lønnsbetingelsene er en kombinasjon av fast lønn, variabel lønn og pensjons- og forsikringsordninger.

I 2011 oppnådde Folketrygdfondet gode resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge sammenlignet med referanseindeksene. Meravkastning på 1,26 prosentpoeng (tilsvarende 1,7 milliarder kroner) førte til høy avsetning for variabel lønn for året 2011.

Betydelige løft de siste årene

Folketrygdfondet har gjennom de siste årene fått nye rammer og oppgaver, blant annet gjennom etableringen av Statens pensjonsfond Norge i 2007, opprettelsen av Folketrygdfondet som særlovsselskap i 2008 og ansvaret for å forvalte Statens obligasjonsfond fra 2009. For å ivareta nye krav og oppgaver har vi gjennomført betydelige løft, også når det gjelder nyrekruttering og organisasjonsutvikling.

Ved inngangen til 2012 er vurderingen at vi har en orga-

PRINSIPPER FOR VARIABEL LØNN I FOLKETRYGDFONDET

Styret i Folketrygdfondet vedtok i januar 2011 Rammeverk for variabel lønn. Det følger av mandat for Statens pensjonsfond Norge § 5-2 at Folketrygdfondet er underlagt forskrift om godtgjørelse i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond. Rammeverket for variabel lønn er i tråd med denne forskriften og de retningslinjer som følger av mandatet. Rammeverk for variabel lønn er videre i samsvar med og innenfor de rammer som følger av Retningslinjer for ansettelsesvilkår for ledere i statlige selskaper.

Vil bli målt over tre år

Formålet med variabel lønn er å bidra til at Folketrygdfondet når sine kortsiktige og langsiktige mål, bidra til et varig løft i forvaltningen og sikre langsiktig tilgang på kompetanse. Langsiktigheten i forvaltningen ivaretas ved at meravkastningen måles over tre år, men med tidligst oppstart fra ordningen ble etablert, ansettelsesdato eller fra det tidspunkt den ansatte fikk et definert forvaltningsansvar.

Dette innebærer at opptjeningen for 2011 baserer seg på ett år, mens den for 2012 vil basere seg på to år og deretter på løpende treårsperioder.

Fire kategorier

Ansatte i Folketrygdfondet er delt inn i fire kategorier for vurderinger knyttet til variabel lønn: 1) Ledende ansatte 2) Forvaltere 3) Ansatte med kontrollfunksjoner 4) Øvrige ansatte. Administrerende direktør og styret er ikke omfattet av ordningen.

Forvaltere og ledende ansatte i aksje- og renteavdelingene har en maksimal ramme for variabel lønn på seks månedslønner, hvorav inntil fire månedslønner av mulig variabel lønn er knyttet til gjennomsnittlig meravkastning for Statens pensjonsfond Norge eller underporteføljer av Statens pensjonsfond Norge som den ansatte deltar i forvaltningen av.

For ledende ansatt i Forvaltningsstøtte og ansatte med kontrollfunksjoner er det kun lagt inn kvalitative mål, for å unngå at de som utfører kontrolloppgaver skal ha egeninteresse av resultatene som de kontrollerer. For denne gruppen er inntil to månedslønner av mulig variabel lønn knyttet til kvalitative mål med utgangspunkt i virksomhetsplan og individuelle eller teambaserte mål.

For de **øvrige ansatte** tilsvarende maksimal variabel lønn én månedslønn for oppnådde kvantitative mål og én månedslønn for kvalitative mål. For øvrige ansatte er kvantitative mål knyttet opp til meravkastning for Statens pensjonsfond Norge.

Bonusbank

Samlet variabel lønn besluttes av styret. Måloppnåelse for den enkelte ansatt godkjennes i henhold til bestefarsprinsippet, det vil si av leders leder. Opptjent variabel lønn vil bli utbetalt over flere år etter styrets beslutning. Inntil halvparten av opptjent variabel lønn kan utbetales i første kvartal påfølgende år. Den delen av opptjent variabel lønn som ikke utbetales umiddelbart, plasseres i en bonusbank med utbetaling over tre år. Styret står fritt til å beslutte om opptjent, men ennå ikke utbetalt variabel lønn skal reduseres et senere år.

Avsatt til variabel lønn 2011

I alt 42 personer var omfattet av ordningen med variabel lønn i 2011. Gjennomsnittlig opptjent variabel lønn for 2012 utgjorde kroner 202 173.

Det var tre ledende ansatte som var omfattet av ordningen med variabel lønn i 2011. Ved utgangen av året utgjorde samlet fastlønn for disse 4,3 millioner kroner. For 2011 er det avsatt 1,5 millioner kroner til variabel lønn for ledende ansatte. Dette tilsvarer 87,6 prosent av denne gruppens ramme for variabel lønn. Det vises til note 3 i Folketrygdfondets regnskap for nærmere informasjon om godtgjørelse for denne gruppen. (Styret og administrerende direktør er ikke omfattet av ordningen for variabel lønn.)

I 2011 var 12 forvaltere omfattet av ordningen for variabel lønn. Samlet fastlønn for denne gruppen utgjorde 12,5 millioner kroner. For 2011 er det avsatt 4,7 millioner kroner til variabel lønn for denne gruppen, og dette tilsvarer 85,5 prosent av gruppens ramme for variabel lønn. I 2011 er det ingen forvaltere som har høyere lønn enn sin leder (avsetning til variabel lønn inkludert).

I alt 13 ansatte med kontrolloppgaver (ikke inkludert ledende ansatte) var omfattet av ordningen med variabel lønn i 2011. Det er avsatt 1,1 millioner kroner for denne gruppen i 2011, og dette tilsvarer 75,6 prosent av gruppens ramme for variabel lønn.

Gruppen av øvrige ansatte bestod av 14 personer med variabel lønn i 2011. For disse er det avsatt 1,2 millioner kroner, og dette tilsvarer 85,3 prosent av gruppens ramme for variabel lønn.

» Vi har en organisasjon som er godt rustet til å ivareta Folketrygdfondets forvalteroppdrag på en god og betryggende måte.

nisasjon som er godt rustet til å ivareta Folketrygdfondets forvalteroppdrag på en god og betryggende måte.

Kostnadene

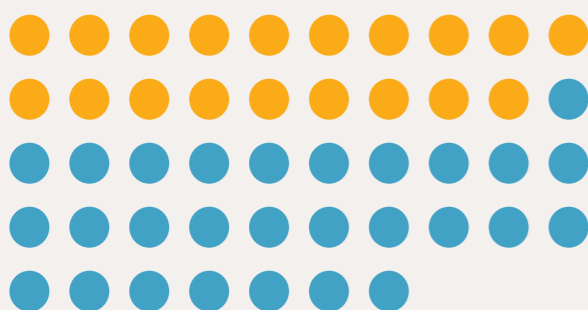
Folketrygdfondets kostnader beløp seg i 2011 til totalt 119,3 millioner kroner. I henhold til mandatene ble Statens pensjonsfond Norge belastet med 109,7 millioner kroner

og Statens obligasjonsfond med 10,0 millioner kroner. De totale kostnadene i 2011 fordelte seg med 64,5 millioner kroner til personalkostnader og 54,8 millioner kroner til andre driftskostnader, som husleie, IKT relaterte kostnader, konsulentbistand, depotkostnader etc.

I regnskapet for 2011 er det satt av 9,5 millioner kroner inklusive arbeidsgiveravgift til variabel lønn. Beløpet inngår i personalkostnader.

Folketrygdfondet har siden 2007 økt administrasjonskostnadene fra 52,8 millioner kroner til 119,3 millioner kroner i 2011. Bemanningen har i samme periode økt med 18 ansatte til 47. ●

HVEM ER VI?



27 63

Den yngste er 27
Den eldste er 63

47 42

Folketrygdfondet har (per 31.12.11) 47 medarbeidere, en økning fra 42 året før.

83

83 prosent har høyere utdanning.

42,8 42

Gjennomsnittsalderen har økt fra 42 i 2010 til 42,8 i 2011

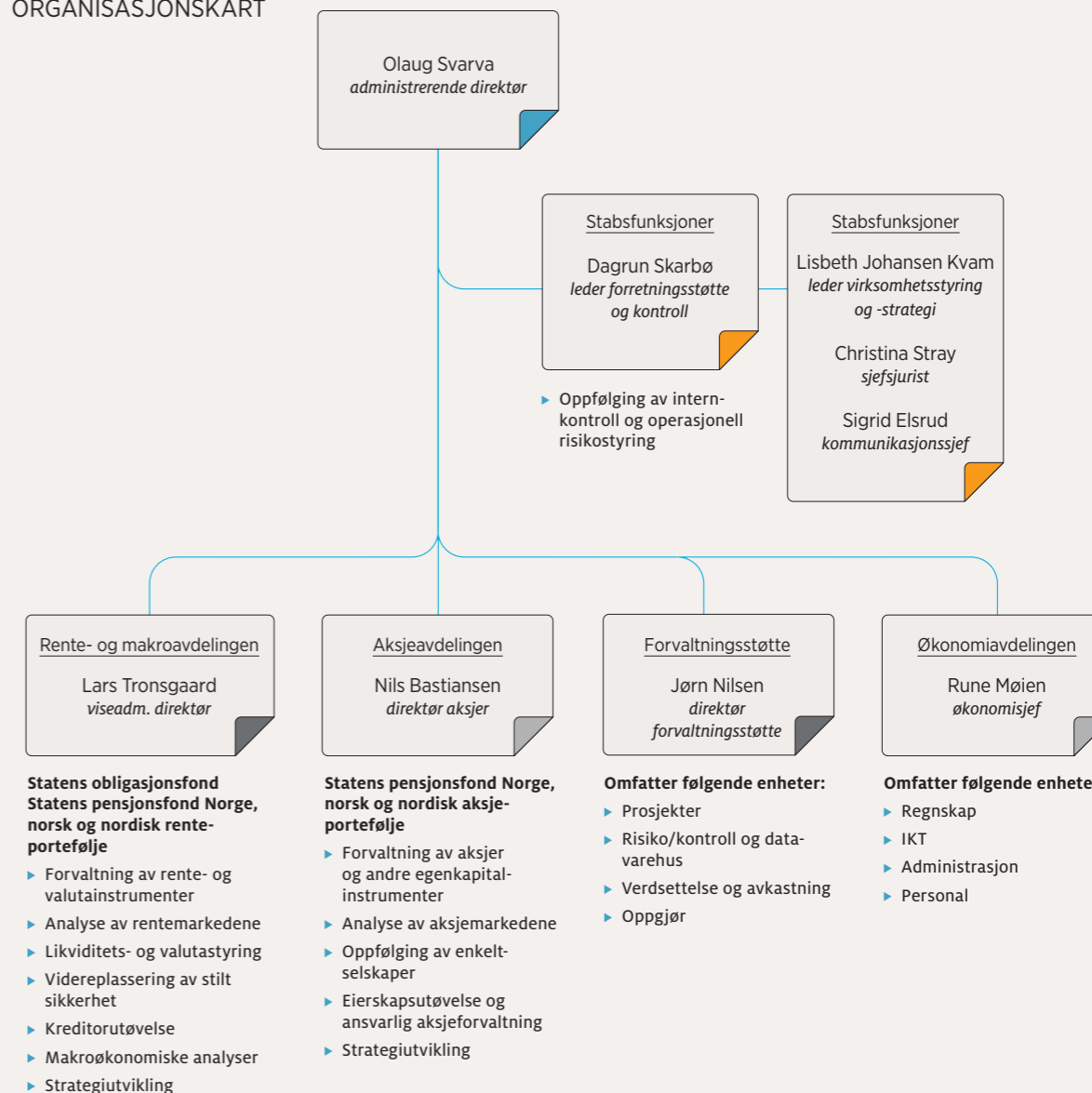
De fleste har utdanning innen økonomifag, men det er også medarbeidere med høyere utdanning innen IT, jus, antropologi og kommunikasjon.

Flere har tilleggsutdanning, for eksempel autorisert finansanalytikerstudium og avansert porteføljevaltning.

19 28

19 er kvinner, 28 er menn

ORGANISASJONSKART

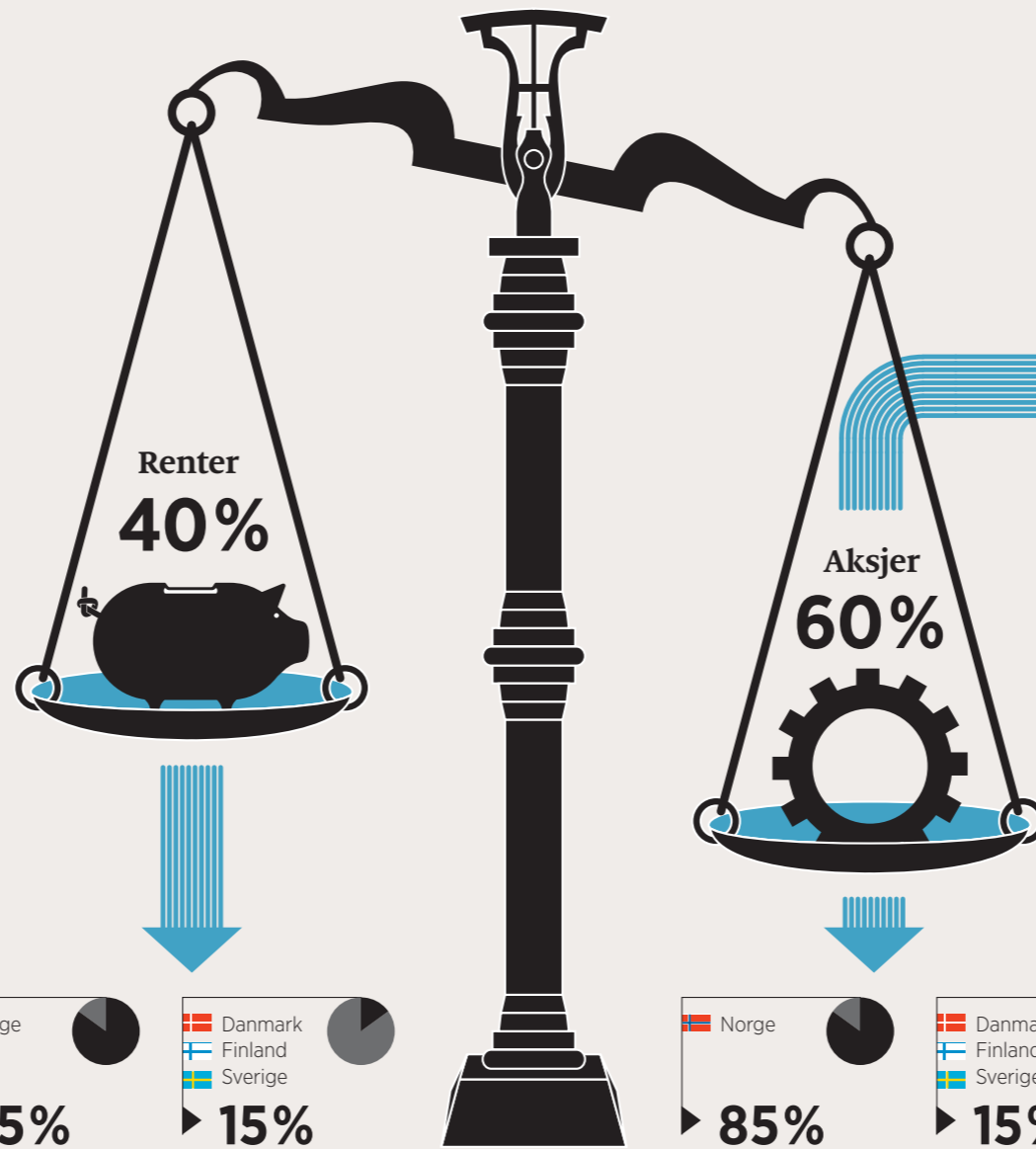


Forvaltning

Markedsutviklingen
Forvaltning Statens pensjonsfond Norge
Forvaltning Statens obligasjonsfond

Motsyklisk rebalansering

MANDAT
Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge fastsetter at kapitalen skal plasseres slik at renteporteføljen utgjør 40 % og aksjeporteføljen 60 %. Dette reflekterer den risikoprofilen Finansdepartementet ønsker for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge.



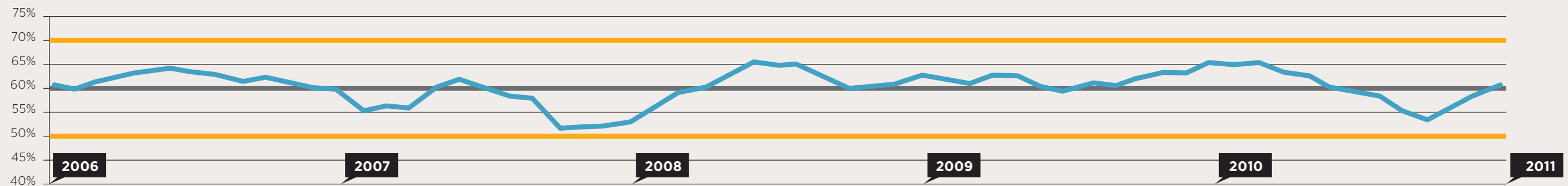
HVIS OPP:
Når aksjemarkedet stiger, vil Folketrygd-fondet selge aksjer for å opprettholde balansen mellom verdien av aksjeporteføljen og renteporteføljen.

HVIS NED:
Når aksjemarkedet faller, vil Folketrygd-fondet kjøpe aksjer for å opprettholde balansen mellom verdien av aksjeporteføljen og renteporteføljen.

=



■ Rammer for aksjeandel
■ Strategisk vekt
■ Aksjeandel



MARKEDSUTVIKLINGEN

UROLIGE MARKEDER

2011 har vært preget av urolige aksjemarkeder, lave styringsrenter, betydelige fall i lange statsobligasjonsrenter og økte kredittmarginer.

Den økonomiske veksten i verdensøkonomien avtok i løpet av 2011, og avbrøt dermed oppsvinget som startet i midten av 2009 etter finanskrisen. Oppgangen i verdensøkonomien ser dermed ut til å ha moderert seg fra litt over 5 prosent i 2010 til under 4 prosent i 2011.

Også i 2011 var lokomotivet i verdensøkonomien fremvoksende økonomier. Oppmerksomheten var også rettet mot de langsiktige strukturelle utfordringene for amerikansk økonomi og offentlige finanser. Etter at aktivitets-tallene var svakere enn mange hadde lagt til grunn i første halvår, viste amerikansk økonomi på ny tegn til oppsving mot slutten av året. Den økonomiske aktiviteten i eurosonen bremses imidlertid markert opp i løpet av 2011, og arbeidsledigheten begynte igjen å komme over 10 prosent.

Også Norge ble påvirket av utviklingen i internasjonal økonomi, men aktivitetsveksten holdt seg relativt godt oppe. Fortsatt positive impulser fra privat konsum, petroleumsinvesteringer og solide statsfinansieringer bidro til at de økonomiske utsiktene fortsatt fremsto som relativt gode. Sysselsettingen økte i et moderat tempo, og arbeidsledigheten holdt seg under 3,5 prosent, samtidig som inflasjonspresset var svakt. ●

RENTEMARKEDET

Rentemarkedet var også i 2011 preget av statsfinansielle problemer.

Mer pessimistiske utsikter for verdensøkonomien halvveis i 2011, samt økt risiko for at den økonomiske og monetære unionen i EU (ØMU) ville bryte sammen, førte til lavere statsobligasjonsrenter i flere land.

I USA førte manglende politisk vilje til å komme til enighet om gjeldstaket til at ratingbyrået Standard & Poor's (S&P) nedgraderte amerikansk statsgjeld fra AAA til AA+.

I Europa var det Hellas og Italia som i særlig grad var i fokus. Hellas har med sin høye gjeldsgrad kommet i en posisjon hvor evnen til å betjene gjeld er blitt sterkt redusert.

Den europeiske sentralbanken (ECB) satte opp styringsrenten med 0,25 prosentpoeng både i april og juni, slik at den kom opp i 1,5 prosent. Som følge av fornyet uro rundt gjeldskrisen i ØMU og svake økonomiske utsikter valgte ECB i november å kutte med 0,25 prosentpoeng, noe som ble gjentatt i desember.

I USA holdt Federal Reserve Bank styringsrenten uendret gjennom året, og signaliserte at den vil være i ro en god stund. Som følge av signalene om lave renter og nye markedsoperasjoner har de lange rentene kommet betydelig ned i løpet av året.

Her hjemme besluttet Norges Bank å sette opp sin styringsrente med 0,25 prosentpoeng til 2,25 prosent i mai. Utover sommeren og høsten forverret det internasjonale bildet seg, og i desembermøtet besluttet Norges Bank å sette renten ned med 0,50 prosentpoeng til 1,75 prosent. Også i Norge har vi hatt et betydelig fall i rentenivået gjennom året, og norske 10 års statsrenter har falt fra 3,72 prosent ved inngangen av året til 2,40 prosent ved utgangen av året. ●

KREDITTMARKEDET

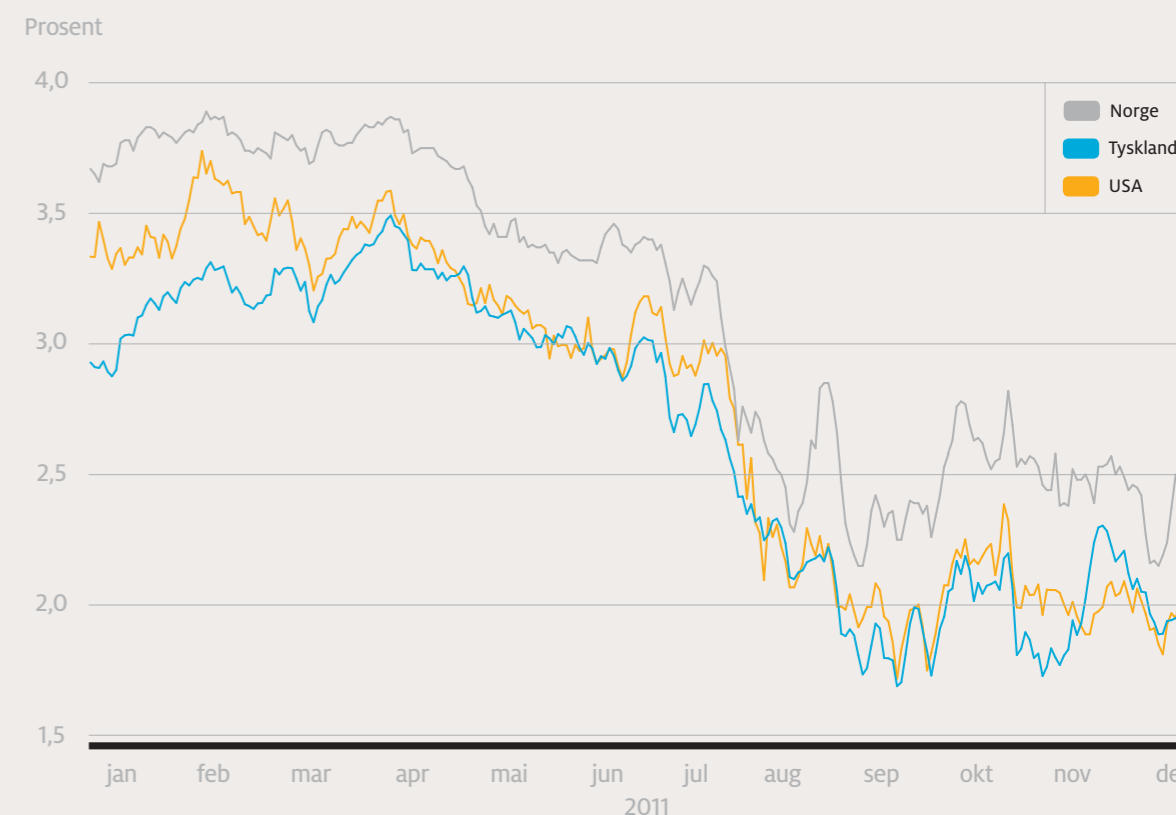
Kredittmarkedet har i 2011 vært meget volatil, og var som året før preget av de statsfinansielle problemene i GIIPS landene – Hellas, Irland, Italia, Portugal og Spania.

Problemer i Hellas og Portugal førte til økt fokus på Italia og Spania, og bidro til at rentenivået økte betydelig også for disse landene.

Ratingbyråenes nedgradering av enkeltland og finansinstitusjoner har ytterligere bidratt til uro i markedet. Det er skapt usikkerhet om myndighetenes evne og vilje til å redde banker som kommer i vanskeligheter. Eksempelvis måtte obligasjonseierne ta tap på sine investeringer i en kriserammet dansk bank. Senior obligasjonsgjeld i bank oppfattes med dette som mer utsatt enn tidligere, og kredittmarginene i banksektorene har derfor økt betydelig i løpet av året.

10-ÅRS STATSOBLIGASJONER

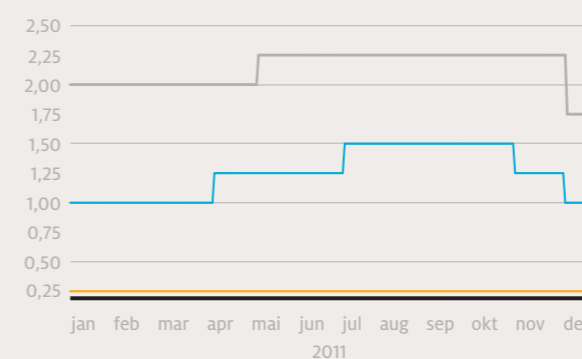
Kilde: Reuters EcoWin



Statsfinansielle problemer preget rentemarkedet også i 2011. Lave styringsrenter og svakere realøkonomiske utsikter førte til et betydelig fall i de lange statsobligasjonsrentene i USA, Tyskland og Norge i løpet av året.

UTVIKLINGEN I SENTRALBANKENS SIGNALRENTER

Kilde: Reuters EcoWin

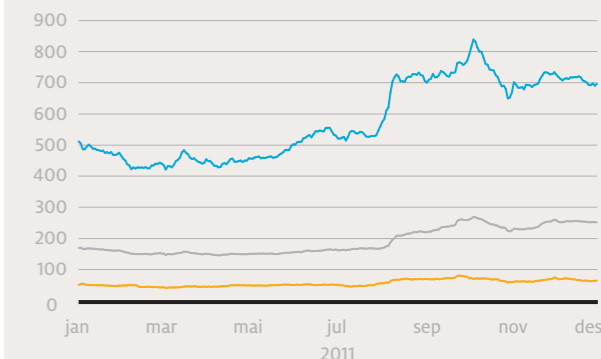


I USA ble styringsrenten holdt lav og uforandret gjennom hele 2011. I Norge og EU ble renten først satt opp for deretter å bli satt ned igjen mot slutten av året. Dette som følge av fornyet uro rundt ØMU-samarbeidet og svakere økonomiske utsikter.

■ Norge
■ EU
■ USA

KREDITTMARGIN OVER SWAP FOR GLOBALE INDUSTRISELSKAPER

Kilde: Reuters EcoWin



Det var til dels en betydelig økning i kredittmarginene i 2011 som følge av statsfinansielle problemer og redusert risikovilje hos investorene. Særlig gjaldt dette obligasjonslån utstedt av selskaper med svak kredittverdighet og selskaper innenfor banksektoren.

■ BBB
■ AAA
■ B

Kredittmarginen for de største norske bankene er opp med omlag 0,60 prosentpoeng til 2 prosentpoeng siden årsskiftet. For obligasjoner med fortrinnsrett er økningen i marginen om lag 0,35 prosentpoeng til 0,80 prosentpoeng.

Økt risiko innenfor banksektoren, i kombinasjon med økt etterspørsel etter statsgjeld utstedt av land med solide statsfinanser, har bidratt til at forskjellen mellom 3 måneder NIBOR-rente og 3 måneder statssertifikater har økt betydelig i 2011. Ved inngangen til året var denne forskjellen på 0,37 prosentpoeng, mens den ved årsslutt endte på 1,58 prosentpoeng. Dette illustrerer usikkerheten knyttet til obligasjonslån som er utstedt av finansinstitusjoner. Samtidig forklarer det hvorfor nedgangen i Norges Banks styringsrente ikke nødvendigvis slår ut i kundenes lånekostnader.

Industriobligasjoner med god kredittverdighet (Investment Grade - IG) har i 2011 fortonet seg som en relativt trygg havn sett i forhold til problemene innenfor stats- og bankobligasjoner i Europa. Internasjonalt har IG-selskaper i gjennomsnitt økt sine innlånskostnader med i størrelsesorden 1 prosentpoeng året sett under ett. For mer risikoutsatte selskaper (High Yield) er marginene opp med om lag 2 prosentpoeng. ●

AKSJEMARKEDET

De internasjonale aksjemarkedene har vært meget urolige i 2011, blant annet som følge av usikkerheten «den arabiske våren» utløste.

Muligheten for at opprørene kunne spre seg til de oljerike nabolandene, resulterte i en stigende oljepris.

Jordskjelvet og den påfølgende tsunamien i Japan skapte store ødeleggelser både på produksjonsanlegg og atomkraftverk. Bilproduksjonen i Japan falt sterkt, og den økonomiske veksten utviklet seg negativt. Den største effekten kom fra atomkraftulykken, som medførte nedstengning av atomkraftverk i Japan og vedtak i Tyskland om nedsteng-

ning innen 2020. For å dekke opp fallet i energitilførselen har Japan importert blant annet LNG (flytende gass) og skapt en boom innen dette shippingsegmentet.

Politisk beslutningsvegring i USA og den påfølgende nedgraderingen fra S&P bidro også til fallende aksjemarkeder. Statsgjeldskrisen i Europa og frykt for en kollaps i eurosamarbeidet førte til ytterligere uro. Tiltakene fra EU har bedret stemningen noe, men markedene oppfatter ikke problemene som løst.

Ved inngangen til 2011 lå oljeprisen på 94 dollar per fat (Brent). Prisen steg da urolighetene i Libya medførte bortfall av 2 prosent av verdensproduksjonen. Prisene nådde en topp med 126 dollar per fat, og har siden ligget mellom 100 og 120 dollar per fat.

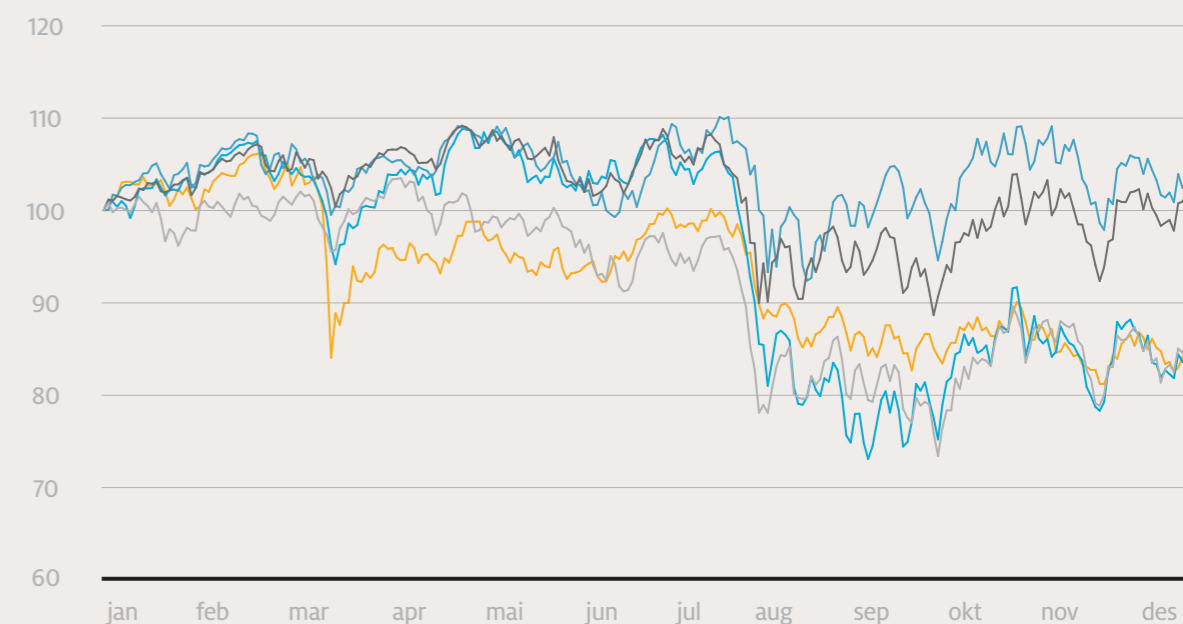
De nordiske markedene hadde en svak utvikling i 2011. For året under ett var Oslo Børs, målt ved OSEBX, ned 12,5 prosent. Det danske markedet hadde en nedgang på 13,6 prosent (KFX-indeksen). Sverige falt med 13,1 prosent (SBX-indeksen), og det finske markedet falt med 26,9 prosent (HEX-indeksen). Nedgangen i Finland skyldes i stor grad fallet i mobiltelefonprodusenten Nokia.

De nordiske markedene hadde en svakere utvikling enn de toneangivende store internasjonale markedene i verden. I USA steg S&P 500-indeksen med 2,1 prosent, mens IT-indeksen Nasdaq steg med 3,7 prosent. Det europeiske markedet målt ved FTSE Eurotop 100 falt med 5,9 prosent, mye preget av det sterke fallet i oljeselskapet BP. Den japanske Nikkei-indeksen falt med 15,6 prosent.

Kun to av totalt ti delindekser på Oslo Børs hadde en positiv utvikling i 2011. De to positive sektorene var telekom og energi, som steg med henholdsvis 7,7 prosent og 3,6 prosent. De svakeste sektorene var konsum og IT, som falt med henholdsvis 46,2 prosent og 39,6 prosent. Innenfor konsumsektoren er det fiskeaksjer som har falt mest, mens det innenfor IT er REC. ●

OSLO BØRS HOVEDINDEKS OG UTENLANDSKE AKSJEMARKEDER I 2011, INDEKSERT OG UTBYTTEJUSTERT

Kilde: Bloomberg

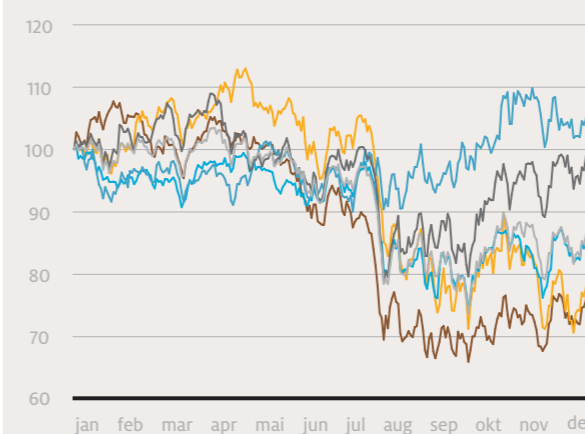


De globale markedene hadde en positiv utvikling i starten av året. Jordskjelvet i Japan den 11. mars og den påfølgende atomkatastrofen ga et kraftig fall i Nikkei-indeksen. Krisen i Europa økte i styrke utover sommeren, og de globale markedene falt i takt med svekket tro på en snarlig løsning på krisen. Det kom positive signaler fra USA utover høsten og S&P 500 og NASDAQ endte begge i pluss.

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

OSLO BØRS HOVEDINDEKS OG UTVALGTE DELINDEKSER I 2011, INDEKSERT

Kilde: Bloomberg

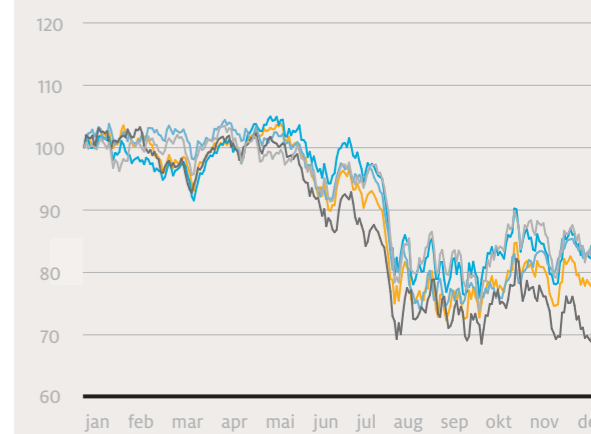


Oslo børs falt med 12,5 prosent i 2011. Den sterkeste sektoren ble telesektoren (Telenor) som steg med 7,8 prosent. Statoil var opp 15,8 prosent og hadde per 30.12.11 en vekt i OSEBX på 24,5 prosent. Energisektoren var ned med 0,2 prosentpoeng for året under ett etter kraftige fall i bl.a. Frontline og Sevan Marine.

● OSEBX index
● Energi
● Tele
● Industri
● Finans
● Materialer

DE NORDISKE AKSJEINDEKSENE I 2011, INDEKSERT OG UTBYTTEJUSTERT

Kilde: Bloomberg



De nordiske markedene hadde en volatil åpning 2011. Markedene falt brått etter katastrofen i Japan, men hentet seg raskt inn. På slutten av sommeren så vi en økt frykt for mislighold hos de gjeldstyngde landene i Europa. Den finske børsen hadde den svakeste utviklingen med et fall på 26,9 prosent i 2011. Norden (VINXB) var ned 16,7 prosent.

● Norge
● Finland
● Danmark
● Sverige
● Norden

FORVALTNING
STATENS PENSJONSFOND NORGE

PORTEFØLJEUTVIKLING OG AVKASTNING

GODT VALG AV VERDIPAPIRER BIDRAR MEST

Ved utgangen av 2011 var den totale markedsværdien av Statens pensjonsfond Norge 129,5 milliarder kroner, en nedgang på 3,92 prosent fra året før. Referanseindeksen har i samme periode falt med 5,19 prosent. I kroner utgjør dette en meravkastning på 1,7 milliarder kroner. Et viktig bidrag kommer fra selskaper Folketrygdfondet har valgt ikke å investere i.

Svak utvikling for aksjeporteføljene medførte at markedsværdien til Statens pensjonsfond Norge falt med 5,4 milliarder kroner i løpet av 2011. Ved utgangen av 2011 var markedsværdien på 129,5 milliarder kroner.

Nedgangen tilsvarer en avkastning på -3,92 prosent for Statens pensjonsfond Norge. Regnet som brutto meravkastning er imidlertid dette 1,26 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen, som hadde en avkastning på -5,19 prosent. Folketrygdfondets forvaltningskostnader for Statens pensjonsfond Norge utgjorde 110 millioner kroner, eller om lag 0,08 prosentpoeng av kapitalen ved inngangen til 2011. Justert for forvaltningshonoraret var meravkastningen 1,18 prosentpoeng (netto meravkastning).

Meravkastningen var spesielt god i april, mai og juni som følge av god meravkastning i den norske aksjeporteføljen og i november som følge av god meravkastning i den norske renteporteføljen.

Transaksjonskostnadene forbundet med de to rebalanseringene som ble gjennomført i 2011, er anslått å ha redusert meravkastningen med 0,03 prosentpoeng.

Ved utgangen av 2011 var det lånt ut aksjer for i overkant av 3,3 milliarder kroner, og utlånsinntektene for 2011 var på 8,3 millioner kroner. Se egen omtale av aksjeutlån.

Tre hoveddeler

For totalporteføljen kan differanseavkastningen deles opp i tre hoveddeler: allokering, valuta og verdipapirutvelgelse (seleksjon).

Allokeringsbidrag er differanseavkastning som følger av høyere vekt (eller lavere vekt) i forhold til en delportefølje med bedre (eller dårligere) avkastning enn referanseporteføljen. Differanseavkastning på grunn av **valuta** er

» Meravkastningen var spesielt god i april, mai og juni som følge av god meravkastning i den norske aksjeporteføljen og i november som følge av god meravkastning i den norske renteporteføljen.

AVKASTNING 2011, 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	2011
Statens pensjonsfond Norge (totalt)	-0,91	1,69	0,00	1,05	-0,12	-2,50	-0,15	-5,17	-3,50	5,08	-0,42	1,36	-3,92
Meravkastning	0,05	-0,02	0,09	0,25	0,29	0,29	-0,06	0,03	0,02	-0,01	0,25	0,15	1,26
Norsk aksjeportefølje	-2,11	3,66	-0,09	0,93	-0,98	-4,04	-0,80	-9,20	-7,75	10,19	-1,15	1,25	-10,88
Meravkastning	0,05	-0,04	0,08	0,41	0,55	0,40	0,08	0,18	0,22	-0,13	-0,27	0,18	1,57
Norsk renteportefølje	-0,15	0,27	-0,03	1,08	1,40	0,18	1,73	1,17	0,85	0,02	-0,20	1,29	7,84
Meravkastning	0,09	0,03	0,18	0,01	-0,05	0,16	-0,21	0,12	-0,20	0,11	1,08	0,12	1,55
Nordisk aksjeportefølje	2,55	-3,43	0,99	2,50	-1,56	-5,03	-5,55	-12,19	-4,50	7,30	0,42	0,88	-17,49
Meravkastning	-0,08	-0,19	-0,16	0,30	0,12	0,34	-0,25	-0,78	0,06	-0,19	-0,02	-0,02	-0,79
Nordisk renteportefølje	1,66	-1,83	0,10	-0,46	1,70	-0,84	1,98	0,33	3,61	-1,94	1,43	2,16	8,03
Meravkastning	0,14	0,15	0,07	0,01	0,18	0,01	-0,05	-0,21	-0,15	0,13	-0,01	-0,10	0,20

den effekten som følger av det å ha en annen valutasammensetning enn referanseporteføljen. Mens **verdipapirutvelgelse (seleksjon)** gir grunnlag for differanseavkastning når enkelte av de verdipapirene som inngår i en delportefølje, samlet sett gjør det bedre (eller dårligere) enn delporteføljens referanseportefølje.

Verdipapirutvelgelse bidro mest i 2011

Det er verdipapirutvelgelse innad i de fire delporteføljene, det vil si seleksjon, som er den viktigste bidragsyteren til den meravkastningen som er oppnådd for Statens pensjonsfond Norge i 2011.

Den norske aksjeporteføljen oppnådde bedre avkastning enn hovedindeksen på Oslo Børs, og dette bidro med 0,86 prosentpoeng av den totale differanseavkastningen til Statens pensjonsfond Norge. Meravkastning i de norske og nordiske renteporteføljene bidro positivt med tilsammen 0,49 prosentpoeng. For den nordiske aksjeporteføljen ble det imidlertid mindreakstning i 2011, og dette ga et bidrag til differanseavkastningen på -0,07 prosentpoeng. Samlet sett bidrar verdipapirutvelgelse med 1,29 prosentpoeng.

Totalporteføljens aktivassammensetning har gjennom

året ikke avveket vesentlig fra referanseporteføljens sammensetning (om lag samme allokering som referanseindeksen). Det samlede bidraget fra allokering er på -0,02 prosentpoeng.

Valutasammensetning har heller ikke avveket vesentlig fra referanseindeksen i 2011, og bidraget fra annen valutasammensetning enn referanseindeksens valutasammensetning bidro med -0,01 prosentpoeng i 2011. Videreplassering av sikkerhetsstillelse har i 2011 gitt bidrag til meravkastningen på 0,02 prosentpoeng.

» Det er verdipapirutvelgelse innad i de fire delporteføljene, det vil si seleksjon, som er den viktigste bidragsyteren til den meravkastningen som er oppnådd for Statens pensjonsfond Norge i 2011.

Norsk renteportefølje

Markedsverdien av den norske renteporteføljen i Statens pensjonsfond Norge beløp seg ved årsskiftet til 42,9 milliarder kroner. Dette er 2,8 milliarder kroner mer enn

ved utgangen av 2010. Kapitalen til den norske renteporteføljen ble redusert gjennom overføringer til aksjeporteføljene med i alt 843 millioner kroner i 2011 (rebalansering og dekning av forvaltningshonoraret som belastes Statens pensjonsfond Norge).

Avkastningen for den norske renteporteføljen ble på 7,84 prosent, mens avkastningen for referanseindeksen var på 6,28 prosent. Dette innebærer en meravkastning på 1,55 prosentpoeng.

Meravkastningen i den norske renteporteføljen i 2011 er svært høy i forhold til det vi normalt vil forvente over tid med vår type renteforvaltning. Meravkastningen er knyttet til strategien om å ha en noe høyere kredittrisiko enn referanseindeksen i perioder med markedsuro og høye risikopremier.

Den strategien som ga det klart største bidraget til den høye meravkastningen i 2011, er basert på at vi søker å sette sammen en bredere kredittportefølje med mindre eksponering overfor meget store utstedere enn det som er tilfelle for referanseindeksen. Selskapsspesifikke hendelser knyttet til store utstedere med høy kredittvurdering kan derfor gi vesentlige utslag i vår meravkastning, slik vi opplevde i 2011 da Eksportfinans ble nedgradert og fjernet fra referanseindeksen. Den hendelsen forklarer omlag 1 prosentpoeng av meravkastningen i 2011, og det er ikke naturlig å legge til grunn at slike hendelser vil løfte meravkastningen i samme grad i årene som kommer.

For året sett under ett var det betydelige bidrag også fra andre forhold. Investeringer i obligasjoner med høyrente, som er en sektor som ikke inngår i referanseindeksen, bidro med omlag 0,15 - 0,20 prosentpoeng. Den resterende delen av meravkastningen kan i hovedsak henføres til kredittbidrag fra obligasjoner med god kredittkarakter (investment grade).

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

BAKGRUNN

VIKTIG VED VURDERING AV MERAVKASTNING

■ Meravkastning vurderes i forhold til avkastningen av en referanseportefølje. Ved en slik vurdering av oppnådd meravkastning er det imidlertid viktig å være klar over at en portefølje ikke nødvendigvis vil kunne oppnå samme avkastning som sin referanseportefølje selv om den forvaltes mest mulig indekxnært.

Ved passiv forvaltning (indekxnær forvaltning) vil det påløpe transaksjonskostnader når innholdet av verdipapirer i de underliggende referanseporteføljene endres, når rebalansering av referanseindeksen endrer vektene mellom aktivklasser og når det eventuelt besluttes endringer i investeringsstrategien.

Dessuten vil en større andel av forvaltningskostnadene være 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.

På den annen side vil det være mulig å oppnå utlåninntekter 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.

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 renteswapmarkedet.

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 spesifikt for den enkelte låntager

Det generelle påslaget for kreditt gir uttrykk for hvilken 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

BIDRAG TIL BRUTTO MERAVKASTNING 2011, PROSENTPOENG

	Bidrag totalt	Bidrag fra allokering	Bidrag fra papirutvelgelse	Bidrag fra valuta	Meravkastning innenfor delportefølje
Aksjer	0,78	-0,01	0,79	0,00	
norsk aksjeportefølje	0,85	-0,01	0,86	0,00	1,57
nordisk aksjeportefølje	-0,07	0,00	-0,07	0,00	-0,79
Renter	0,46	-0,02	0,49	-0,01	
norsk renteportefølje	0,46	-0,02	0,49	-0,01	1,55
nordisk renteportefølje	0,01	0,00	0,00	0,00	0,20
Sikkerhetsstillelse	0,02	0,01	0,01	0,00	
Samlet	1,26	-0,02	1,29	-0,01	

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, og referanseindeksen valutasikret mot norske kroner.

I forhold til valutakursrisiko har den norske renteporteføljen gjennom 2011 vært forvaltet indekxnært, og det er derfor helt minimale bidrag til meravkastningen fra valuta-sammensetningen. Det har vært foretatt mindre avvik for rentesammensetningen, og dette påvirket meravkast-

ningen svakt negativt. De klart største avvikene mellom porteføljen og referanseindeksen har vært eksponeringen mot ulike kredittutstedere.

Nordisk renteportefølje

Markedsverdien av den nordiske renteporteføljen til Statens pensjonsfond Norge beløp seg ved siste årsskifte til 7,9 milliarder kroner. Ved inngangen til 2011 var porteføljen verd 6,6 milliarder kroner.

Det har vært overført 673 millioner kroner til den nordiske renteporteføljen i 2011 fra andre delporteføljer. Avkastningen for porteføljen ble 8,03 prosent. Avkastningen

for referanseindeksen var 7,83 prosent. Dette innebærer en meravkastning på 0,20 prosentpoeng.

Den nordiske renteporteføljen og referanseporteføljen er ikke valutakurssikret. Meravkastningen skyldes en gunstig eksponering mot høyere innslag av kredittisiko i porteføljen enn for referanseindeksen, både i retning av mer kreditt, lavere rating og mer ansvarlig lånekapital gjennom året for porteføljen enn for referanseporteføljen.

Norsk aksjeportefølje

Markedsverdien av den norske aksjeporteføljen til Statens pensjonsfond Norge var ved utgangen av 2011 på 66,9 milliarder kroner. Dette var 8,9 milliarder kroner lavere enn året før. Den norske aksjeporteføljen ble i 2011 redusert gjennom overføring av i alt 1,5 milliarder kroner til andre delporteføljer (rebalansering).

Avkastning for den norske aksjeporteføljen ble -10,88 prosent. Hovedindeksen på Oslo Børs oppnådde i 2011 en avkastning på -12,46 prosent. Statens pensjonsfond Norge oppnådde dermed en meravkastning på 1,57 prosent for den norske aksjeporteføljen.

» Gjennomgående er det selskaper der den norske aksjeporteføljen er undervektet, som bidrar mest til meravkastningen. Det er en bevisst strategi for Folketrygdfondet å unngå selskaper hvor vi oppfatter at risikoen er for stor i forhold til avkastningspotensialet for selskapet.

På bransjenivå kom det største bidraget til differanseavkastningen i 2011 fra energisektoren, med 0,60 prosentpoeng. Frontline var med 0,38 prosentpoeng det største enkeltbidraget. Konsumvarer bidro med 0,51 prosentpoeng, og her var det Austevoll Seafood med 0,19 prosentpoeng som var det største enkeltbidraget. Materialsektoren bidro med -0,30 prosentpoeng, og her stod Yara med -0,13 prosentpoeng for det største bidraget.

Gjennomgående er det selskaper der den norske aksjeporteføljen er undervektet, som bidrar mest til meravkastningen. Det er en bevisst strategi for Folketrygdfondet å unngå selskaper hvor vi oppfatter at risikoen er for stor i forhold til avkastningspotensialet for selskapet. I 2011 var det i alt 22 selskaper i hovedindeksens sammensetning som Statens pensjonsfond Norge ikke har aksjer i. Disse selskapene forklarer til sammen 1,25 prosentpoeng av meravkastningen. Selskaper vi har investert i, men der vi er undervektet i forhold til hovedindeksen, forklarer 0,85 prosentpoeng. Selskaper der Statens pensjonsfond Norge er overvektet i forhold til hovedindeksen på Oslo Børs, bidrar negativt med 0,53 prosentpoeng.

Mottatt utbytte fra selskaper Statens pensjonsfond Norge har investert i, var i 2011 på 3,1 milliarder kroner. Utbyttet ble reinvestert i aksjer eller overført til andre porteføljer på grunn av rebalansering.

Bransjemessig var det størst netto kjøp i energisektoren, med 1,2 milliarder kroner. Her ble det blant annet kjøpt aksjer for 2,1 milliarder kroner i Statoil. I finanssektoren ble det netto kjøpt aksjer for 0,6 milliarder kroner. DnB, Gjensidige Forsikring og Norwegian Property utgjorde de største kjøpene i denne sektoren. Innenfor forbruksvarer ble det kjøpt aksjer for netto 0,5 milliarder kroner. Industri var sektoren med størst netto salg i 2011, med 0,6 milliarder kroner. Her bestod salgene i hovedsak av Orkla-aksjer.

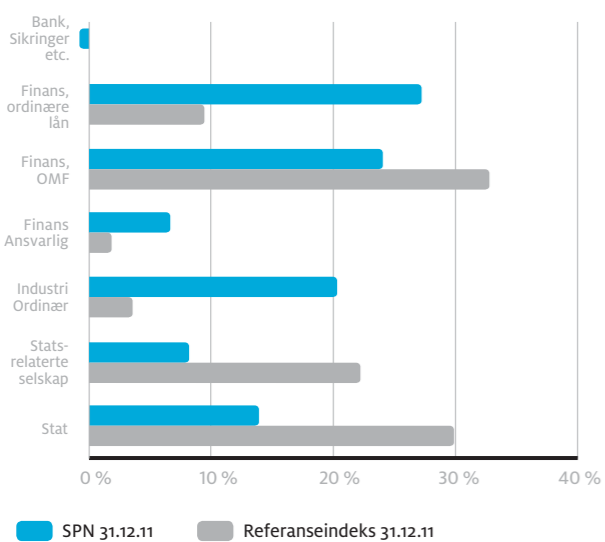
Ved årets slutt var det investert i 47 selskaper i den norske aksjeporteføljen. Dette er fem selskaper mindre enn ved utgangen av 2010.

Målt etter markedsverdi utgjorde de ti største plasseringene 77,6 prosent av den norske aksjeporteføljen ved utgangen av året. Dette er en økning på 3,7 prosentpoeng fra året før.

Nordisk aksjeportefølje

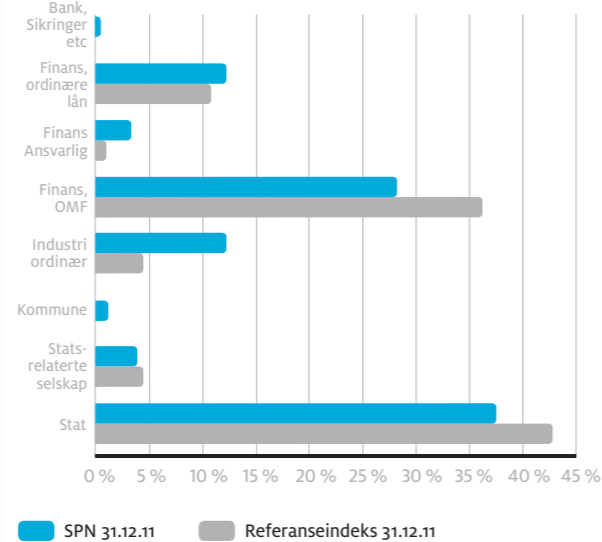
Markedsverdien av den nordiske aksjeporteføljen til Statens pensjonsfond Norge var ved utgangen av 2011 på 11,8 milliarder kroner. Dette var 529 millioner kroner mindre enn ved utgangen av 2010. Den nordiske aksjeporteføljen ble økt

DEN NORSKE RENTEPORTEFØLJENS SAMMENSETNING



Den norske renteporteføljen preges av en undervekt i statsobligasjoner og statsrelaterte selskap og en overvekt i kredittobligasjoner. Den forholdsvis store undervekten i statsrelaterte selskap kommer i all hovedsak som en følge av at referanseporteføljen har en stor andel obligasjoner utstedt av Statoil og Kommunalbanken. I porteføljen er det ikke investert like mye i disse utstederne. Disse to undervektene balanseres av overvekter i finans- og industriutstedere.

DEN NORDISKE RENTEPORTEFØLJENS SAMMENSETNING



Statsandelen i den nordiske renteporteføljen er like under 40 prosent. Folketrygdfondet har i forvaltningen valgt å være noe undervektet i statsobligasjoner og noe overvektet i kredittobligasjoner. Innenfor kreditter er porteføljen undervektet i obligasjoner med fortrinnsrett (OMF), mens den er overvektet i industriobligasjoner.

gjennom overføring av i alt 1,5 milliarder kroner i 2011.

Avkastning for porteføljen ble -17,49 prosent i 2011. Målt mot referanseindeksen, som hadde en avkastning på -16,70 prosent, var mindreavkastningen på 0,79 prosentpoeng.

De største negative bidragene til differanseavkastningen i den nordiske aksjeforføljen var Lundin Petroleum med -0,21 prosentpoeng, Volvo med -0,20 prosentpoeng og SEB med -0,16 prosentpoeng. Lundin Petroleum oppnådde en

avkastning på over 100 prosent i 2011 som følge av oljefunnene i Johan Sverdrup-feltet i Nordsjøen.

I Statens pensjonsfond Norges nordiske aksjeforfølge var det Vestas Wind Systems som bidro mest positivt, med 0,22 prosentpoeng, og Nokia med 0,15 prosentpoeng.

Av sektorene var det industri med -0,41 prosentpoeng og energi med -0,29 prosentpoeng som bidro mest negativt, mens kontanter og forbruksvarer med henholdsvis 0,13 og

0,07 prosentpoeng bidro mest positivt.

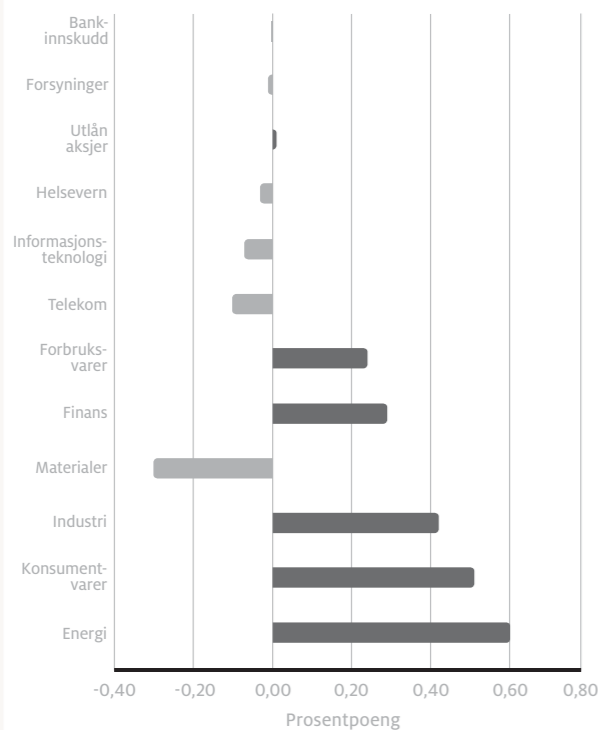
Gjennomgående bidrar aksjevalgene innenfor hver sektor med mer til differanseavkastningen enn allokeringen mellom sektorene.

Netto ble det kjøpt aksjer for 1,8 milliarder kroner i den nordiske aksjeforføljen i 2011. De største enkeltkjøpene var i Hennes & Mauritz, hvor det ble kjøpt for 263 millioner kroner, Novo Nordiske for 215 millioner kroner, SEB for 206

millioner kroner, Nordea for 198 millioner kroner og Ericsson for 175 millioner kroner. De største salgene var i Nokia med 158 millioner kroner og Svenska Handelsbanken med 150 millioner kroner.

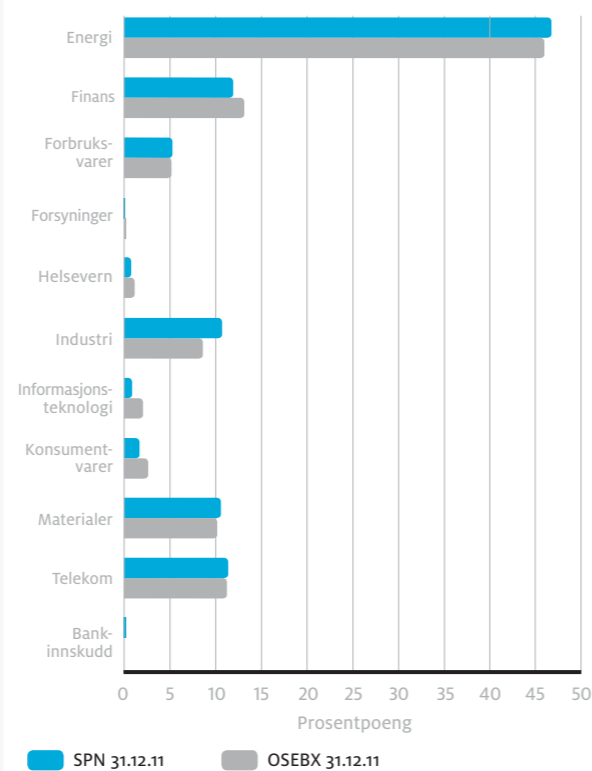
Ved årets slutt var det investert i 93 selskaper i den nordiske aksjeforføljen. Det er samme antall som ved utgangen av 2010. ●

BIDRAG TIL MERAVKASTNING I DEN NORSKE AKSJEFORFØLJEN



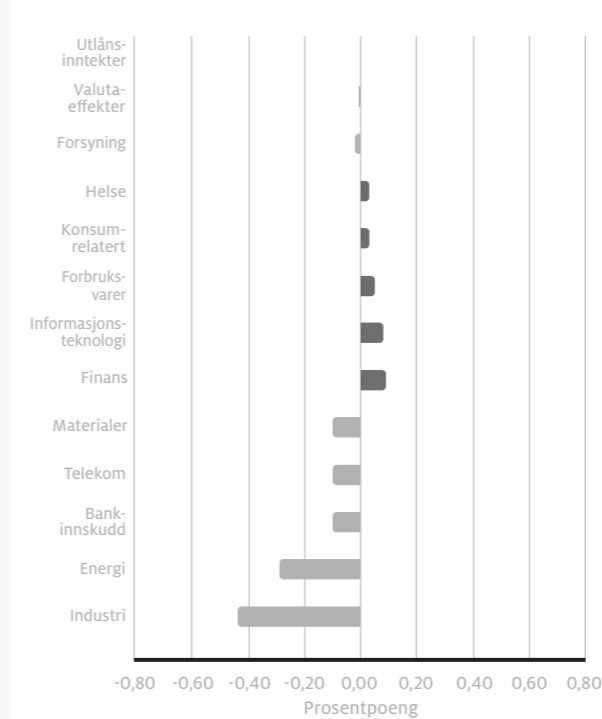
Det var sektorene energi, konsumentvarer og industri som bidro mest til meravkastningen i 2011. Innenfor energisektoren var det undervekten i Frontline og Sevan Marine som bidro sterkest til meravkastningen som følge av at verdifallet i disse selskapene påvirket indeksen negativt. Materialer og telekom bidro mest negativt til differanseavkastningen.

DEN NORSKE AKSJEFORFØLJENS SAMMENSETNING



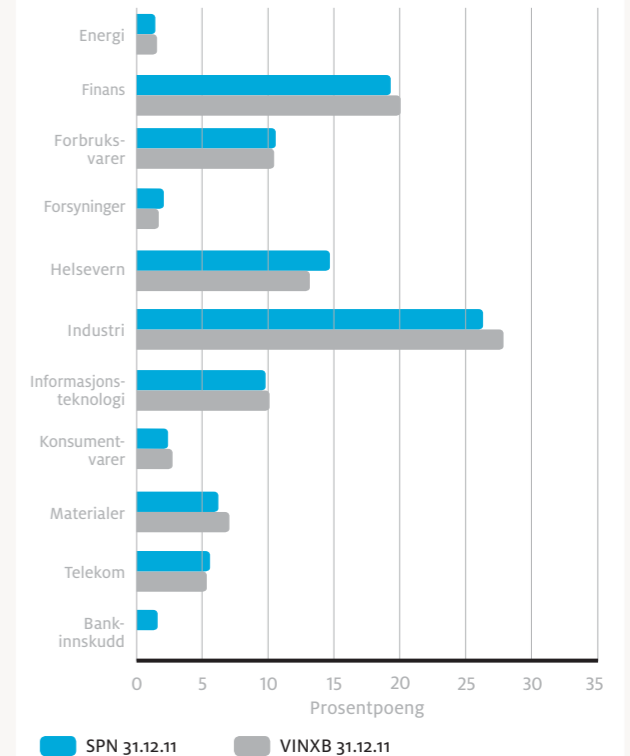
Oslo Børs har en særlig høy vekt i energibransjen sammenlignet med de fleste andre markeder. Den norske aksjeforføljen til SPN hadde sine største over- og undervekt fra referanseindeksen i henholdsvis bransjene industri og finansielle tjenester.

BIDRAG TIL MINDREAVKASTNING I DEN NORDISKE AKSJEFORFØLJEN



Det var sektorene industri og energi som bidro mest til mindreavkastningen i 2011. Bankinnskudd og informasjonsteknologi bidro mest positivt til differanseavkastningen. I oversikten over er effekten av annen valutasammensetning tatt ut av de enkelte bransjene. Valutaeffekter inkluderer valutasikringsinstrumenter som brukes for å oppnå samme valutasammensetning som referanseindeksen.

DEN NORDISKE AKSJEFORFØLJENS SAMMENSETNING



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

STATENS PENSJONSFOND NORGE – FORVALTNINGSMANDAT

TO REBALANSERINGER I 2011

I løpet av 2011 ble det gjennomført to rebalanseringer mellom aksjer og renter i Statens pensjonsfond Norge.

Statens pensjonsfond Norge investeres i aksjer og rentepapirer i Norge og Norden.

Finansdepartementet har fastsatt et mandat for forvaltningen og en referanseindeks som resultatene måles mot. Som følge av rebalanseringsregimet i mandatet for Statens pensjonsfond Norge ble det i 2011 gjennomført to rebalanseringer:

Den første rebalanseringen ble gjennomført i første halvår ved at midler fra mottatt utbytte og aksjesalg for til sammen 6,8 milliarder kroner ble overført fra de to aksjeporteføljene til de to renteporteføljene.

Etter at aksjemarkedene falt utover i 2011, ble midler fra salg av obligasjoner og løpende betalinger på 7,0 milliarder kroner overført fra de to renteporteføljene til de to aksjeporteføljene. Denne rebalanseringen ble avsluttet mot slutten av 2011. ●

» Finansdepartementet har fastsatt et mandat for forvaltningen og en referanseindeks som resultatene måles mot.

REFERANSEINDEKS, STATENS PENSJONSFOND NORGE 2011

(Alle tall i prosent)

	Strategisk referanseindeks	Faktisk referanseindeks				
		31.12.10	31.03.11	30.06.11	30.09.11	31.12.11
Aksjer	60,00	62,57	62,90	58,91	53,04	60,70
norsk aksjeportefølje	51,00	56,06	53,81	50,45	45,63	51,56
nordisk aksjeportefølje	9,00	9,29	9,09	8,46	7,41	9,14
Renter	40,00	37,43	37,10	41,09	46,96	39,30
norsk renteportefølje	34,00	29,75	31,72	35,14	40,03	33,19
nordisk renterportefølje	6,00	4,90	5,38	5,95	6,93	6,11

BAKGRUNN

STATENS PENSJONSFOND NORGE – MANDAT

Finansdepartementet har i mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN) presisert at kapitalen kan plasseres i aksjer notert på regulert markedsplass i Norge, Danmark, Finland og Sverige og i rentebærende verdipapirer utstedt av nasjonalstatene, offentlige institusjoner og bedrifter hjemmehørende i de samme landene, samt i bedrifter som har sin egenkapital notert på børs i ett av disse landene. Det kan benyttes derivater i styringen av aksje- og renteporteføljene.

Referanseindeksen

Referanseindeksen til SPN gjenspeiler Finansdepartementets nøytrale investeringsstrategi. De to aktivklassene aksjer og renter og de to geografiske områdene Norge og Norden er representert i referanseindeksen ved markedsindekser. Markedsindeksene er hver for seg satt sammen av enkeltaksjer og enkeltobligasjoner på en slik måte at indeksene skal reflektere verdiutviklingen i de ulike markedene. Referanseindeksen 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.

Hovedindeksen ved Oslo Børs (OSEBX) har vært referanseportefølje for den norske aksjeporteføljen i 2011, 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 kurssikret mot norske kroner.

Referanseindeksen for den norske renteporteføljen er sammensatt av en privat del og en statsdel. Statsdelen har en vekt på 30 prosent ved inngangen til hver måned, og består av obligasjonsindeksen 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 obligasjonsindeksen 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. Referanseindeksen for den norske renteporteføljen valutasikres mot norske kroner.

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

Referanseindeksen (strategisk referanseindeks) for SPN er i utgangspunktet satt sammen av 60 prosent aksjer og 40 prosent rentepapirer, mens regionfordelingen er 85 prosent Norge og 15 prosent Norden. Fordelingen mellom aksjer og renter for referanseindeksen er et langsiktig referansepunkt som gir uttrykk for den aktivafordeling som representerer det ønskede risikonivået for SPN på lang sikt.

Rebalansering

I oppfølging av Statens pensjonsfond Norge skilles det mellom strategisk referanseindeks og faktisk referanseindeks. Avkastning og risiko til SPN måles mot den faktiske referanseindeks. Over tid vil kursutviklingen føre til at aktivaandelene til faktisk referanseindeks vil avvike fra aktivaandelene til den strategiske referanseindeksen. Finansdepartementet har gjennom et regelverk for rebalansering fastsatt hvor store slike avvik kan være før den faktiske referanseindeksens aktivavekter skal bringes tilbake til vektene i den strategiske referanseindeksen. Rebalanseringene gjennomføres parallelt med faktiske overføringer mellom aksjer og rentepapirer i porteføljen.

Rammer

I mandatet har Finansdepartementet satt en grense for hvor mye avkastningen til porteføljen kan forventes å avvike fra referanseindeksens avkastning, gjennom en ramme for forventet relativ volatilitet på 3,0 prosentpoeng.

Under gitte forutsetninger kan forventet relativ volatilitet tolkes slik: I to av tre år vil avkastningen til porteføljen avvike fra avkastningen til referanseindeksen med mindre enn måltallet for forventet relativ volatilitet. I ett av tre år forventes avkastningen å avvike med mer enn måltallet for forventet relativ volatilitet.

Finansdepartementet har i mandatet også fastsatt rammer for aktiva-sammensetningen ved at aksjeplasseringene kan utgjøre 50–70 prosent av kapitalen. Andelen obligasjoner med svak kreditt-rating (lavere enn BBB-) er blitt begrenset ved at departementet har satt en ramme på 25 prosent for den private delen av renteporteføljene.

Forventet relativ volatilitet er et måltall som er best egnet til å måle risiko i normalsituasjoner. Finansdepartementet har derfor satt som krav at Folketrygdfondet skal fastsette supplerende risikorammer for forvaltningen. Departementet krever også at det skal fastsettes prinsipper blant annet for måling og styring av ulike risikotyper. Folketrygdfondets styre har fulgt opp dette i de to dokumentene Investeringsmandat Statens pensjonsfond Norge og Prinsipper for risikostyring som begge er lagt ut på Folketrygdfondets hjemmeside, www.ftf.no.

AKSJEUTLÅN

BIDRAR TIL LIKVIDE MARKEDER

Aksjeutlån gir Folketrygdfondet inntekter og er samtidig et bidrag til likvide og velfungerende markeder.

Siden 1999 har Folketrygdfondet hatt anledning til å låne ut aksjer som en del av den aktive forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Det er etablert rammer og rutiner for utlånsvirksomheten for å redusere den operasjonelle risikoen.

For en stabil og langsiktig investor som Folketrygdfondet, som til enhver tid sitter med store aksjeposter i en lang rekke selskaper, er det kommersielt lønnsomt å sikre seg ekstraintekter gjennom aksjeutlån. Enkelt sagt betyr dette at andre får disponere et gitt antall aksjer i et selskap i en periode mot en viss betaling, og at Folketrygdfondet skal ha aksjene tilbake.

Folketrygdfondet har noen grunnleggende krav til sine aksjeutlån:

- ▶ Avtale om utlån blir bare gjort med institusjoner som oppfyller Folketrygdfondets krav til utlånsmotparter, herunder kredittrating.
- ▶ Avtale mellom Folketrygdfondet og utlånsmotparten gjøres i form av en standardavtale (Global Master Securities Lending Agreement).
- ▶ Vår motpart må stille sikkerhet for de utlånte papirene, enten som kontantsikkerhet eller ved at motparten stiller verdipapirer som sikkerhet. Folketrygdfondet har krav til hvilke verdipapirer som er godkjent som sikkerhet.
- ▶ Vårt rettsvern som utlåner skal være etablert før utlånte verdipapirer overføres til låntageren.
- ▶ Våre aksjer skal ikke være utlånt i den perioden da selskapenes generalforsamlinger holdes. Folketrygdfondet utøver selv sine eierrettigheter fullt ut.

Aksjeutlån gjennomført i tråd med disse kravene gir merinntekter for Folketrygdfondet med relativt liten risiko.

Mer kunnskap

Aksjeutlån er en relativt ny aktivitet her i landet, og dette er fortsatt en forholdsvis lite kjent og lite omtalt aktivitet. Det er derfor lite historikk å vise til med hensyn til vel-

fungerende markeder for utlån av aksjer i Norge.

Folketrygdfondet mener det er viktig å bidra med mer kunnskap om aksjeutlån. Vi er opptatt både av hva aksjeutlån representerer av merinntekter for en langsiktig investor, og hva slike utlån kan bety for likviditet og riktig prising i aksjemarkedene. Samtidig mener vi det er riktig å være oppmerksom på mulige negative konsekvenser av at aksjer lånes og disponeres av andre enn de reelle eierne.

Mer effektive markeder

Folketrygdfondet og andre store institusjonelle investorer som låner ut aksjer, forholder seg i hovedsak til de store bankene. Disse er avhengige av å ha tilgang til aksjeholdninger for å kunne tilby sine kunder ulike tjenester, som for eksempel shorthandel og derivathandel.

Samlet sett bidrar denne type aktivitet til økt likviditet i aksjemarkedet. Folketrygdfondet legger vekt på at aksjeutlån kan gjøre markedene mer effektive ved å bidra til bedre likviditet, mer korrekt prising og lavere transaksjonskostnader. Som langsiktig investor må imidlertid Folketrygdfondet hele tiden vurdere også den mulige negative siden av aksjeutlån.

Kritikken

Shorthandel er i noen tilfeller basert på en forventning om at en aksje som i første omgang lånes, kan kjøpes igjen til en lavere kurs i markedet på et senere tidspunkt. Dersom store mengder av en aksje blir gjort tilgjengelig gjennom utlån, kan dette bidra til omfattende shorthandel i en aksje som allerede er under press. Aksjeutlån kan derfor i gitte situasjoner forsterke kursfallet i utsatte aksjer. Dette er en mulig effekt av aksjeutlån som Folketrygdfondet er oppmerksom på og må ta hensyn til. Det er ikke i vår interesse å bidra til kursfall i selskaper vi har investert i.

Tilsvarende kan vi velge å være tilbakeholdne med aksjeutlån når markedene er spesielt urolige. I situasjoner med store fall og betydelig uro i markedene kan shorthandel forsterke problemene. Under slike markedsforhold kan også

selve risikoen knyttet til utlånsvirksomheten endre seg.

Et annet uheldig utslag som noen ganger kan forekomme, er misforståelser i forhold til hva som er Folketrygdfondets reelle eierposisjon i et selskap. Sett utenfra kan et utlån av en gitt aksje se ut som et nedslag i denne aksjen. I konkrete situasjoner har medieoppslag vært basert på slike misforståelser.

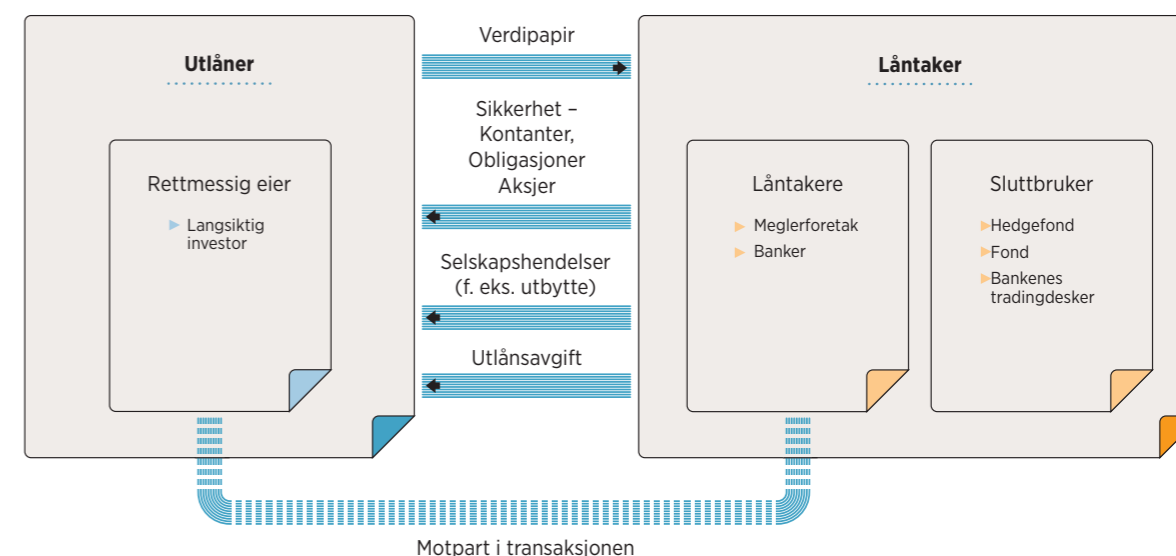
Vår vurdering

Folketrygdfondet vil til enhver tid vurdere markedseffekten av den utlånsvirksomheten vi driver, og vi forbeholder oss

til enhver tid muligheten til å redusere aktiviteten og i svært urolige perioder også å kunne innstille ytterligere utlån. I et normalt fungerende marked mener vi at aksjeutlån er en viktig aktivitet. Ut fra Folketrygdfondets formål, som er å skape merverdi og bidra til velfungerende markeder, vil aksjeutlån som hovedregel være en naturlig del av virksomheten.

I 2011 hadde Folketrygdfondet 9 millioner kroner i utlånsinntekter. Folketrygdfondets utlånsaktivitet ble innstilt i en periode på grunn av svært urolige markeder. ●

AKSJEUTLÅN



FINANSIELL RISIKOSTYRING

FORVALTNINGEN HAR VÆRT INNENFOR RAMMENE

Mandatet for Statens pensjonsfond Norge fastsetter en ramme for forventet relativ volatilitet på 3 prosentpoeng. Forvaltningen har i 2011 vært innenfor denne rammen. Det har heller ikke vært rapportert brudd på andre rammer fastsatt av Finansdepartementet, styret eller adm. direktør.

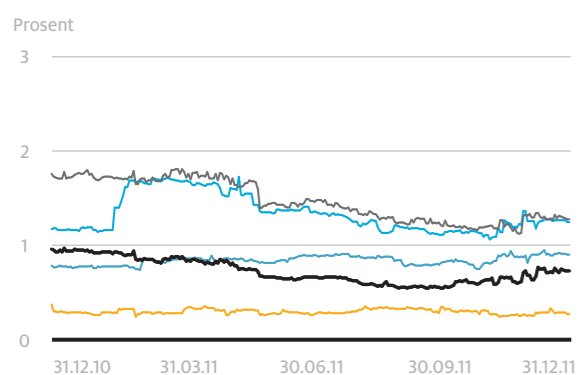
I forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er det en rekke risikofaktorer Folketrygdfondet må forholde seg til. Noen av risikofaktorene oppstår som følge av bevisste valg og er en type risiko Folketrygdfondet velger å ta med sikte på å oppnå god avkastning. Andre typer risiko oppstår uavhengig av 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 risiko, og har fastsatt prinsipper for måling og styring av de ulike risikotypene.

Markedsrisiko

For Statens pensjonsfond Norge er nivået på markedsrisikoen i stor grad styrt av mandatet for forvaltningen.

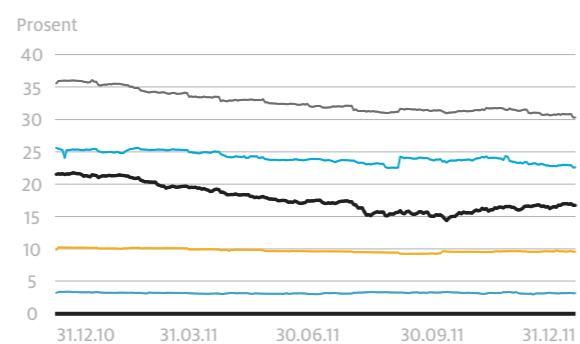
Gjennom mandatet har Finansdepartementet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet på 3 prosentpoeng.

Markedsrisikoen til Statens pensjonsfond Norge kan dekomponeres og analyseres innenfor de fire delporteføljene norske aksjer, nordiske aksjer, norske renter og nordiske renter. Markedsrisikoen er størst i de to aksjeporteføljene. Også avviket i markedsrisiko mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksene, målt ved forventet relativ volatilitet, er størst for de to aksjeporteføljene. Gjennom investeringer i ulike markeder oppnår Statens pensjonsfond Norge diversifiseringseffekter. Det vil si at risikoen i totalporteføljen er lavere enn summen av den vektete risikoen for de fire delporteføljene. Figuren for forventet volatilitet viser at risikoen for hele fondet og delporteføljene varierer

FORVENTET RELATIV VOLATILITET
STATENS PENSJONSFOND NORGE (SPN)

Relativ volatilitet er et mål for hvor mye avkastningen antas å avvike fra avkastningen til referanseporteføljen. Relativ volatilitet er høyest for de to aksjeporteføljene, bl.a. som følge av at verdiutviklingen i aksjemarkedene svinger mer enn for rentemarkedene. Forventet relativ volatilitet for SPN falt i de tre første kvartalene av 2011, i takt med fall for forventet relativ volatilitet for de to aksjeporteføljene.

■ SPN
■ Norske aksjer
■ Norske renter
■ Nordiske aksjer
■ Nordiske renter

FORVENTET VOLATILITET
STATENS PENSJONSFOND NORGE (SPN)

Volatilitet måles ved standardavviket til avkastningen. Figuren viser forventet volatilitet for SPN og delporteføljene, og er basert på historiske observasjoner for utviklingen til det enkelte verdipapir og sammensetning av porteføljen. Forventet volatilitet for SPN ble redusert i de første tre kvartalene som følge av en tilsvarende reduksjon for den norske aksjeporteføljen. 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 valutaskret.

■ SPN
■ Norske aksjer
■ Norske renter
■ Nordiske aksjer
■ Nordiske renter

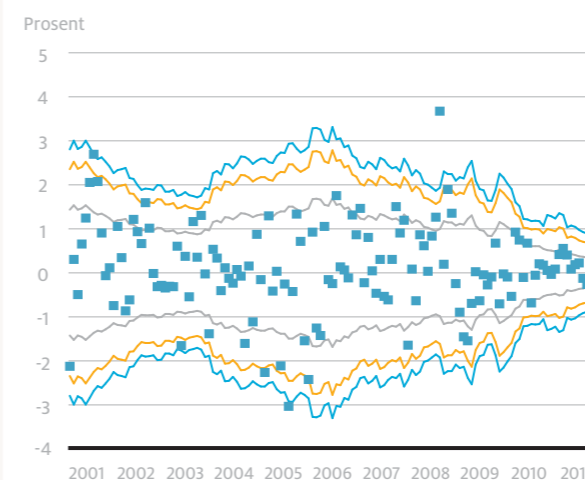
gjennom året. Denne variasjonen kommer som følge av markedsendringer og den aktive forvaltningen.

I løpet av 2011 har relativ volatilitet for Statens pensjonsfond Norge falt noe, fra 0,97 prosent ved inngangen av året til 0,74 prosent ved utgangen av året. Reduksjonen kommer hovedsakelig som en følge av fallende relativ volatilitet for den norske aksjeporteføljen. Her har sammensetningen av indeksen gjennom året blitt likere porteføljens sammensetning, i takt med verdifall for selskaper som er undervektet i porteføljen.

Risikomålings- og styringsverktøy

Folketrygdfondet anvender systemet RiskManager fra MSCI Barra som risikomålings- og styringsverktøy.

NORSK AKSJEPORTEFØLJE, KONFIDENSINTERVALL FOR FORVENTET RELATIV VOLATILITET OG REALISERT MERAVKASTNING

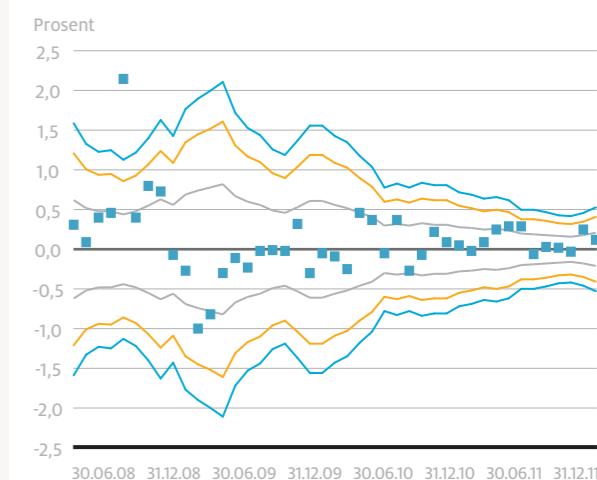


Realisert avkastning har stort sett vært innenfor de ulike konfidensintervallene. Fordelingen av realisert avkastning over tid har ligget nær den forventede fordelingen. Konfidensintervallene er blitt innsnevret de siste årene som følge av at den norske aksjeporteføljen gradvis er blitt likere indeksen sammensetning.

Konfidensintervall:
■ 68 %
■ 90 %
■ 95 %

Modellen som brukes, beregner forventet standardavvik for fondets porteføljer (absolutt volatilitet) og forventet standardavvik for differanseporteføljene (relativ volatilitet). Beregningene er basert på porteføljesammensetningen på måletidspunktet og forutsetninger om risikoegenskaper ved de ulike verdipapirene som inngår i porteføljene og samvariasjon mellom verdipapirene.

Folketrygdfondet foretar daglig beregninger av markedsrisiko. I de tabeller og figurer som er vist her, er det benyttet parametriske metode. Folketrygdfondet beregner i tillegg risikotall basert på historisk simulering. Det er også mulig å benytte Monte Carlo-simulering, som er mer aktuell som metode for porteføljer med et større innslag av instrumenter med ikke-lineære egenskaper. Volatiliteter og korrela-

TOTALPORTEFØLJEN, RISIKO OG
REALISERT MERAVKASTNING

Grafen viser konfidensintervall for forventet relativ volatilitet og realisert meravkastning i totalporteføljen. Med unntak av en måned under finanskrisen i 2008 er alle observasjonene innenfor 95 % konfidensintervall. Det indikerer at modellen er godt egnet til å predikere variasjonen i meravkastning.

Konfidensintervall:
■ 68 %
■ 90 %
■ 95 %

sjoner estimeres med utgangspunkt i månedlige historiske data for de ulike verdipapirene, og nyere observasjoner tillegges mer vekt enn gamle (nedskaleringfaktor på 0,97). Månedlige observasjoner benyttes blant annet for å få mer stabile risikoanslag og fordi horisonten både på investeringene og de aktive avvikene ofte er lang. Det at SPN er stor i forhold til markedet, er ytterligere en grunn til at vi benytter oss av månedlige observasjoner i stedet for hyppigere observasjoner, som for eksempel daglige.

Dette medfører en treghet i porteføljesammensetningen over tid, noe 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 2001–2011 for den norske aksjeporteføljen og tilsvarende for totalporteføljen for perioden juni 2008–2011.

Modellen som legges til grunn for disse beregningene, tilsier at om lag 68 prosent av månedene skal ligge innenfor de to innerste linjene for konfidensintervallet. Tilsvarende skal henholdsvis 90 prosent og 95 prosent av månedene være innenfor de to ytre intervallene. 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 en måned (oktober 2008) hvor meravkastningen var svært stor. For totalporteføljen er det for få observasjoner til å kunne trekke like klare konklusjoner.

Kredittrisiko

Hvordan markedet oppfatter kredittkvaliteten til utsteder av kredittobligasjoner, vil endre seg over tid.

Endringene gir seg utslag i økt eller redusert kredittpåslag i forhold til statsrente. Markedet priser lån fra en utsteder basert på denne utstederens 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 konkurs fokuseres det derfor på hvor mye av den opprinnelige gjelden som betales tilbake til kreditor. Sammen med sannsynligheten for konkurs er forventet dividende ved en kreditthendelse brukt som parameter i Folketrygdfondets rammeverk.

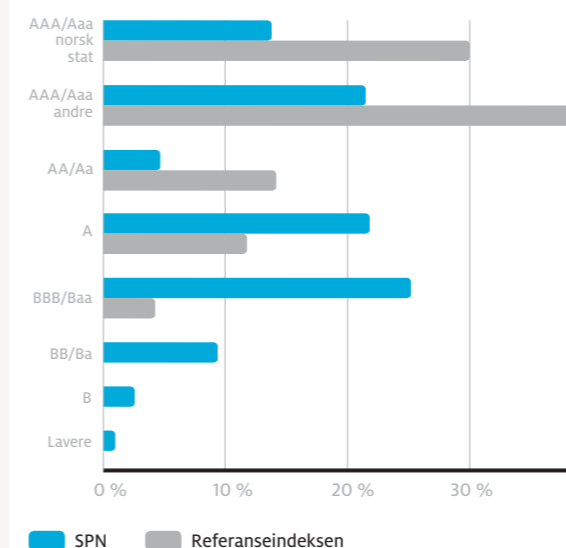
Folketrygdfondets styre har fastsatt maksimalrammer for kreditteksponering mot utsteder med svakere kreditt-rating enn BBB-. Administrerende direktør har supplert styrets ramme ved å fastsette kredittammer for ulike ratingkarakterer, slik at lavere rating gir lavere ramme for hvor stor kreditteksponeringen kan være. Forventet dividende ved konkurs antas å variere avhengig av hvilken sektor utsteder tilhører, og sektor er derfor også brukt som parameter i Folketrygdfondets kredittammerverk.

I figurene for kredittvurdering er kreditt-ratingen for de to renteporteføljene til Statens pensjonsfond Norge vist sammenlignet med ratingen til referanseporteføljen. I figurene er det fokusert på ratingen til enkeltlån som i enkelte tilfeller skiller seg fra ratingen til lånets utsteder. Dette gjelder for eksempel dersom lånet har spesielle panteordninger som gjør at det fremstår som sikrere enn utstедers generelle lån.

Dersom markedet forventer en generell forverring av den økonomiske utviklingen, vil kredittpåslaget normalt øke, og det vil 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 renteporteføljen viser figuren at porteføljen er eksponert for et større innslag av lavere kreditt-rating enn referanseporteføljen, og dermed for en større verdiendring. Dette forholdet motvirkes delvis ved at gjennom-

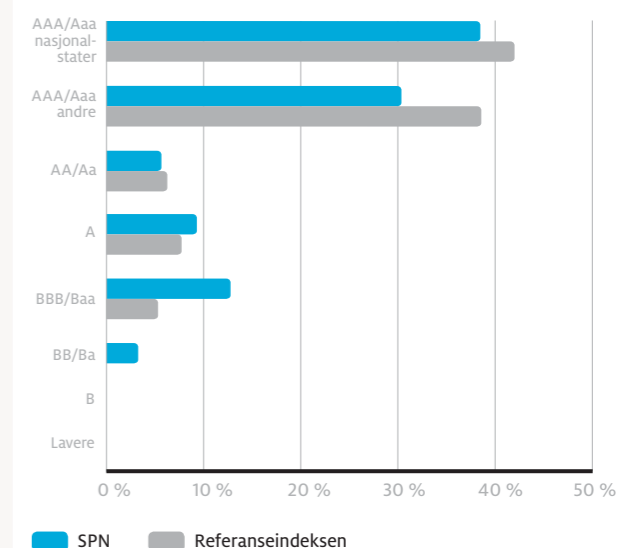
KREDITTVURDERING PER 31.12.2011, STATENS PENSJONS-FOND NORGE, DEN NORSKE RENTEPORTEFØLJEN



Kredittkvaliteten for den norske renteporteføljen, målt ved kreditt-rating, viser at porteføljen har mindre innslag av obligasjoner med de beste kredittvurderingene sammenlignet med referanseindeksen. Karakterskalaen går fra AAA til D (Default). Karakter på BBB eller bedre anses å være «investment grade». Utelukkende lån med karakter BBB eller bedre inngår i referanseindeksen. For porteføljen er det 87,0 prosent som har en kredittkarakter på BBB eller bedre.

Rating fra Moodys, Standard and Poor's og Fitch. Lån uten ekstern rating er ført opp med intern rating som utsteder er gitt i Folketrygdfondets interne kredittmodell.

KREDITTVURDERING PER 31.12.2011, STATENS PENSJONS-FOND NORGE, DEN NORDISKE RENTEPORTEFØLJEN



Den nordiske renteporteføljes kreditt-rating viser noe mindre eksponering enn referanseporteføljen for obligasjoner med kreditt-rating AAA. Karakterskalaen går fra AAA til D (Default). Karakter på BBB eller bedre anses å være «investment grade». Utelukkende lån med karakter BBB eller bedre inngår i referanseindeksen. For porteføljen er det 96,6 prosent som har en kredittkarakter på BBB eller bedre.

Rating fra Moodys, Standard and Poor's og Fitch. Lån uten ekstern rating er ført opp med intern rating som utsteder er gitt i Folketrygdfondets interne kredittmodell.

snittlig kredittløpetid for porteføljen er lavere enn for referanseporteføljen. Et slikt mål på kredittløpetiden er porteføljens kredittdurasjon. Statsobligasjoners bidrag til kredittdurasjonen forutsettes å være null. For den norske renteporteføljen var porteføljens kredittdurasjon ved utgangen av 2011 på 2,9 år, mens den var 3,3 år for referanseporteføljen. For den nordiske renteporteføljen var forholdet for kredittdurasjon motsatt. Det vil si at den var høyere i porteføljen enn i referanseindeksen, henholdsvis 2,2 og 2 år.

Motpartsrisiko

Folketrygdfondets styre har også fastsatt maksimalrammer for motpartseksponering, og disse rammene er basert på rating. Statens pensjonsfond Norge er ikke en egen juridisk enhet. Det er derfor Folketrygdfondet som er avtalepart når forretninger inngås, uavhengig av om forretningen inngås som en del 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 Folketrygdfondets samlede eksponering mot den aktuelle motparten skal motregnes den sikkerheten motparten har stilt. Folketrygdfondet har fremforhandlet avtale med de aktuelle motpartene som innebærer at disse skal stille sikkerhet overfor Folketrygdfondet som om de to mandatene Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond var to ulike juridiske enheter. Dette gir ytterligere sikkerhet ved konkurs hos motpart.

Folketrygdfondet har engasjert J.P. Morgan for å håndtere krav om inn- og utbetalinger av sikkerhet i den daglige oppfølgingen av våre motparter når det gjelder ikke-børsnoterte derivater (renteswapper, valutaterminer og valuta-swapper). I tillegg har Folketrygdfondet engasjert Bank of New York Mellon og J.P. Morgan for tilsvarende arbeid knyttet til sikkerhetsstillelse for aksjeutlån.

Avtalene om sikkerhetsstillelse gir i noen tilfeller motpartene mulighet til å stille sikkerhet i form av verdipapir eller kontanter, i noen tilfeller bare verdipapirer og i andre tilfeller bare kontanter. Når motpartene stiller kontanter som sikkerhet, må Folketrygdfondet betale rente til motparten. Kontantsikkerhet er videreplassert som bank-innskudd, og både stilt kontantsikkerhet og videreplasingen er inkludert i balansen til SPN og ved målingen av markedsrisiko.

Valutakursrisiko

Mandatet fastsetter at Folketrygdfondet ikke har anledning til å ta valutaposisjoner som en del av sin aktive forvaltning. Folketrygdfondet 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 2011 vært innenfor den rammen for forventet relativ volatilitet på 3 prosentpoeng som Finansdepartementet har fastsatt i mandatet. Det har ikke vært rapportert brudd på andre rammer fastsatt av Finansdepartementet, styret eller administrerende direktør. ●

NØKKELTALL FOR RISIKO OG EKSPONERING

(Alle tall i prosent)

Ramme fastsatt av Finansdepartementet	Grense	Faktisk				
		31.12.10	31.03.11	30.06.11	30.09.11	31.12.11
Markedsrisiko	Forventet relativ volatilitet skal ikke overstige 3 prosentpoeng	0,97	0,89	0,67	0,56	0,74
Kreditrisiko	Høyrisikoobligasjoner skal ikke utgjøre mer enn 25 prosent av privat del av obligasjonsporteføljen	8,04	8,81	9,90	9,12	13,49
Aktivafordeling*	Nettoeksponering aksjer 50 - 70 prosent av totalporteføljen	65,33	62,90	59,04	53,15	60,76
Eierandel norske selskaper	Maksimalt 15 prosent eierandel	10,91	10,58	10,58	10,58	11,05
Eierandel nordiske selskaper	Maksimalt 5 prosent eierandel	1,40	0,76	1,08	1,08	1,08
Supplerende rammer fastsatt av Folketrygdfondets styre**	Grense	Faktisk				
		31.12.10	31.03.11	30.06.11	30.09.11	31.12.11
Aktivafordeling*	Bruttoeksponering aksjeporteføljene 50 - 70 prosent av totalprteføljen					60,76
Aktivafordeling*	Bruttoeksponering renteporteføljene 30 - 50 prosent av totalporteføljen					40,22
Markedsrisiko	Minste sammenfall norsk aksjeportefølje minimum 60 prosent	87,32	87,79	88,74	89,84	90,94
Markedsrisiko	Minste sammenfall nordisk aksjeportefølje minimum 60 prosent	81,92	82,38	84,10	84,22	82,74
Markedsrisiko	Minste sammenfall valutaeksponering minimum 99 prosent					99,91
Kreditrisiko***	Maksimal eksponering mot enkelt utsteder med rating lavere enn BBB-					
	- for kommuner og selskaper med tilknytning til nasjonalstat 5 prosent					2,41
	- for selskaper innenfor kraftbransjen 3,7 prosent					0,37
	- for selskaper innenfor finanssektoren 1,6 prosent					1,08
	- for andre selskaper 1,4 prosent					0,95
Likvide instrumenter	Minimum 10 prosent av porteføljen i likvide instrumenter					17,40
Belåning*	Maksimalt 5 prosent av NAV					1,06
Utlån	maksimalt 20 prosent av NAV for aksjeporteføljene					4,24
Motpartsrisiko	Maksimalt potensiell motpartseksponering skal ikke overstige 0,75 prosent av NAV mot enkelt motpart					0,72

* Nettoeksponering mot aksjer er definert som markedsverdien av aksjeporteføljene inkludert kontantposisjoner som tilhører aksjeporteføljene. Bruttoeksponering og nettoeksponering mot aksjeporteføljene er som følge av at det i porteføljene ikke er kortposisjoner mot enkeltaksjer eller aksjeindeks like store. For renteporteføljene er bruttoeksponering justert for tilfeller hvor verdipapirer, inkludert rentebytteavtaler og gjeldsposisjoner i sum gir opphav til en short posisjon mot kort rentebinding og tilfeller hvor verdipapirer inkludert valutaderivater og gir opphav til short posisjon mot enkelt valutaer. Per 31.12.2011 er det ikke slike short posisjoner i Statens pensjonsfond Norge. Begrepet belåning er definert som nettoverdi av kontantsinstrumenter og reinvestering av kontantsikkerhet. Med kontantsinstrumenter forstås følgende instrumenter med løpetid ikke lengre enn 1 måned: kontanter, statskasseveksler, innskudd, lån, fordringer, kortsiktig gjeld samt gjenkjøps- og gjensalgavtaler. Samlet bruttoeksponering for aksjer og renter vil være større enn 100 i tilfeller hvor begrepet nettobelåning er større enn 0, og/eller i tilfeller med short posisjoner mot kort rentebinding, enkeltvalutaer eller aksjer.

** De supplerende rammene fastsatt av Folketrygdfondets styre ble gjort gjeldene fra 01.10.2011

*** Maksimal eksponering mot enkelt utsteder med rating lavere enn BBB- ble endret med virkning fra 21.12.2011 for selskaper innenfor finanssektoren ved at denne ble økt fra 1,5 prosent til 1,6 prosent. Fra samme dag ble kommuner og selskaper med tilknytning til nasjonalstat innført som egen gruppe

FORVALTNING
STATENS OBLIGASJONSFOND

PORTEFØLJEUTVIKLING OG AVKASTNING

NYE OBLIGASJONSLÅN I ANDRE HALVÅR

Statens obligasjonsfond kjøpte 13 nye obligasjonslån i 2011, de fleste i andre halvår. I alt ble det kjøpt obligasjonslån for 1 230 millioner kroner i 2011 og solgt for 1 698 millioner kroner. Investert kapital hadde en avkastning på 4,40 prosent.

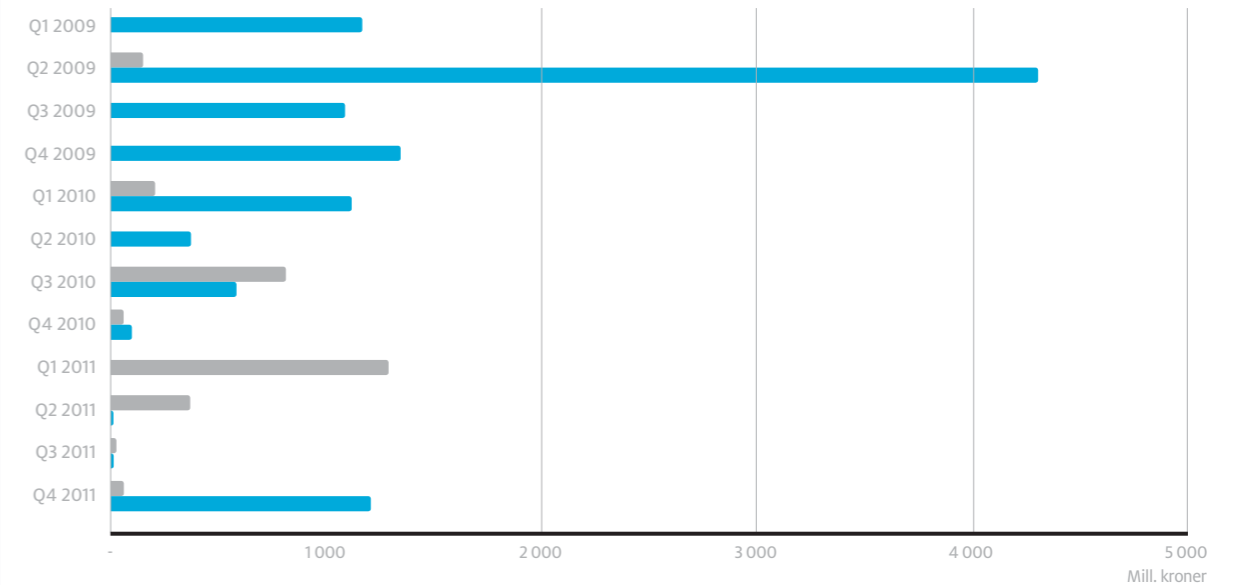
Ved utgangen av 2011 var størrelsen på Statens obligasjonsfond 51 628 millioner kroner. Av dette var 8 174 millioner kroner, eller en andel på 15,8 prosent, investert i markedet. De øvrige midlene står på en ikke-rentebærende konto i Norges Bank i påvente av obligasjonskjøp.

Resultatet for Statens obligasjonsfond ble på 361 millioner kroner for 2011. Avkastningen på den delen av kapitalen som er investert i markedet, var på 4,40 prosent i 2011. Det er lavere enn avkastningen for den norske obligasjonsporføljen til Statens pensjonsfond Norge (SPN). Det skyldes at Statens obligasjonsfond har en kortere rentebinding i sin portefølje enn Statens pensjonsfond Norge.

I første del av 2011 var det god likviditet og kapitaltilgang i det norske obligasjonsmarkedet. Det ble i denne perioden ikke foretatt ordinære kjøp i markedet. Utover i andre halvår svekket likviditeten i markedet seg som følge av den internasjonale uroen i økonomien og finansmarkedene. Statens obligasjonsfond kjøpte nye obligasjoner for i alt 1 230 millioner kroner i 2011, fordelt på 13 obligasjonslån. Kjøpene ble i hovedsak gjennomført i fjerde kvartal.

Det ble solgt obligasjoner for 1 698 millioner kroner fordelt på 18 obligasjonslån. I tillegg var det forfall på 602 millioner kroner i løpet av 2011. Størstedelen av salgene ble gjennomført i første halvår. Totalt ble fire av salgene gjen-

KJØP OG SALG I STATENS OBLIGASJONSFOND



Det første kjøpet av obligasjoner for Statens obligasjonsfond ble foretatt 20. mars 2009. Aktiviteten var størst i første halvår 2009. Det ble kjøpt obligasjoner for 7,9 milliarder kroner i 2009, 2,2 milliarder kroner i 2010 og 1,2 milliarder kroner i 2011. I 2011 ble det solgt for 1,7 milliard kroner.

Kjøp
Salg

nomført i markedet, mens 14 av salgene ble gjennomført ved at Statens obligasjonsfond solgte obligasjoner for 1 194 millioner kroner til Statens pensjonsfond Norge. Alle handle- lene er gjennomført til markedspris, og i tråd med § 7 i mandatet for Statens obligasjonsfond er markedspris for handle- ne mellom de to fondene dokumentert. I note 19 til regnskapet er det redegjort for hvordan transaksjonene mellom de to fondene ble gjennomført.

Konvertering til aksjer

Selskapet Eitzen Maritime Services ASA fikk i 2010 og 2011 ved flere anledninger utsettelse på rentebetalinger fra ob-

ligasjonseierne som følge av den økonomiske utviklingen i selskapet. Obligasjonseierne garanterte høsten 2011 for en egenkapitalemisjon som medførte at de fikk konvert- tert sine obligasjoner til aksjer. Statens obligasjonsfond ble som følge av denne konverteringen tildelt aksjer som tilsvarer 11,9 prosent av aksjene i selskapet. ●

BAKGRUNN

STATENS OBLIGASJONSFOND – MANDAT

■ Statens obligasjonsfond skal bidra til likviditet og kapitaltilgang i det norske kredittobligasjonsmarkedet. Finansdepartementet har i mandat for forvaltningen av Statens obligasjonsfond presisert at kapitalen kan plasseres i rentebærende verdipapirer når utsteder er hjemmehørende i Norge. Statens obligasjonsfond kan ikke investere i lån utstedt av staten eller kommuner. Den delen av kapitalen som ikke er investert i markedet, er plassert på en ikke-rentebærende konto hos Norges Bank. Investeringer i annen valuta enn norske kroner skal valutasisikres.

Rammer

I mandatet har Finansdepartementet satt flere rammer for forvaltning- en av Statens obligasjonsfond, blant annet knyttet til sektorsammen- setning og kredittvurdering. Det er gitt en øvre ramme på 30 prosent i mandatet for lån utstedt av foretak med svakere kredittvurdering enn BBB-. Mandatet sier videre at det ikke kan investeres i lån fra utstedere med kredittvurdering CCC+ eller svakere. Maksimalt fem prosent av Statens obligasjonsfond kan investeres i én enkelt utsteder. Finansdepartementet endret i 2011 mandatet slik at Folketrygdfondet i helt spesielle situasjoner knyttet til finansielle restruktureringer i selskaper som inngår i porteføljen, kan fravike bestemmelsene i man- datet dersom dette ut fra en forretningsmessig vurdering anses som nødvendig for å sikre verdiene til Statens obligasjonsfond. Finansde- partementet skal orienteres i etterkant dersom denne bestemmelsen blir benyttet.

Folketrygdfondets styre har gitt administrerende direktør et eget investeringsmandat for Statens obligasjonsfond. Dette er lagt ut på Folketrygdfondets hjemmeside, www.ftf.no.

Referanseindeks

Finansdepartementet har fastsatt en referanseindeks for Statens obliga- sjonsfond som 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 utstedere i norske kroner, euro, britiske pund og amerikanske dollar inngår i referanseindeksen.

Lån utstedt av finanssektoren utgjør 45 prosent, mens lån utstedt av andre ikke-finansielle foretak får en vekt på 55 prosent i referansein- deksen. Disse prosentdelene utgjør midtpunktet i mandatets bestem- melser. Videre er det satt en øvre grense på 20 prosent for hvor stor andel lån med lavere kredittvurdering («non-investment-grade», det vil si lån fra indeksen Barclays Capital Global High Yield) kan utgjøre. I tillegg er fondsobligasjoner (tier 1) tatt ut av indeksen. Referanseindek- sen valutasisikres til norske kroner.

Referanseindeksen trer først i kraft når 20 prosent av Statens obli- gasjonsfonds midler er plassert i markedet. Så langt er denne grensen ikke blitt passert.

FORMÅL OG HISTORIKK

- ▶ Etableringen av Statens obligasjonsfond (SOF) ble vedtatt som et virkemiddel under finanskrisen.
- ▶ Fondet ble etablert i mars 2009, og forvaltningen ble lagt til Folketrygdfondet.
- ▶ Formålet er å bidra til økt likviditet og kapitaltilgang i det norske kredittobligasjonsmarkedet.
- ▶ Ved oppstart ble 50 milliarder kroner tilført Statens obligasjonsfond.
- ▶ Midlene skal plasseres til markedsmessige vilkår.
- ▶ Statens obligasjonsfond skal ikke investere alene, men sammen med andre investorer.
- ▶ Kapital som ikke er investert, plasseres på en ikke-rentebærende konto hos Norges Bank.
- ▶ Innen 31. desember 2013 skal Folketrygdfondet legge frem en plan om avvikling av fondet.

«Hvorfor opprette et nytt Statens obligasjonsfond når en utvidelse av Statens pensjonsfond Norge (SPN) ville gitt samme virkning?»

- Selv om rammeverket og aktivitetene for SOF likner på SPN, er formålene med de to fondene forskjellige. Førstnevnte er et tiltak for å dempe finanskrisens negative effekter på kredittformidlingen, mens sistnevnte er et langsiktig spareinstrument for å understøtte finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter.
- Et sentralt hensyn ved tiltak rettet mot finanskrisen er at de skal være midlertidige. Å etablere SOF som et eget fond som avvikles når krisen er over ivaretar dette hensynet på en god måte.»

Fra Spørsmål og svar Statens obligasjonsfond (SOF) på Finansdepartementets hjemmeside, www.regjeringen.no (hentet 7. mars 2012)

FINANSIELL RISIKOSTYRING

FORVALTNING INNENFOR FASTSATTE RAMMER

Med unntak for et mindre brudd på motpartsrammen og en finansiell restrukturering som førte til et brudd på kredittrammene, har forvaltningen av Statens obligasjonsfond vært innenfor de fastsatte rammene i 2011.

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 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 risiko, 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 noe lavere enn markedsrisikoen for den norske renteporteføljen til Statens pensjonsfond Norge. Relativ markedsrisiko vil bli målt idet referanseindeksen trer i kraft, det vil si når investert andel passerer 20 prosent.

Kredittrisiko

Finansdepartementet har fastsatt at maksimal andel av kapitalen i Statens obligasjonsfond er 5 prosent per utsteder. Folketrygdfondets styre har fastsatt en maksimalramme

for kreditteksponering mot utsteder som har svakere rating enn BBB-. Rammene avhenger av hvilken sektor utstederen tilhører, og er satt til 5 prosent for kraftbransjen og for selskaper med tilknytning til nasjonalstat, 2,1 prosent for selskaper innenfor finanssektoren og 1,9 prosent for andre selskaper.

Administrerende direktør har fastsatt kredittrammer som supplerer de rammer styret har fastsatt. Det samlede kredittrammeverket innebærer at rammen er større desto bedre rating utsteder har.

Utsteder med svakere rating enn BBB- (non-investment grade) hadde en andel av investert kapital på 25,9 prosent ved utgangen av 2011. Statens obligasjonsfond har ikke anledning til å investere i selskaper med rating lik CCC+ eller svakere. Imidlertid er det i mandatet gitt adgang til å beholde investeringer i selskaper som hadde tilstrekkelig god rating på investeringstidspunktet, men som senere er nedgradert.

Det var seks låntagere i Statens obligasjonsfond som hadde en lavere kredittvurdering enn B- ved utgangen av 2011.

Kredittvurdering målt ved kredittrating sier noe om i hvilken grad porteføljen er utsatt for kreditteksponering. Ved endring i kredittspredan (marginen mellom rente på kredittobligasjoner og rente på statsobligasjoner) vil prisen endre seg mer desto lengre løpetiden på lånene er.

Et mål på gjennomsnittlig kredittløpetid er kredittdurasjon. Kredittdurasjonen til den investerte delen av Statens obligasjonsfond var ved utgangen av 2011 på 2,8 år, mot 2,9 år ved utgangen av 2010.

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 mandatet skal plasseringene i utenlandsk valuta sikres mot norske kroner, slik at Statens obligasjonsfond ikke blir eksponert for endringer i kronekursen.

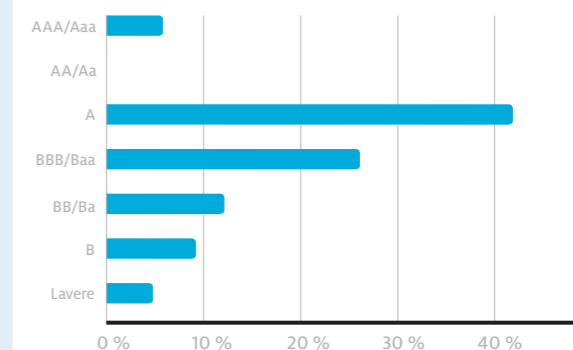
Oppfølging av rammer

Det var ved inngangen til 2011 et mindre brudd på motpartsrammen fastsatt av Folketrygdfondets styre knyttet til størrelsen på likviditetsplassering. Dette bruddet oppstod i 2010 og varte noen få dager inn i 2011, og ble også omtalt i årsrapporten for 2010.

Det ble også avdekket et brudd på kredittrammene, hvor det i forbindelse med en restrukturering ble investert i et selskap med svakere rating enn B- for å ivareta Statens obligasjonsfonds finansielle interesser. Dette bruddet er nærmere omtalt i note 17. Folketrygdfondet tok opp denne hendelsen med Finansdepartementet, og mandatteksten ble i september endret på dette punktet, jf. omtalen av mandat ovenfor.

Forvaltningen har ellers vært innenfor de rammer som er satt av Finansdepartementet, Folketrygdfondets styre og administrerende direktør. Rammene blir i hovedsak kontinuerlig overvåket i Folketrygdfondets porteføljesystem, og automatiske varsler sendes ut fra systemet ved eventuelle brudd. ●

KREDITTVURDERING PER 31.12.2011, STATENS OBLIGASJONS-FOND FOR DEL SOM ER INVESTERT I OBLIGASJONER



SOE

Kredittkvaliteten for Statens obligasjonsfond, målt ved kreditt-rating, viser at porteføljen har størst innslag av obligasjoner med kredittvurdering på A. Karakterskalaen går fra AAA til D (Default). Karakter på BBB eller bedre anses å være «investment grade». For porteføljen er det 73,8 prosent som har en kreditt-karakter på BBB eller bedre.

Rating fra Moodys, Standard and Poor's og Fitch. Lån uten ekstern rating er ført opp med intern rating som utsteder er gitt i Folketrygdfondets interne rating.

NØKKELTALL FOR RISIKO OG EKSPONERING

(Alle tall i prosent)

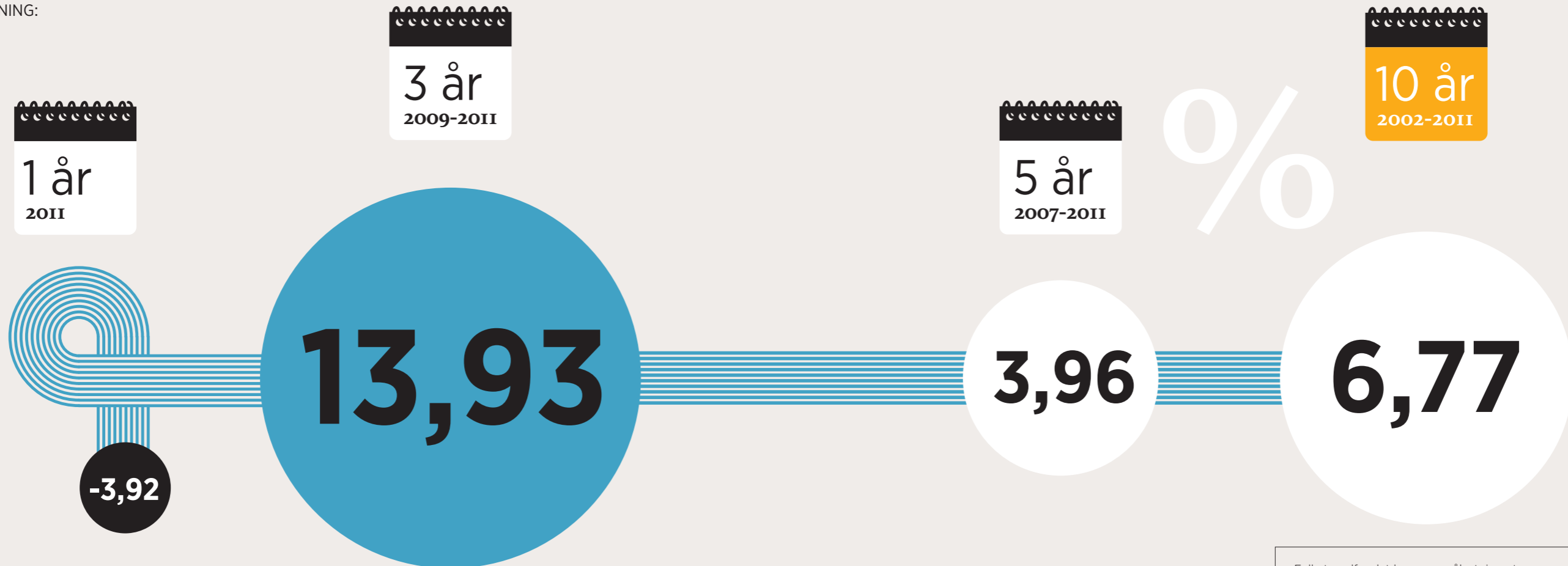
Risiko	Grense	Faktisk				
		31.12.10	31.03.11	30.06.11	30.09.11	31.12.11
Maksimal eksponering mot en enkelt utsteder	5	1,59	1,54	1,54	1,47	1,55
Andel ansvarlige lån	10	1,86	1,89	1,20	1,15	1,16
Investert andel		19,42	16,24	14,99	13,85	15,65
Andel bank/finans	25-65	43,40	52,81	47,70	49,97	56,07
Andel industri	35-75	50,00	42,90	46,10	50,04	43,93
Andel non-investment grade (lavere enn BBB-)	30 (ved kjøp)	21,80	20,24	26,30	25,96	23,83

Avkastning over tid

God meravkastning siste fem år
Hva gir god avkastning over tid?

Statens pensjonsfond Norge – avkastning over tid

AVKASTNING:
(Prosent)



MERAVKASTNING:
(Prosentpoeng)



Folketrygdfondet har som målsetning at forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge skal gi en årlig meravkastning over tid på 0,4 prosentpoeng.

Meravkastning beregnes i forhold til referanseindekser fastsatt av Finansdepartementet.

God meravkastning siste fem år
Hva gir god avkastning over tid?

STATENS PENSJONSFOND NORGE, AVKASTNINGSUTVIKLINGEN 1998 – 2011:

GOD MERAVKASTNING SISTE FEM ÅR

Folketrygdfondets aktive forvaltning har siden 1998 gitt en meravkastning på 0,52 prosentpoeng per år. Det er særlig i den siste femårsperioden meravkastningen har vært god.

Statens pensjonsfond Norge har en lang tidshorison, lengre enn for de fleste andre fond. Av den grunn bør resultatene i forvaltningen evalueres over lengre tidsperioder. I denne artikkelen presenterer og diskuterer vi avkastnings- og meravkastningstall for Statens pensjonsfond Norge i perioden 1998-2011.

Bedre enn målsetningen

Folketrygdfondets målsetning for den aktive forvaltningen er å oppnå en årlig meravkastning på 0,40 prosentpoeng over tid, før forvaltningskostnadene trekkes fra.

I figuren under er månedlig differanseavkastning vist sammen med akkumulert annualisert differanseavkastning. Akkumulert meravkastning er vist med to ulike startdatoer, henholdsvis blå linje med oppstart januar 1998 og oransje linje med oppstart i mars 2007. Siden 1998 har årlig brutto meravkastning vært 0,52 prosentpoeng før

kostnader. For perioden etter endringen i mandatet (altså perioden med oppstart i mars 2007) er årlig brutto meravkastning på 1,34 prosentpoeng før kostnader.

Oppnådd meravkastning er dermed høyere enn målsetningen om en meravkastning på 0,40 prosentpoeng, og det er særlig i den siste femårsperioden meravkastningen har vært god.

Avkastning 1998-2011

Avkastningen for perioden 1998-2011 er beregnet som daglig avkastning for alle delporteføljene som deretter er geometrisk sammenvektet. På Folketrygdfondets nettsider www.ftf.no er månedlige avkastningstall for henholdsvis porteføljene og referanseindeksene for hele perioden lagt ut.

I GIPS-rapporter som er lagt ut på Folketrygdfondets nettsider, viser vi ikke flerårstall som er basert på

resultater fra begge periodene, det vil si både før og etter endringene i regelverk og porteføljesammensetning i 2006 og 2007.

I tabellen nedenfor har vi valgt å ta med hele historikken. For den norske renteporteføljen og totalporteføljen presiseres det imidlertid at porteføljeegenskapene ble endret betydelig ved utviklingen av kontolånsordningen i slutten av 2006. Den nordiske renteporteføljen ble etablert 28. februar 2007. For den norske aksjeporteføljen har det ikke på samme måte vært noe skifte i mandatet, og GIPS-rapporteringen dekker derfor hele perioden på 14 år.

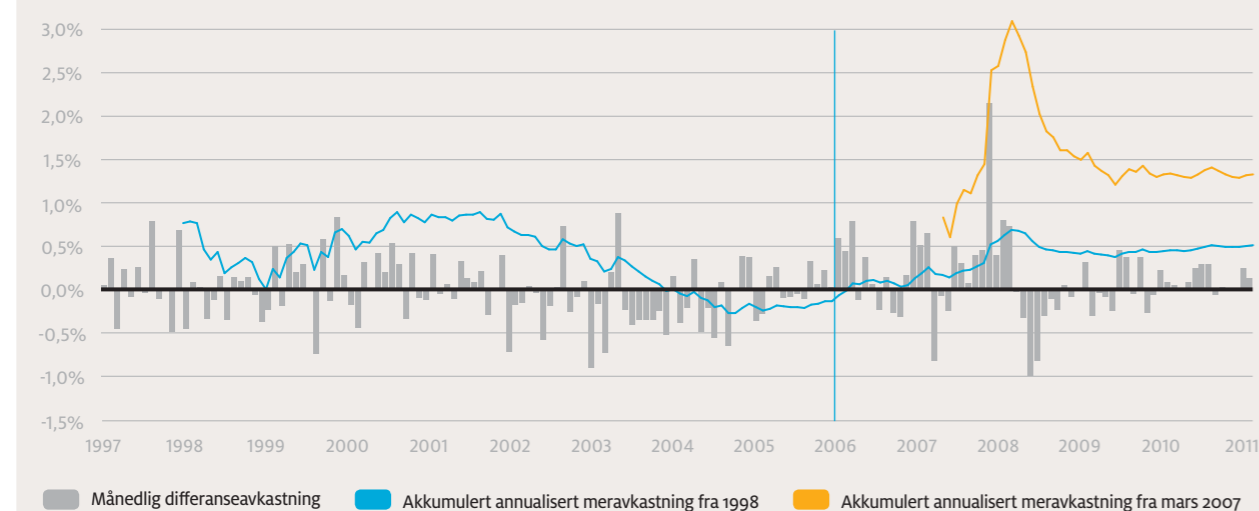
Regnet som et årlig gjennomsnitt var avkastningen for totalporteføljen 6,19 prosent for hele perioden 1998-2011. Dette er 0,52 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen, og fratrukket forvaltningshonoraret blir meravkastningen 0,48 prosentpoeng.

Relativ volatilitet

Skiftet i regelverket i slutten av 2006, som omtalt over, medfører at det er lite relevant å fokusere på risikjusterte avkastingsstall for hele perioden. I tabellen over har vi derfor utelatt relativ volatilitet og informasjonsrate (IR) for

MERAVKASTNING 1998 – 2011

I figuren er den historiske meravkastningen til Folketrygdfondet og Statens pensjonsfond Norge for perioden 1998 frem til utgangen av 2011 vist.



AVKASTNING 1998 - 2011, STATENS PENSJONSFOND NORGE

	Ett år 2011	Tre år 2009-2011	Fem år 2007-2011	Ti år 2002-2011	Hele perioden 1998-2011	Nordiske porteføljer siden oppstart*
Statens pensjonsfond Norge (brutto)	-3,92	13,93	3,96	6,77	6,19	
Meravkastning (brutto)	1,26	0,06	1,53	0,40	0,52	
Meravkastning (netto)	1,18	-0,02	1,45	0,35	0,48	
Relativ volatilitet	0,79	1,11	1,57			
Informasjonsrate	1,61	0,05	0,98			
Norsk aksjeportefølge (brutto)	-10,88	19,05	-0,02	9,73	6,91	
Meravkastning (brutto)	1,57	-0,46	2,63	1,03	1,69	
Relativ volatilitet	1,16	2,06	2,95	3,32	4,14	
Informasjonsrate	1,35	-0,22	0,89	0,31	0,41	
Norsk renteportefølge (brutto)	7,84	8,56	7,40	6,58	6,23	
Meravkastning (brutto)	1,55	1,46	0,94	0,13	0,11	
Relativ volatilitet	0,94	0,88	0,99			
Informasjonsrate	1,68	1,66	0,95			
Nordisk aksjeportefølge (brutto)	-17,49	7,55	-2,93	2,68		1,59
Meravkastning (brutto)	-0,79	-1,99	0,83	0,24		0,21
Relativ volatilitet	0,99	1,46	1,91	1,41		1,38
Informasjonsrate	-0,80	-1,36	0,43	0,17		0,15
Nordisk renteportefølge (brutto)	8,03	1,60				6,05
Meravkastning (brutto)	0,20	1,04				0,45
Relativ volatilitet	0,32	0,77				0,70
Informasjonsrate	0,49	1,35				0,64

*Oppstart nordisk aksjeportefølge mai 2001 og nordisk renteportefølge februar 2007

BAKGRUNN

ENDRET REGELVERK UNDERVEIS

En del endringer i regelverk, forvaltningskapital og indekser i løpet av disse 14 årene gjør det vanskelig å evaluere fra år til år på et helt sammenlignbart grunnlag. Dette er viktig bakgrunn å ha med når vi ser nærmere på avkastning over tid for Statens pensjonsfond Norge.

Endringene innebærer at det i praksis har vært to ulike mandater i denne perioden, et for perioden før desember 2006 og et fra og med mars 2007.

Endringene består blant annet i følgende:

- ▶ I 2006 ble det gjennomført en tilbakebetaling til statskassen på 101,8 milliarder kroner. Denne tilbakebetalingen utgjorde nær halvparten av den forvaltede kapitalen.
- ▶ I 2006 ble det samtidig fastsatt nye rammebetingelser for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge.
- ▶ Før 2008 definerte Folketrygdfondet både referanseportefølje og risikoramme. Etter 2008 er det Finansdepartementet som definerer referanseportefølje og risikoramme, mens Folketrygdfondets oppgave er å forvalte Statens pensjonsfond Norge innenfor disse rammene.
- ▶ Før 2008 var regelverket for aktivasammensetningen i porteføljen knyttet opp mot historisk kjøpskurs. Etter 2008 er regelverket knyttet til markedsverdier.

I sum innebærer disse endringene at grensen for tillatt aksjeandel er hevet fra 20 prosent målt til historisk kostpris, til en aksjeandel på mellom 50 og 70 prosent målt til markedsverdi.

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

den norske renteporteføljen og totalporteføljen for tidsperiodene som er lengre enn fem år. Informasjonsraten for siste fem år for totalporteføljen er på 0,98 som isolert sett er svært bra.

Den norske aksjeporteføljen hadde en avkastning på 6,91 prosent som et årlig gjennomsnitt for hele perioden, noe som er 1,69 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen. For femårsperioden 2007-2011 var avkastningen -0,02 prosent. Dette er 2,63 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen.

Avvikene fra referanseindeksens avkastningsutvikling, målt ved relativ volatilitet, er større for den norske aksjeporteføljen enn for totalporteføljen. Det innebærer at selv om meravkastningen for femårsperioden er høyere for den norske aksjeporteføljen enn for totalporteføljen, er det risikjusterte meravkastningsmålet, informasjonsrate, på 0,89 noe lavere enn for totalporteføljen.

Den norske renteporteføljen hadde en avkastning på 7,40 prosent som et årlig gjennomsnitt for perioden 2007-2011. Det var 0,94 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen.

Siden oppstarten i mai 2001 har den nordiske aksjeporteføljen hatt en årlig avkastning på 1,59 prosent, et resultat som er 0,21 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen. For femårsperioden 2007-2011 var avkastningen for den nordiske aksjeporteføljen på -2,93 prosent. Det er 0,83 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen. Den nordiske aksjeporteføljen skiller seg imidlertid fra de øvrige delpor-
teføljene ved at meravkastningen siste tre år er negativ.

Den nordiske renteporteføljen har siden oppstarten i februar 2007 oppnådd en årlig avkastning på 6,05 prosent. Det er 0,45 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen. ●

FAKTORMODELLER:

HVA GIR GOD AVKASTNING OVER TID?

Hvilke faktorer er det som over tid gir god avkastning? I denne artikkelen søker vi ved hjelp av regresjonsanalyser å forklare avkastningsutviklingen i de to norske delpor-
teføljene i Statens pensjonsfond Norge. Analysene peker mot god selskaps- og verdipapirutvelgelse som forklaring på den meravkastningen som er oppnådd over tid.

Avkastningsutviklingen for Statens pensjonsfond Norge viser høyere avkastning enn referanseindeksen både for hele tiårsperioden og for femårsperioden etter endringen i mandatet. For hele perioden etter endringen i mandatet er meravkastningen positiv for alle de fire delpor-
teføljene. (For den nordiske renteporteføljen henviser vi her til perioden på 4 år og 10 måneder siden delpor-
teføljen ble startet opp.)

Nivået på historisk relativ volatilitet viser at avkastnings-
utviklingen for de ulike delpor-
teføljene og totalporteføljen følger referanseindeksens avkastning nært.

Avkastningsutviklingen til totalporteføljen, den norske aksjeporteføljen og den norske renteporteføljen er analy-
sert nærmere ved regresjonsanalyser hvor avkastningen søkes forklart ved ulike systematiske faktorer. I disse regre-
sjonsanalysene er det benyttet månedlige observasjoner. Meravkastning som vises i regresjonstabellene, avviker fra den annualiserte meravkastningen (geometrisk) som er vist over ved at den nå fremkommer som aritmetisk (må-
nedsobservasjoner multiplisert med 12).

Ved regresjonsanalyser søker vi å forklare avkastnings-
utviklingen med ulike faktorer som antas å være syste-
matiske risikofaktorer, i betydning av at de representerer risikofaktorer som over tid gir investor en kompensasjon for å bære slik risiko.

Den norske aksjeporteføljen

For den norske aksjeporteføljen er mye av avkastnings-
utviklingen erfaringsmessig representert ved utviklingen til aksjemarkedet som helhet, og representerer en betaling investor oppnår for å ta aksjerisiko. I øvre del av de to tabellene for den norske aksjeporteføljen (henholdsvis for perioden 2007-2011 og for perioden 2002-2011) viser vi re-
sultatene av en enkel regresjon hvor avkastningen for den norske aksjeporteføljen er forklart med følgende modell:

$$R_{SPN} - R_f = a + b \times (R_{Ref} - R_f) + e$$

I denne modellen er uttrykket $R_{SPN} - R_f$ lik avkastningen

for den norske aksjeporteføljen ut over risikofri rente. Faktoren $R_{Ref} - R_f$ gir uttrykk for avkastningen til referanse-
indeksen ut over risikofri rente. Denne enfaktormodellen er en empirisk metode for å måle porteføljen ved kapital-
verdimodellen (CAPM).

For femårsperioden 2007-2011 viser den andre kolonnen i tabellen (med overskriften $E[R_{SPN}]$) at aritmetisk merav-
kastning var på 2,18 prosent i året. Selv om dette er en høy meravkastning, er denne ikke signifikant forskjellig fra null.

Den tredje kolonnen (med overskriften Alfa) viser den delen av meravkastningen som modellen ikke kan forklare. Den viser dermed om forvaltningen av den norske aksje-
porteføljen har oppnådd meravkastning som ikke er forklart ved utviklingen i aksjemarkedet som helhet. Alfa for den norske aksjeporteføljen er for femårsperioden positiv og signifikant på 10-prosentsnivå, men ikke på 5-prosentsnivå.

Fjerde kolonne viser estimatet for beta i forhold til referanseindeksen. Betaestimatet på 0,94 er signifikant forskjellig fra markedsbetaen på 1 på 5-prosentsnivå. Lavere markedsseksposering er forklaringen på at alfaestimatet på 2,05 er lavere enn aritmetisk meravkastning på 2,18. Dette fordi avkastningen for aksjemarkedet (målt ved referanseindeksen) for denne perioden var negativ. Også for tiårsperioden er betaestimatet på 0,94 og signifikant forskjellig fra 1. For tiårsperioden er meravkastningen og alfaestimatet lavere, og alfaestimatet er ikke lengre signi-
fikant på 10-prosentsnivå. Siste kolonne i tabellen viser R^2 fra regresjonen, og den viser at referanseindeksen forklarer 99,1 % av porteføljens avkastning for femårsperioden og 98,4 prosent av porteføljens avkastning for tiårsperioden.

Kapitalverdimodellen er en enkel modell hvor avkastning-
en til porteføljen søkes forklart med én faktor (markedets avkastning ut over risikofri rente). Denne modellen ble ut-
viklet 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 markedsverdien

(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 de danner en trefaktormodell. Senere har andre bidragsyttere vist at flere faktorer i tillegg til disse kan bidra til å øke forklaringsgraden til markedsutviklingen.

I tabellen for den norske aksjeporteføljen har vi gjennomført en slik trefaktoranalyse både for femårsperioden 2007-2011 og tiårsperioden 2001-2011 hvor vi estimerer på de to opprinnelige faktorene til Fama og French (småselskaper og verdi):

$$R_{SPN} - R_f = a + b \times (R_{Ref} - R_f) + s \times SMB + h \times HML + e$$

Tidsseriene er konstruert på samme måte som Sørensen og Nagy (2010) gjorde i sin rapport om aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond Norge, publisert på Finansdepartementets hjemmeside våren 2011.

HML-faktoren representerer avkastningen til en portefølje med høy eksponering mot verdiselskaper og lav eksponering mot vekstselskaper. 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

STATENS PENSJONSFOND NORGE, NORSK AKSJEPORTEFØLJE 2007 - 2011

	$E[R_{SPN}]$	Alfa	Beta	SMB	HML	R^2
Kapitalverdimodellen (CAPM)						
Koeffisient	2,18	2,05	0,94			99,1 %
t-verdi	1,64	1,88	-5,49			
p-verdi	0,11	0,07	0,00			
Trefaktormodell aksjer						
Koeffisient	2,18	1,75	0,92	-0,03	-0,02	99,1 %
t-verdi	1,64	1,54	-5,47	-1,08	-1,07	
p-verdi	0,11	0,13	0,00	0,28	0,29	

STATENS PENSJONSFOND NORGE, NORSK AKSJEPORTEFØLJE 2002-2011

	$E[R_{SPN}]$	Alfa	Beta	SMB	HML	R^2
Kapitalverdimodellen (CAPM)						
Koeffisient	0,59	1,10	0,94			98,4 %
t-verdi	0,55	1,17	-5,85			
p-verdi	0,58	0,24	0,00			
Trefaktormodell aksjer						
Koeffisient	0,59	1,13	0,93	-0,02	-0,01	98,4 %
t-verdi	0,55	1,20	-5,94	-1,01	-0,68	
p-verdi	0,58	0,23	0,00	0,32	0,50	

Norway Standard Growth indeks. Tidsserien for HML-faktoren konstrueres på månedlig basis som avkastningen i verdi-indeksen minus avkastningen i vekstindeksen.

SMB-faktoren representerer avkastningen til en portefølje med høy eksponering mot selskaper med lav markedsverdi og lav eksponering mot selskaper med høy markedsverdi. 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. OSESX er indeks for småselskaper, og OBX er en indeks konstruert av de mest likvide aksjene på Oslo Børs. Det er en sterk sammenheng mellom total likviditet og størrelse, og denne indeksen benyttes derfor som en tilnærming for å se på avkastningen til selskaper med høy kapitalisert verdi. Tidsserien for SMB-faktoren konstrueres på månedlig basis som avkastningen til OSESX-indeksen minus avkastningen til OBX-indeksen.

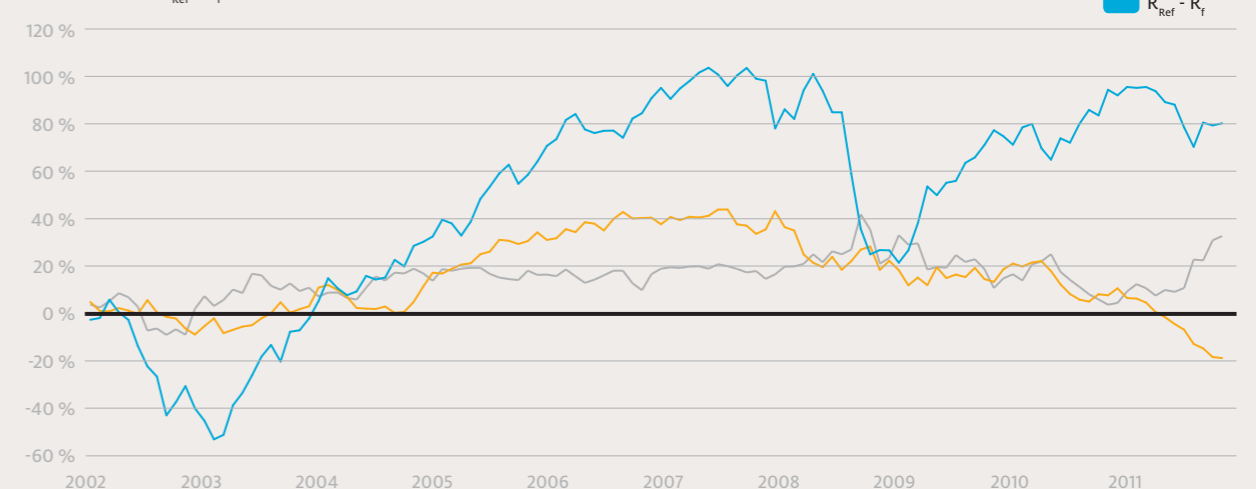
Den fremgangsmåten vi her har brukt ved å benytte brede indekser som uttrykk for faktorene, mener vi gir et godt

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. For flere andre aktuelle faktorer, som for eksempel momentum, anser vi at det ikke er mulig for en portefølje på størrelse med Statens pensjonsfond Norge å oppnå tilstrekkelig eksponering, uten at transaksjonskostnader blir for store, eller at måleproblemer vanskeliggjør en analyse.

Det fremgår av tabellen for den norske aksjeporteføljen at trefaktormodellen ikke endrer bildet fra den enkle regresjonen vesentlig. Eksponeringen mot de to faktorene er svakt negativ, men ikke signifikant. Forklaringskraften til trefaktormodellen målt ved R^2 fra regresjonen endres heller ikke. Alfaestimatet, som ved den enkle modellen var signifikant på 10-prosentnivå for femårsperioden 2007-2011, er imidlertid ikke signifikant ved trefaktormodellen. For begge periodene ser det ikke ut til at systematiske faktorer utover markedet som helhet (beta) kan forklare noen vesentlig del

FAKTORAVKASTNING 10 ÅR AKSJEMARKEDET

Figuren viser akkumulert månedlig faktoravkastning for referanseindeksen fratrukket risikofri rente ($R_{Ref} - R_f$), størrelsesfaktoren SMB og verdi-faktoren HML.



av avkastningen for den norske aksjeporteføljen.

Den gjennomsnittlige faktoravkastningen har vært positiv for alle tre faktorene i største del av perioden, men faktoravkastningen for SMB-faktoren er negativ i andre del av tiårsperioden. 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. I regresjonstabellen er dette representert med positive alfaestimater.

Et alternativ til slike regresjonsanalyser er å gjennomføre dekomponering av meravkastningen ned på selskapsnivå, og undersøke bidragene fra enkelt-selskaper for å se om det er noen fellestrekk. Slike dekomponeringer gjennomføres løpende og er også et viktig styringsverktøy i oppfølgingen av aksjeporteføljene.

Vi har tidligere i rapporten kommentert meravkastningen for 2011 ved å vise til at indeksselskaper den norske aksjeporteføljen ikke har vært investert i, forklarer 1,25 prosentpoeng av meravkastningen for 2011. For femårsperioden 2007-2011 forklarer indeksselskapene vi ikke har investert i 1,00 prosentpoeng av den årlige meravkastningen (geometrisk) på 2,63 prosentpoeng. For tiårsperioden forklarer disse selskapene 0,73 prosentpoeng av meravkastningen på 1,03 prosentpoeng.

I forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er det en bevisst strategi å unngå selskaper hvor vi oppfatter at risikoen er for stor i forhold til avkastningspotensialet for selskapet. Denne strategien har altså vært positiv både i 2011 og på lengre sikt.

Et annet fellestrekk vi finner, er effekter fra selskaper som har gått ut av indekss grunnlaget én eller flere ganger, og dermed har vært med i indeksen i mer enn én periode. Det er mulig at dette er forhold som kan gi et negativt bidrag til indeksen og et positivt bidrag til meravkastning. Indeksreglene tilsier at de største selskapene innenfor hver bransje skal tas med i indeksen. Dette kriteriet innebærer i praksis at selskaper som er svært store, alltid er med i indeksen, mens litt mindre selskaper kommer inn i indeksen etter en periode da de har hatt særskilt god avkastning. Motsatt

er tilfellet for selskaper som har hatt svak utvikling. Disse tenderer til å gå ut av indekssammensetningen ved en av de halvårlige oppdateringene som Oslo Børs foretar. Blant selskapene i denne kategorien finnes selskaper vi har investert i, og selskaper som ikke har vært tatt med inn i porteføljen. I Folketrygdfondets strategi for aktiv forvaltning er det lagt vekt på at indeksinkludering ikke er et selvstendig kriterium for at et selskap skal tas med inn i porteføljen. Motsatt er det ikke automatikk i at selskaper som går ut av indeksen, også selges ut av porteføljen.

Totalt bidro selskapene som har vært med i indekss grunnlaget i mer enn én periode, med 1,32 prosentpoeng av meravkastningen i femårsperioden, fordelt på 1,02 prosentpoeng fra selskaper som vi har investert i, og 0,30 prosentpoeng fra indeksselskaper som vi ikke har investert i. For tiårsperioden er tallene tilsvarende 1,07 prosentpoeng i totalt bidrag, fordelt med 0,60 prosentpoeng på selskaper i porteføljen og 0,47 prosentpoeng på indeksselskaper utenfor porteføljen.

Tre selskaper som har vært investert i porteføljen hele perioden, kan brukes som eksempel for å illustrere denne effekten. Kongsberggruppen bidrar med henholdsvis 0,40 prosentpoeng for femårsperioden og 0,21 prosentpoeng for tiårsperioden, Veidekke bidrar med henholdsvis 0,04 prosentpoeng for femårsperioden og 0,09 prosentpoeng for ti-årsperioden, mens Olav Thon bidrar med henholdsvis 0,04 prosentpoeng for femårsperioden og 0,10 prosentpoeng for tiårsperioden. Alle disse selskapene har gått inn og ut av indeksen flere ganger, og en større del av dette bidraget har oppstått i perioder selskapene har vært utenfor indeksen.

Den norske renteporteføljen

I likhet med den norske aksjeporteføljens avkastning er også den norske renteporteføljens avkastningsutvikling erfaringsmessig representert ved utviklingen til markedet som helhet, og representerer en betaling investor oppnår ved å ta obligasjonsrisiko. I øvre del av tabellen for den norske renteporteføljen (perioden 2007-2011) vises resultatene av en enkel regresjon hvor avkastningen for den norske renteporteføljen er forklart med følgende modell:

$$R_{SPN} - R_f = a + b \times (R_{Ref} - R_f) + e$$

Notasjonen er som kommentert ovenfor, men referanseindeksen er naturlig nok byttet ut med referanseindeksen for den norske renteporteføljen.

For femårsperioden 2007-2011 viser den andre kolonnen i tabellen (med overskriften $E[R_{SPN}]$) at aritmetisk meravkastning var på 0,89 prosent i året, og at meravkastningen var signifikant større enn null på 10-prosentnivå og også nær signifikant på 5-prosentnivå. Den tredje kolonnen (overskrift Alfa) viser den delen av meravkastningen som modellen ikke kan forklare, og gir dermed uttrykk for om forvaltningen av den norske renteporteføljen har oppnådd meravkastning som ikke er forklart ved utviklingen i obligasjonsmarkedet som helhet. Alfa for den norske renteporteføljen er for femårsperioden positiv og signifikant på 5-prosentnivå. Fjerde kolonne viser estimatet for beta i forhold til referanseindeksen. Betaestimateret på 0,97 er ikke signifikant forskjellig fra markedsbetaen på 1.

Lavere markedseksponering er forklaringen på at alfaestimateret på 0,97 er høyere enn aritmetisk meravkastning på 0,89 som følge av at avkastningen for obligasjonsmarkedet (målt ved referanseindeksen) for denne perioden var større enn risikofri rente. Siste kolonne i tabellen viser R^2 fra regresjonen, og den viser at referanseindeksen forklarer 85,6 % av porteføljens avkastning for femårsperioden. Dette er noe

lavere enn tilsvarende tall for den norske aksjeporteføljen.

Også for den norske renteporteføljen kan vi gjennomføre en flerfaktormodell hvor vi undersøker om andre kjente systematiske faktorer kan bidra til å forklare avkastningen. I rentemarkedet er det mulig å finne ytterligere faktorer som forklarer avkastningsutviklingen bedre enn markedsfaktoren alene. Det er kjent fra litteraturen at det eksisterer en terminpremie i rentemarkedet, slik at papirer med lengre rentebinding gir bedre avkastning enn papirer med kortere rentebinding. I tillegg har rentepapirer med kredittisiko gitt bedre avkastning enn statspapirer. For det norske rentemarkedet har vi konstruert faktorer fra tilgjengelige kilder for å kunne måle hvorvidt den norske renteporteføljen har hatt eksponeringer mot disse faktorene, og for å måle hvordan porteføljens alfa påvirkes ved å justere for disse faktoreksponeringene. Vi har brukt følgende modell til dette:

$$R_{SPN} - R_f = a + b \times (R_{Ref} - R_f) + t \times TERM + f \times FIN + e$$

De to faktorene vi bruker, er TERM, som representerer terminpremien (målt som avkastningen til obligasjoner med lang statsrente - korte statspapirer), og FIN, som er en konstruert faktor basert på kredittpremien for ordinære finansobligasjoner med 4 års løpetid. Vi har i tillegg foretatt tilsvarende analyser med andre kredittfaktorer

STATENS PENSJONSFOND NORGE, NORSK RENTEPORTEFØLJE 2007-2011

	$E[R_{SPN}]$	Alfa	Beta	TERM	FIN	R^2
Kapitalverdimodellen (CAPM)						
Koeffisient	0,89	0,97	0,94			85,6 %
t-verdi	2,00	2,05	-0,53			
p-verdi	0,05	0,04	0,60			
Trefaktormodell med kreditt						
Koeffisient	0,89	1,08	0,73	0,19	0,28	93,2 %
t-verdi	2,00	3,32	-5,09	5,33	8,11	
p-verdi	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	

(industrilån med god kredittkvalitet og industrilån med svak kredittkvalitet), men dette ga ikke like gode regresjonsresultater.

Det fremgår av tabellen for den norske renteporteføljen at eksponeringen for de to faktorene TERM og FIN er positiv og signifikant større enn null. Forklaringskraften til trefaktormodellen målt ved R^2 fra regresjonen, øker også fra 85,6 prosent til 93,2 prosent. Alfaestimatet øker til 1,08 og er nå signifikant også på 5-prosentnivå. En positiv og signifikant alfa viser at meravkastningen i perioden har vært positiv ut over det som kan forklares ved modellen.

Eksponeringen mot obligasjonsmarkedet som helhet representert ved beta reduseres ved å inkludere de to ekstra faktorene, men er nå signifikant forskjellig fra markeds-eksponeringen på 1. Inkluderingen av terminfaktoren (TERM) ser ut til å ha skjedd på bekostning av markeds-eksponeringen. Vi ser av figuren for faktoravkastning at terminfaktoren og markedsfaktoren har svært lik utvikling.

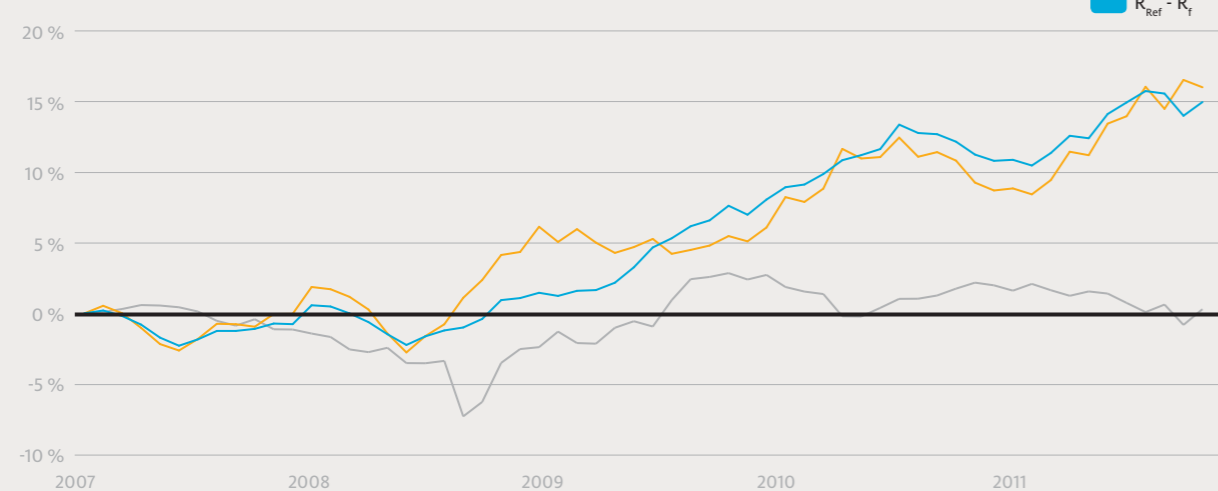
Sammenhengen mellom de to faktorene innebærer at kolinearitett gjør det vanskelig å skille mellom eksponering mot de to faktorene, slik at tolkningen av de to koeffisientene ikke kan løsrives fra hverandre.

Faktoravkastningen for FIN-faktoren viser resultatene av den internasjonale finanskrisen tydelig i form av negativ faktoravkastning i 2007 og 2008. Utover i 2009 og 2010 ble denne effekten innhentet, mens faktoravkastningen for kreditt (representert ved FIN-faktoren) igjen var svakt negativt i 2011.

På grunn av kolinearitett mellom TERM og beta-faktorene er det vanskelig å konkludere klart for faktorene hver for seg. For FIN-faktoren har porteføljen hatt en positiv eksponering, men faktoravkastningen har vært nær 0 gjennom perioden. Samlet indikerer dette at meravkastningen skyldes eksponering mot faktorer som ikke er tatt med i analysen, eller god aktiv forvaltning gjennom selskapsutvelgelse eller tidsvarierende faktoreksponeringer.

FAKTORAVKASTNING 5 ÅR OBLIGASJONSMARKEDET

Figuren viser akkumulert månedlig faktoravkastning for obligasjonsmarkedet (referanseindeks – risikofri rente), faktoravkastning for terminpremien (lang statsrente – risikofrirente) og faktoravkastning for finansobligasjoner (kredittfaktoren).



Totalporteføljen Statens pensjonsfond Norge

For totalporteføljen ble årlig aritmetisk meravkastning de siste fem år på 1,36 prosent. Meravkastningene er signifikant på 10-prosentnivå, men ikke på 5-prosentnivå. Alfa ved bruk av kapitalverdimodellen er på 1,37 prosent, og denne er signifikant på 5-prosentnivå. Alfa er marginalt bedre enn meravkastningen, og det kommer av den lave betaen på 0,94. Estimatet for beta er signifikant forskjellig fra 1.

Vi gjennomførte også for totalporteføljen en flerfaktoranalyse på avkastningen. I denne analysen benyttet vi fem faktorer, med to aksje- og to rentefaktorer. Alfa blir nå 1,17 og er signifikant på 10-prosentnivå, men ikke på 5-prosentnivå. Betaestimatet er noe lavere enn under kapitalverdimodellen. Forklaringsgraden til de to modellene er om lag lik. For totalporteføljen er det bare beta og FIN-faktoren som er signifikante på 5-prosentnivå. De andre faktorene, SMB, HML og TERM, er ikke signifikant forskjellige fra 0. Også for totalporteføljen er det slik at faktoravkastningene til TERM og beta er svært like, og at denne kolinearitett i regresjonen gjør det vanskelig å tolke koeffisientene hver for seg.

REFERANSER

- Ang, Andrew, William N. Goetzmann, and Stephen M. Schaefer (2009): Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global
- Fama, Eugene F. og Kenneth R. French (1993): Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. Journal of Financial Economics 33, 3-56.
- Næs Randi, Johannes A. Skjeltorp, and Bernt A. Ødegaard (2008): Hvilke faktorer driver kursutviklingen på Oslo Børs? Norsk Økonomisk Tidsskrift 123, 36-81
- Sørensen, Lars Q. (2009): Mutual Fund Performance at the Oslo Stock Exchange. Working Paper, Norwegian School of Economics and Business Administration
- Lars Qvigstad Sørensen, Zoltán Nagy (2010): Report on Active Management of the Norwegian Pension Fund – Norway
- Mossin, Jan. (1966): Equilibrium in a Capital Asset Market, Econometrica, Vol. 34, No. 4, pp. 768-783
- Sharpe, William F. (1964): Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of Finance, 19 (3), 425-442
- Lintner, John (1965): The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, Review of Economics and Statistics, 47 (1), 13-37

STATENS PENSJONSFOND NORGE, TOTALPORTEFØLJEN 2007-2011

	$E[R_{SPN}]$	Alfa	Beta	SMB	HML	TERM	FIN	R^2
Kapitalverdimodellen (CAPM)								
Koeffisient	1,36	1,37	0,94					99,1 %
t-verdi	1,93	2,37	-5,52					
p-verdi	0,06	0,02	0,00					
Femfaktormodell med aksje og to kredittfaktorer								
Koeffisient	1,36	1,17	0,91	-0,02	-0,01	-0,01	0,14	99,2 %
t-verdi	1,93	1,94	-5,36	-1,39	-0,56	-0,19	2,47	
p-verdi	0,06	0,06	0,00	0,17	0,58	0,85	0,02	

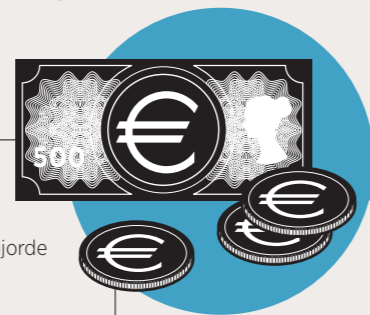
Tema

Lærdommer fra finanskrisen

Den økonomiske krisen i Europa

FØR KRISEN

Gode tider, optimisme og undervurdering av risiko gjorde det lett å finansiere oppbygging av gjeld i Europa.



LÆRDOMMER

Lærdom 1: At det er viktig å føre en stram økonomisk politikk i gode tider.

Lærdom 2: At land i en pengeunion kan være sårbare overfor gjeldskriser.

Lærdom 3: At også medlemmer i en pengeunion må ta hensyn til handelsbalansen og den kostnadmessige konkurranseevnen

Lærdom 4: At det er et skjebnefellesskap mellom nasjonalstater og landets banker.

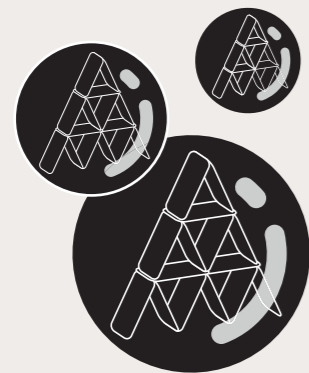
Se artikkel av professor Steinar Holden, Økonomisk institutt, UiO



VÆR BEREDT!

Omskiftelige tider og usikre utsikter har gjort investorerollen mer krevende. Intellektuell åpenhet og et langsiktig perspektiv er viktige forutsetninger for å lykkes.

Se artikkel av sjeføkonom Thomas Ekeli, Folketrygdfondet



BOLIGBOBLER

- ▶ Irland
- ▶ Spania



RENTER

Portugal	▶ 13,4%	Irland	▶ 8,4%
Italia	▶ 7,1%	Tyskland	▶ 1,8%



GJELD

Irland

Tyskland

Frankrike

Italia

Spania

Hellas

HØY ARBEIDSLEDIGHET

Spania	▶ 23%	Hellas	▶ 21%
--------	-------	--------	-------

DEMONSTRASJONER MOT REFORMER

- ▶ Hellas



LÆRDOMMER FRA FINANSKRISEN

GJELDSKRISEN I EUROPA – BAKGRUNN OG LÆRDOMMER*

2011 var et dystert år for europeisk økonomi. Mange land, særlig innen euro-området, hadde alvorlige problemer med høy offentlig gjeld og store budsjettunderskudd.

AV PROFESSOR STEINAR HOLDEN, ØKONOMISK INSTITUTT, UNIVERSITETET I OSLO

Hellas, Irland og Portugal var avhengige av kriselån fra IMF og andre EU-land. Store land som Spania og Italia måtte betale høye renter, opptil 6-7 prosent, på 10-årslån, fordi markedet fryktet at heller ikke disse landene ville kunne betale sine lån. Arbeidsledigheten var høy og økende i mange land, særlig i Spania og Hellas, med rundt 20 prosent ledighet. Denne situasjonen stod i skarp kontrast til det i hovedsak lyse bildet man kunne se fem år tidligere. I denne artikkelen vil jeg se på hvordan det kunne gå så galt, og hvilke feil som ble gjort. Deretter vil jeg drøfte noen av de lærdommer en kan trekke. Jeg vil også kort nevne et par konklusjoner en bør være mer forsiktig med å trekke.

Bakgrunn – hvordan kunne det gå så galt?

I utgangspunktet var det kanskje overraskende at den første ordentlig alvorlige krisen i euro-området skulle være knyttet til høy offentlig gjeld. Et av de forholdene en la mest vekt på da euro-samarbeidet ble etablert, var at en skulle forhindre at enkeltland skulle skape problemer for andre land gjennom å ta opp for store lån. Derfor innebar Stabilitetspakten strenge regler for de offentlige finanser. Brutto gjeld skulle være under 60 prosent, målt som andel av BNP, og et eventuelt underskudd på offentlige budsjetter skulle være mindre enn 3 prosent av BNP.

Regelverket fungerte imidlertid ikke etter planen. Gjeldskravet ble aldri tatt alvorlig. Som vist i figur 1, var det flere land som hadde altfor høy gjeld i utgangspunktet. I disse landene viste imidlertid gjelden som andel av BNP en fallende tendens på begynnelsen av 2000-tallet, og markedet lånte villig ut til lave renter. Underskuddskravet skapte mer debatt. Her var det mange land som brøt kravet, og EU-kommisjonen innledet også en prosess for å ilegge økonomiske sanksjoner slik Stabilitetspakten foreskrev. Men da også Tyskland og Frankrike brøt reglene, ble sanksjonsprosessen endret til å bli mildere og mer skjønnsmessig. Følgen var at de aller fleste euro-landene hadde underskudd

på statsbudsjettet i årene før finanskrisen, til tross for en god konjunktursituasjon med høy vekst i skatteinntektene. Men siden den økonomiske veksten var god i de fleste land, falt altså gjelden som andel av BNP, og bekymringen for de offentlige finanser var liten i de fleste kretser.

Det gunstige bildet var imidlertid misvisende. Medlemskap i euro-samarbeidet innebar mye lavere rentenivå i mange av landene, og dette lave rentenivået stimulerte til høy og stigende etterspørsel. Spania og Irland hadde svært høye investeringsrater gjennom 2000-tallet, spesielt knyttet til boliger, og også i Hellas og til dels Portugal var investeringsnivået høyt. De store investeringene bidro til en utvikling som så god ut, ved å gi sterk vekst i BNP og økte skatteinntekter. Som vist i figur 2 var veksten mye høyere i disse landene enn i Tyskland.

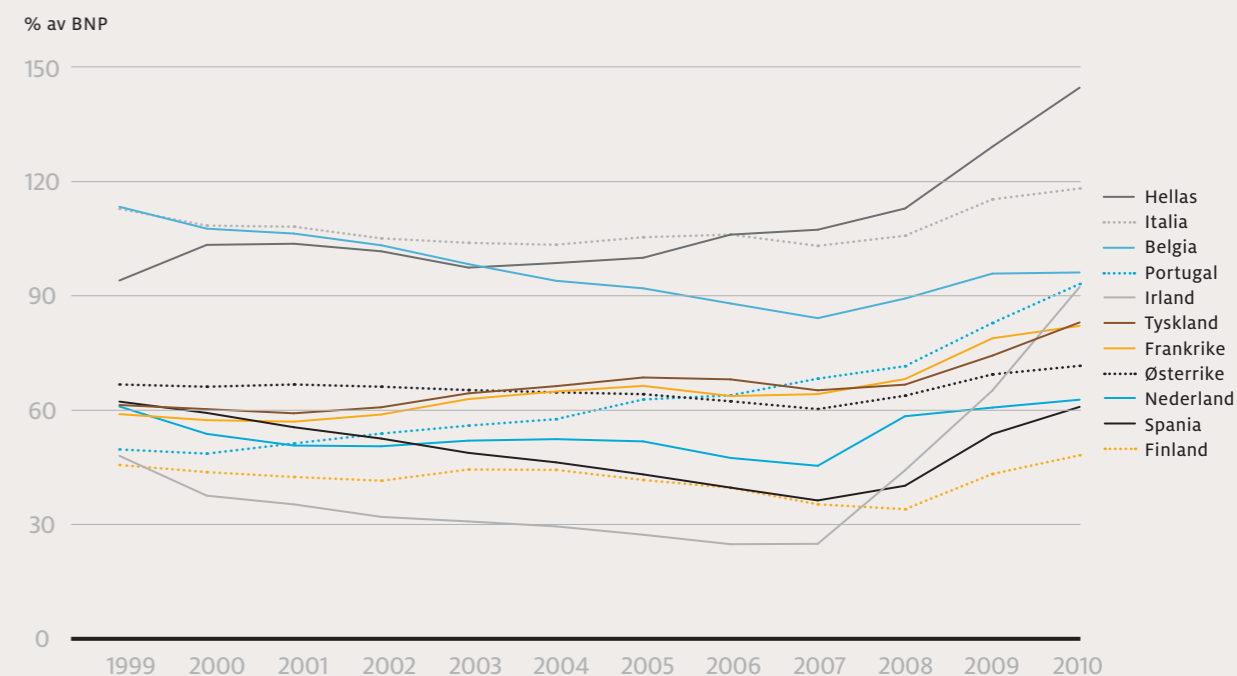
Utviklingen var imidlertid ikke bærekraftig. I Spania og Irland var boligbyggingen altfor stor, stimulert av en boble i boligprisene, og smellet ble høyt da boblen sprakk. I alle fire landene innebar den høye etterspørselen at lønnskostnadene økte mer enn produktiviteten, samtidig som underskuddet på handelsbalansen stadig økte (se figur 3 og 4). Underskuddet på handelsbalansen reflekterte en kraftig økning i privat gjeld. Da finanskrisen kom, og muligheten for ny gjeldsfinansiering ble vesentlig vanskeligere, måtte ubalansene rettes opp. Privat forbruk og investeringer falt kraftig, og resultatet ble lavere skatteinntekter og en rask økning i offentlig budsjettunderskudd og gjeld.

» I Spania og Irland var boligbyggingen altfor stor, stimulert av en boble i boligprisene, og smellet ble høyt da boblen sprakk.

Hvorfor gikk det så galt? En sentral årsak var trolig ulik utgangsposisjon da pengeunionen ble opprettet i 1999. Som nevnt innebar lave renter en kraftig økonomisk stimulans

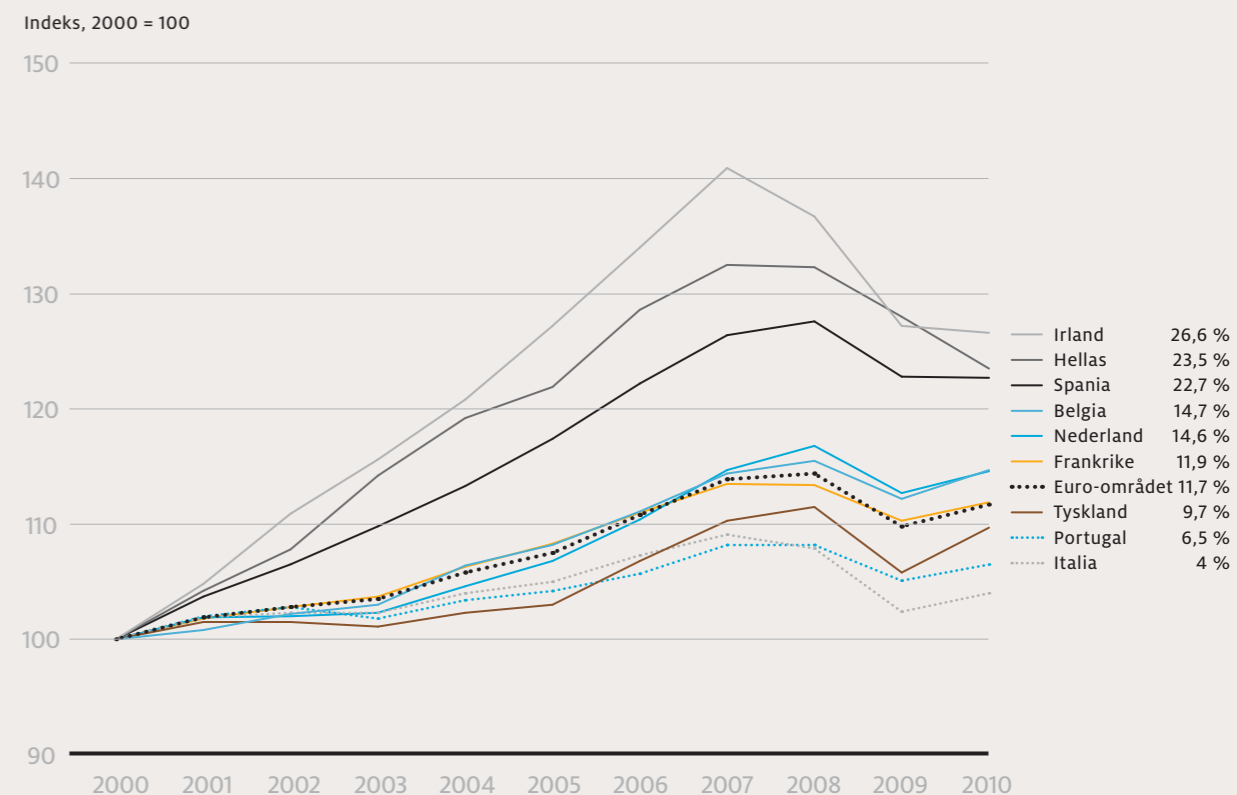
OFFENTLIG GJELD SOM ANDEL AV BNP

Kilde: Eurostat



ØKONOMISK VEKST I UTVALGTE EURO-LAND

Kilde: Eurostat



*Takk til Thomas Ekeli for gode kommentarer til et tidligere utkast. Artikkelen er skrevet i januar 2012.

i mange land. I Tyskland la en derimot vekt på å senke kostnadsnivået for å bøte på de strukturelle problemene etter samlingen, og veksten ble lav. Dermed ble konjunkturutviklingen svært forskjellig. Siden det nominelle rentenivået må være det samme i hele pengeunionen, var det ikke mulig å motvirke forskjellene gjennom rentepolitikken. Tvert om ble forskjellen i konjunkturer forsterket gjennom den såkalte Walters-effekten: I Spania og Irland førte høykonjunkturer til høy lønns- og prisvekst, noe som innebar at realrenten, dvs. nominell rente minus prisveksten, ble lav. Den lave realrenten gjorde det billig å låne, noe som bidro til å forsterke høykonjunkturer i disse landene.

I Tyskland var det motsatt. Lavkonjunkturer innebar lav lønns- og prisvekst, slik at realrenten ble høy. Den høye realrenten la så en ytterligere demper på veksten i Tyskland.

Walters-effekten er en grunnleggende destabiliserende mekanisme som en ikke kan unngå i en pengeunion. Men andre ting kunne vært gjort annerledes. En viktig faktor er at finanspolitikken burde vært betydelig strammere i euro-landene under den sterke oppgangen i 2004–2007. Som nevnt førte oppgangen til økte skatteinntekter, men politikerne var gjennomgående tilfredse så lenge en ikke brøt Stabilitetspakten. I disse årene burde euro-landene hatt solide overskudd på statsbudsjettet, både for å betale ned gjelden og for å dempe den kraftige konjunkturoppgangen. I Spania og Irland burde man i tillegg gjort tiltak for å forhindre boligboblen, og da ville særlig strengere reguleringer av kredittmarkedet vært aktuelt.

Lån i fremmed valuta

En annen sentral årsak til den akutte gjeldskrisen, er at euro-landene ikke har sin egen nasjonale sentralbank. Også i land utenfor euro-området, som USA, Storbritannia og Island, ble de offentlige finanser kraftig svekket under og etter finanskrisen. Lenge var det ingen tegn som tydet på at statsgjeldskrisen skulle ramme euro-landene spesielt. Sommeren 2009 kunne euro-landene ennå låne til lavere renter enn det andre land med tilsvarende kredittvurder-

ing måtte betale. I 2010 ble det imidlertid klart at euro-landene var mye mer sårbare, fordi de ikke hadde sin egen nasjonale sentralbank (se for eksempel de Grauwe, 2011).

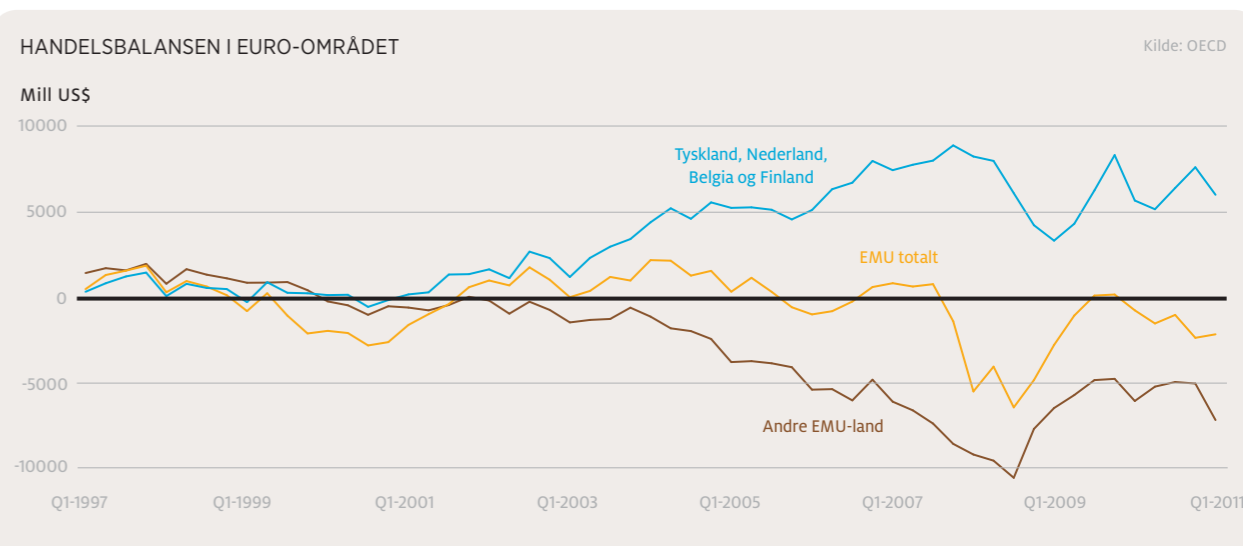
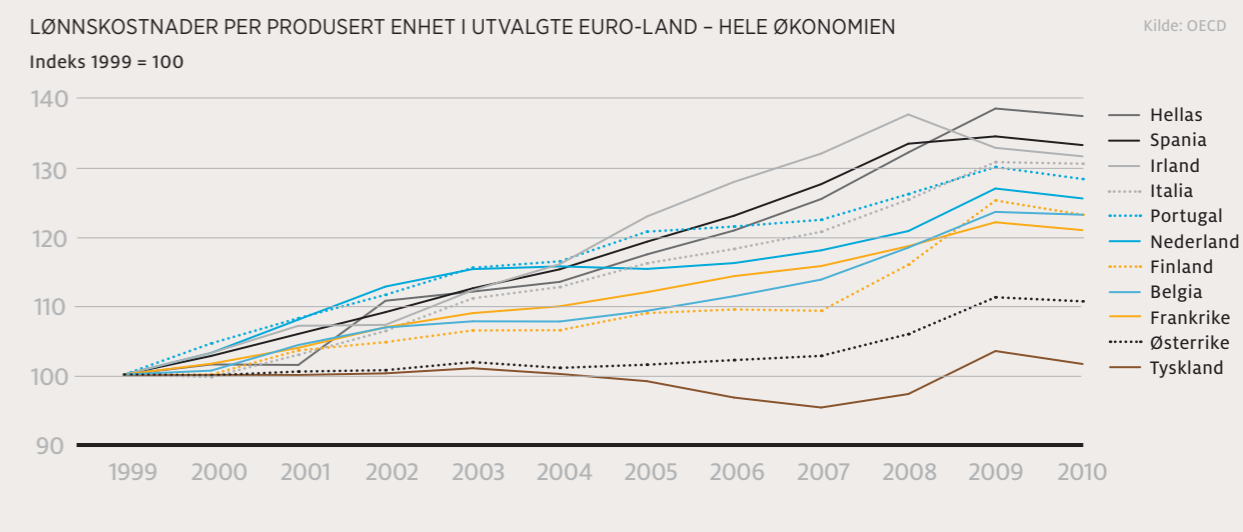
I land med egen sentralbank, der staten låner i egen valuta, har staten alltid mulighet til å la sentralbanken finansiere låneopptakene ved å trykke penger. Dermed er det også svært lite sannsynlig at staten vil la være å betale tilbake lånet: Det er vanskelig å se for seg en situasjon der land som USA og Storbritannia vil misligholde et statslån, når de kan la sentralbanken være långiver i siste instans. Riktignok kan pengetrykking i visse økonomiske situasjoner føre til høy inflasjon. Den risikoen er imidlertid minimal for land i lavkonjunktur med stor ledig produksjonskapasitet og med sentralbanker som nyter allmenn tillit, slik at inflasjonsforventningene er lave, slik tilfellet er for USA og Storbritannia nå.

For euro-landene er bildet et helt annet. For Spania og Italia er euro-lån reelt sett som et lån i fremmed valuta. Dersom et lån forfaller, og Spania ikke har penger til å betale, er landet tvunget til mislighold. Hvis markedsaktørene innser denne muligheten, kan landet komme i en dårlig likevekt: Hvis markedsaktørene frykter at Spania ikke vil greie å betale tilbake gjelden, vil de kreve svært høy rente som kompensasjon for risikoen. Til en så høy rente vil Spania få alvorlige problemer med å betale gjelden. Da kan problemet forsterkes ytterligere – markedet vil ikke låne penger til Spania fordi man regner med at landet vil misligholde gjelden. Når lånet forfaller, og Spania ikke får fornyet lånet, får markedet rett i sin dystre profeti. Hvordan dette kan håndteres, skal vi se på nedenfor.

Veien framover

I løpet av 2011 ble det gjennomført en rekke tiltak for å minske gjeldskrisen i euro-landene. Den europeiske sentralbanken ESB lånte store beløp til kriselandene, dels gjennom store utlån til bankene og dels gjennom kjøp av statsobligasjoner.

I tillegg ble det gjennomført omfattende utlån ved at ESB dekket kriselandenes underskudd i i ESB-systemet, det



såkalte TARGET2. For å ta et konkret eksempel på det siste: Anta at en gresk statsobligasjon forfaller, og regjeringen betaler en utenlandsk lånekunde ved å trekke på sin konto i den greske sentralbanken. Når lånekunden får utbetalt pengene gjennom sentralbanken i sitt eget land, får den greske sentralbanken en tilsvarende gjeldspost til ESB-systemet. Whittaker (2011) rapporterer at gresk offentlig gjeld til andre regjeringer via ESB-systemet økte fra snaut 50 milliarder euro i januar 2010 til 180 milliarder euro i september 2011. Av dette var langt den største delen, 115 milliarder, gjennom TARGET2. Den økte gjelden skyldes både at Hellas hadde et stort underskudd på driftsbalansen i 2010 og 2011, og at kapital ble flyttet ut av Hellas, for eksempel ved at greske privatpersoner flyttet innskudd fra en gresk bank til en tysk bank i Tyskland. Også de andre kriselandene hadde stor gjeld gjennom ESB-systemet. Støtten fra ESB forhindret en akutt gjeldskrise, men det var ikke nok til å få statsobligasjonsrentene ned på akseptable nivåer.

Med en mer dogmatisk og mindre pragmatisk ledelse av ESB kunne resultatet blitt en gjeldskrise for Italia og Spania, med dramatiske konsekvenser for hele Europa.

I desember 2011 ble euro-landene enige om en finanspolitisk pakt. Denne pakten innebar at alle euro-land skulle innføre en ny finanspolitisk regel som sikret at det strukturelle budsjettunderskuddet (det vil si budsjettunderskuddet korrigert for konjunkturelle svingninger i skatteinntektene) ikke skulle bli større enn 0,5 prosent av BNP. Videre innskjerpet man de eksisterende reglene om at det faktiske budsjettoverskuddet ikke skulle være større enn 3 prosent. Dette ble gjort gjennom å kreve at land som bryter denne regelen, må ha en plan for å minske underskuddet som blir godkjent av EU-kommisjonen og EUs finansministre. I tillegg skal EU-kommisjonen foreslå økonomiske sanksjoner ved brudd på reglene, og disse skal iverksettes automatisk

såfremt det ikke er en kvalifisert majoritet av landene som stemmer imot.

Vel så viktig var det tiltaket som innebar at ESB ga private banker ubegrenset tilgang på 3-års lån til 1 prosents rente. Bankene tok villig imot tilbudet, og lånte nesten 500 milliarder euro. Trolig har den økte låneadgangen vært viktig for å forhindre en alvorlig likviditetskrise i Europa. Sannsynligvis har det også gitt et avgjørende bidrag til å få ned rentene på 2-års statsobligasjoner for Spania og Italia, noe som til en viss grad letter trykket på disse landene.

Den realøkonomiske situasjonen er imidlertid svært alvorlig, og lav vekst, økende arbeidsledighet og store budsjettkutt er en meget skummel kombinasjon, både økonomisk og sosialt. Derfor haster det med tiltak som får rentene markert ned også på 10-års obligasjoner, slik at Italia og Spania kan få lavere lånekostnader. Dette er viktig også fordi det vil bedre situasjonen for bankene slik at de i større grad kan låne ut igjen.

Noen lærdommer

Euro-krisen gir grunnlag for å trekke lærdommer på en rekke områder. Et av de viktigste er finanspolitikken. Det er åpenbart at svake offentlige finanser kan få svært alvorlige konsekvenser, og særlig i land som ikke har sin egen sentralbank. Videre ser vi at finanspolitiske problemer i et land raskt kan føre til alvorlige problemer også i naboland. Derfor er det både rimelig og fornuftig at euro-landene blir enige om nye og strengere regler på dette feltet.

Imidlertid har den nye finanspolitiske pakten for euro-landene i noen grad den samme svakheten som de gamle reglene. Den beste måten å oppnå en fornuftig finanspolitikk på, er å sikre at landene går med solide budsjettoverskudd i gode tider. Budsjettoverskudd i gode tider bidrar til at gjelden reduseres, samtidig som det bidrar til at landet kan tåle den svekkelse av budsjettet som vil komme når konjunktorene svekkes.

Også i den nye pakten er hovedfokus å forhindre store budsjettunderskudd. Det er problematisk, dels fordi det

ikke sikrer stram nok politikk i gode tider, og dels fordi det kan føre til for stram politikk i dårlige tider. For land med høy gjeld vil imidlertid det første poenget, om å sikre stram nok politikk i gode tider, uansett bli tatt hensyn til i en del år fremover, gjennom et nokså ambisiøst krav om gjeldsreduksjon. Her er det ennå uklart hvor strenge kravene vil bli. Kanskje blir problemet heller motsatt, at landene med høy gjeld tvinges til en for rask nedbetaling av gjelden, med uheldige virkninger på arbeidsledighet og økonomisk vekst.

Det vi har lært, er at kombinasjonen av lave renter, gode konjunkturer og mangelfulle reguleringer kan gå veldig dårlig.

Det nye kravet om at det strukturelle budsjettunderskuddet ikke skal overstige 0,5 prosent av BNP, er innført for å ta hensyn til konjunktursituasjonen. Men erfaringsmessig er det vanskelig å gjøre tilstrekkelig konjunkturkorrigering ved beregning av det strukturelle underskuddet (se for eksempel Larch og Turrini, 2009). En bedre løsning ville være et krav om et visst budsjettoverskudd som et gjennomsnitt over konjunktursyklusen, for eksempel et siktepunkt om at overskuddet skal tilsvare én prosent av BNP.

Risikoen for at den økte fleksibiliteten skal bli utnyttet til å føre uansvarlig politikk, kan motvirkes ved at finanspolitikken overvåkes av et uavhengig finanspolitisk råd. Dette er sentrale elementer i det svenske finanspolitiske rammeverket, som jo har fungert utmerket. Nå kan en selvfølgelig forstå at de hyppige bruddene på tidligere regler fører til at det nye regelverket blir strengere. Etter mitt skjønn er det likevel uheldig med for rigide regler. En av årsakene til alle bruddene på Stabilitetspakten var trolig at kravene var for grove, slik at man for eksempel kunne se at det kunne være fornuftig å ha større underskudd enn grensen på 3 prosent når økonomien svekkes. Et mer fornuftig og fleksibelt regelverk kan dermed også bli mer troverdig.

Betydningen av å føre en stram politikk i gode tider blir

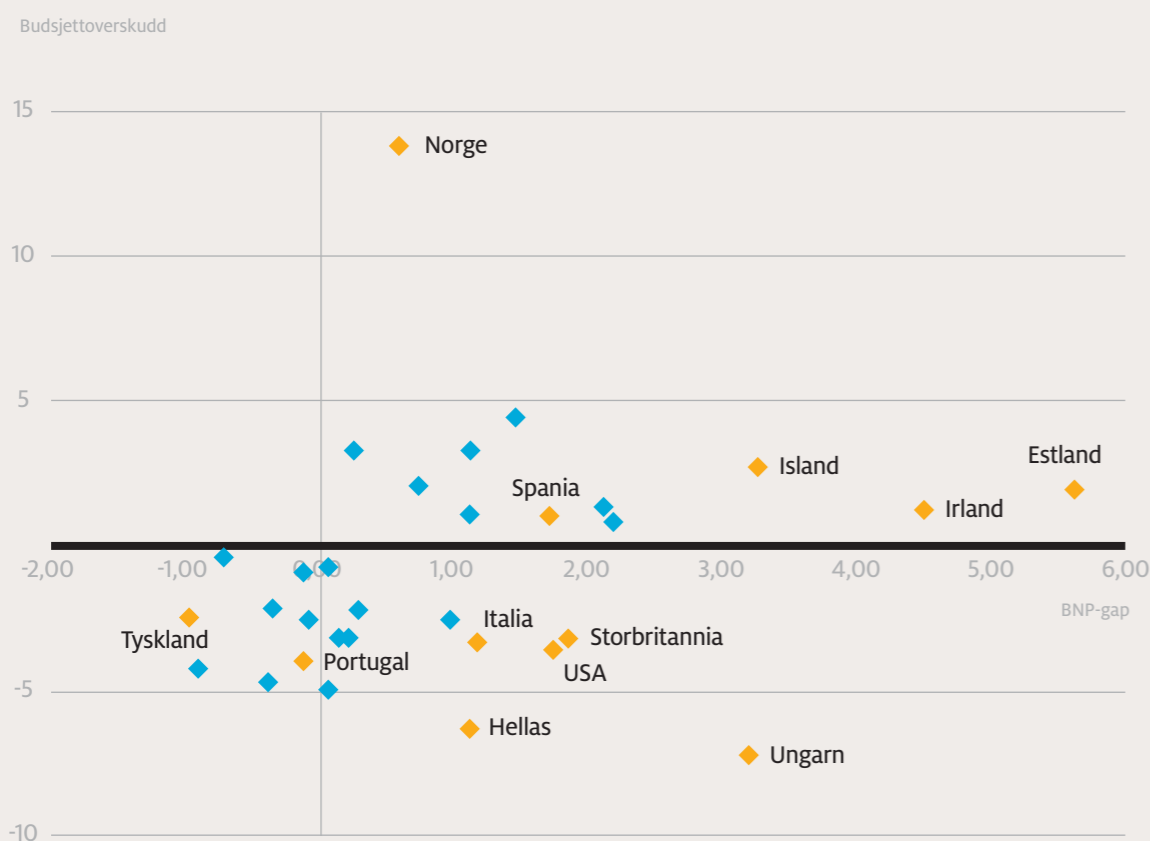
illustrert i figur 5, som viser gjennomsnittlig BNP-gap og gjennomsnittlig budsjettoverskudd for OECD-landene i 5-årsperioden 2003–2007. Dette var i hovedsak gode tider for industrilandene, og de fleste OECD-land hadde positive BNP-gap. Likevel var det en del land, for eksempel USA, Storbritannia, Italia, Hellas, og ikke minst Ungarn som hadde underskudd på offentlige budsjetter til tross for et markert positivt BNP-gap, noe som er en klar indikasjon på for ekspansiv finanspolitikk. Andre land, som Estland, Irland, Island og Spania, hadde bare et lite overskudd på budsjettet, til tross for en meget sterk høykonjunktur, igjen en indikasjon på at finanspolitikken ikke var stram nok. De nevnte landene finner vi igjen i avisoverskriftene under og etter finanskrisen, som land med store makroøkonomiske problemer.

En annen lærdom vi har fått, er hvor sårbare land i en pengeunion kan være overfor gjeldskriser. Som drøftet ovenfor, kan et land komme i en dårlig likevekt der forventninger om mislighold av gjelden blir en selvoppfyllende profeti. Dette er en risiko som ikke kan håndteres på en god måte av markedet, fordi overgangen fra en situasjon med lave renter til en gjeldskrise kan komme så raskt og overraskende. Dersom en skal forhindre denne risikoen utelukkende gjennom stram finanspolitikk, vil det trolig kreve mye strammere politikk enn det som er ønskelig av andre årsaker. Derfor er det viktig at eurolandene etablerer mekanismer som redder land fra gjeldskrisen, når landet i utgangspunktet er solvent ved et normalt rentenivå. I løpet av 2011 har dette i stor grad skjedd ved kapitaltilførsel fra EU-land, EFSF (forløperen til EMS) og IMF, samt omdiskuterte tiltak fra ESBs side (kjøp av statsobligasjoner fra kriselandene og rikelig tilførsel med likviditet til bankene). Med en mer dogmatisk og mindre pragmatisk ledelse av ESB kunne resultatet blitt en gjeldskrise for Italia og Spania, med dramatiske konsekvenser for hele Europa.

En tredje lærdom er at også medlemmer i en pengeunion må ta hensyn til handelsbalansen og den kostnadsmessige konkurransevnen. Siden de vedvarende underskuddene på handelsbalansen var knyttet til stadig økende privat gjeld, var det en rekke økonomer og observatører

BNP-GAP OG BUDSJETTUNDERSKUDD FOR OECD-LAND, ÅRLIG GJENNOMSNIITT 2003-07

Kilde: OECD



som mente at dette ikke var noe problem, fordi de private aktørene ville betale lånene tilbake etter hvert. I ettertid har vi sett at selv om de private lånene blir betalt tilbake, kan dette innebære en reduksjon i privat forbruk og investeringer som skaper store makroøkonomiske problemer. De syd-europeiske kriselandene har en lang og tung vei fremover for å få ned kostnadsnivået og øke produktivitetsveksten, slik at de kan bli konkurransedyktige i forhold til de nordeuropeiske euro-landene.

En fjerde lærdom gjelder det skjebnefellesskapet en ser mellom nasjonalstater og landets banker. I Irland og Island var det problemene til de private bankene som var den sentrale årsaken til statenes gjeldsproblemer. Samtidig ser vi for eksempel i Italia hvordan svake statsfinanser nå skaper usikkerhet og problemer for private banker. Her er det nødvendig både med bedre reguleringer som reduserer risikoen for store problemer i bankene, og et bedre rammeverk slik at en kan sikre at eventuelle kredittap i størst mulig grad blir på privat hånd og ikke overtas av det offentlige. Siden de store bankene opptrer i flere land, er det viktig med effektiv koordinering på EU-nivå.

» En annen lærdom en skal være forsiktig med å trekke, er at vi kan se på Tyskland som et økonomisk forbilde.

Det er også noen lærdommer en må være forsiktig med å trekke. I ettertid er det klart at finanskrisen i betydelig grad skyldes for store låneopptak, og at lave renter bidro til dette. Dette har bidratt til en utbredt frykt for at lave renter igjen kan føre til nye finanskriser. Her er det imidlertid viktig at en ser rentenivået i sammenheng med den realøkonomiske situasjonen og reguleringene av kapitalmarkedene. Det vi har lært, er at kombinasjonen av lave renter, gode konjunkturer og mangelfulle reguleringer kan gå veldig dårlig. I dagens Europa er konjunktursituasjonen samlet sett meget svak, og det er behov for lave renter. Dersom lave

renter skulle stimulere til høy vekst i Tyskland, og dermed få ned arbeidsledigheten samtidig som lønnsveksten økte, ville det være til fordel for hele Europa, inklusiv tyskerne.

En annen lærdom en skal være forsiktig med å trekke, er at vi kan se på Tyskland som et økonomisk forbilde. Riktig nok er Tyskland mye bedre stilt enn de fleste andre land i euro-området, i stor grad takket være god konkurransevne og en sterk eksportindustri. Men en bør ikke glemme at Tyskland i mange år har vært preget av lav vekst og høy arbeidsledighet. Politikken har trolig vært for mye fokusert på lave kostnader, og for lite rettet mot investeringer og vekst. For eksempel ville mindre rigide reguleringer av tjenestesektoren i Tyskland trolig bidratt til nyetableringer og økt forbruk, til fordel for tyske forbrukere. Tyskland har også meget strenge kredittbegrensninger for boliglån ifølge Sinn (2009) er det sjelden at boliglån overstiger 60 prosent av boligens verdi. En forsiktig lempning på disse kravene ville trolig både hatt en gunstig virkning på det tyske boligmarkedet og bidratt til økte investeringer i Tyskland, med positive virkninger for andre europeiske land. Dersom Europa skal ha økonomisk fremgang og lykkes i å få ned arbeidsledigheten, må stram finanspolitikk i en rekke land kombineres. •

REFERANSER

- De Grauwe, Paul (2011): The Governance of a Fragile Eurozone, CEPS Working Document, No.346, May.
- Larch, Martin og Alessandro Turrini (2009): The cyclically-adjusted budget balance in EU fiscal policy making: A love at first sight turned into a mature relationship.
- Sinn, Hans Werner (2009): Shock producers and shock absorbers in the crisis. Special Report, World Bank Institute.
- Whittaker, John (2011): Eurosystem debts, Greece, and the role of banknotes. Research Note, Lancaster University Management School.

LÆRDOMMER FRA FINANSKRISEN

GAMLE SANNHETER OG NYE INNSIKTER

De intellektuelle omveltningene i kjølvannet av finanskrisen har gjort investorrullen mer krevende. Folketrygdfondet tar mål av seg til å stå godt rustet for nye utfordringer i forvaltningen.

AV SJEFØKONOM THOMAS EKELI, FOLKETRYGDFONDET

Finanskrisen bragte ikke bare med seg et vendepunkt i den økonomiske utviklingen, men markerte også starten på en intellektuell renselse. Det er mange gamle sannheter som har måttet tåle et kritisk søkelys: At sentralbankene har evne til å finstyre den økonomiske sykelen. At tilsynsmyndighetene har tilstrekkelig god innsikt i finansmarkedenes funksjonsmåte og i egenskapene til kompliserte finansielle produkter. At finansinstitusjoner har kontroll over egen risikoeksponering ved hjelp av kompliserte modeller. At investorer sørger for et tilstrekkelig disiplinerte press og god selskapsstyring.

Hver for seg var dette sentrale byggesteiner i det rådende paradigmet før finanskrisen.

Denne styrings- og kontrolloptimismen spredte seg til en generell fremtidsoptimisme som gikk sammen med innovasjon og gode økonomiske tider. Men perioden bragte også med seg en undervurdering av risiko, oppblåsing av formuespriser og oppbygging av gjeld. Dermed var grunnlaget lagt for flere år med svak økonomisk utvikling og store omveltninger, en utvikling som også foranlediger en sjelegranskning hos så vel myndigheter som investorer.

På samme tid som det er noen gamle sannheter som er i ferd med å havne på historiens skraphaug, er det andre sannheter som det nå børstes støv av, og som begunstiges med ny oppmerksomhet. I økonomifaget trekker man fram fra glemselen både gamle tenkere, som f.eks John Maynard Keynes og Hyman Minsky, og historiske kriseerfaringer.

Gamle erfaringer kan, i tillegg til å minne oss om risikoen ved overinvesteringer og for mye gjeld, også belyse viktige mekanismer i gjeldstyngede økonomier og illustrere faren for ustabilitet i pengeunioner. Professor Steinar Holdens artikkel i denne årsrapporten, om bakgrunnen for og lærdommer fra gjeldskrisen i Europa, gir i så måte ikke bare en god gjennomgang av sakskomplekset, men illustrerer også hvordan hovedårsakene til krisen var knyttet til allerede velkjente økonomiske mekanismer.

I tillegg til oppmerksomhet om gamle sannheter, noen skrotet og andre gjenoppdaget, har de siste årene også bragt med seg interesse for nye innsikter og erkjennelser.

Mistanke om at kortsiktighet og overoptimisme har bidratt til skadelige bobler, har gitt økt interesse for bedre å forstå hvorfor økonomiske aktører ikke alltid agerer i tråd med det som antas være rasjonelle forventninger. Myndigheter og investorer verden over erkjenner i stigende grad at det er behov for å få bedre forståelse av moderne finansmarkeder og hvordan de faktisk fungerer, den gjensidige avhengigheten mellom finansmarkeder og realøkonomi og hvordan myndighetsreguleringer i finansmarkedet best bør utformes.

God kjennskap til enkeltselskaper og økonomiske utviklingstrekk som påvirker finansmarkedene, er alltid viktig for investorer, men vi er inne i en periode hvor også politiske prosesser har stor betydning. Folkevalgte politikere framsto som redningsmenn da finanskrisen herjet som verst i 2008 og truet med å rive det globale finanssystemet i filler. Samtidig er de nå i ferd med å omforme framtidens regulering av finansnæringen, og de holder nøkkelen til de løsningene som avgjør hvorvidt den europeiske myntunionen overlever. Det er også politikere som avgjør i hvilken grad og hvordan den vestlige verden vil tilpasse seg en framtid med store utfordringer, som en aldrende befolkning, mindre finanspolitisk handlingsrom og behov for strukturreformer for å bedre økonomienes vekstevne.

» I tillegg til oppmerksomhet om gamle sannheter, noen skrotet og andre gjenoppdaget, har de siste årene også bragt med seg interesse for nye innsikter og erkjennelser.

I hvilken grad en finanskrisen undergraver et lands velstand på mellomlang sikt, avhenger i stor grad av om myndighetene trekker de rette lærdommer. Et viktig bidrag i så måte er om finanskrisen bidrar til en erkjennelse av at fremtidig velstand ikke bare avhenger av kortsiktig etterspørselsregulering og konjunkturstyring. Lykkes man samtidig med en bredere forankring av at

strukturreformer på økonomiens tilbudsside er viktig, og man dermed får en bedre utnyttelse av knappe ressurser, er det god grunn for optimisme og tro på at det legges et sunnere og mer solid grunnlag for velstandsutviklingen på lengre sikt.

» God kjennskap til enkeltselskaper og økonomiske utviklingstrekk som påvirker finansmarkedene er alltid viktig for investorer, men vi er inne i en periode hvor også politiske prosesser har stor betydning.

Tillit til at myndighetene holder hva de lover og fører en fornuftig økonomisk politikk, er avgjørende for finansmarkedets funksjonsmåte og landets lånekostnader. Dette ble illustrert under finanskrisen, da vi fikk en rask og brutal revisjon av den gamle sannheten om at statsobligasjoner utstedt av vestlige industriland i praksis har null kredittrisiko og likviditetsrisiko. Siden ingen vestlige land hadde misligholdt statslån i moderne tid, og statspapirene utgjorde grunnpilaren i finansmarkedene, var renteutslagene store i en del europeiske land da investorer våknet til en ny virkelighet og begynte å ta inn over seg faren for mislighold. Etter hvert ble det satt spørsmålstegn ved enkelte av disse landenes evne og vilje til å oppfylle sine forpliktelser, og man så at statsutstedere står overfor en refinansieringsrisiko ikke ulik den man kjenner fra banker (men uten et tilsvarende sikkerhetsnett). Det ble en påminnelse om at også slike statsutstedere kan være sårbare og bør vurderes med kritiske øyne.

Verdens sentralbanker har på sin side stort sett klart å parere anklagene om at deres lavrentepolitikk i de gode årene forut for finanskrisen var med på å legge grunnlaget for krisen. Fortsatt høy tillit har gitt sentralbanker handlefrihet til både å gjennomføre tradisjonelle rentekutt og å eksperimentere med en virkemiddelbruk som før finanskrisen ble karakterisert som både ukonvensjonell og upassende. Dagens politikktutforming, med nullrente og

aggressiv tilførsel av likviditet gjennom diverse ulike kanaler, gir verdifull støtte til et skjørt økonomisk oppsving, men det er samtidig en fare for at denne virkemiddelbruken også har andre konsekvenser hvis resultater vi først vil kjenne om noe tid.

Tilsammen har disse utviklingstrekkene de senere årene bidratt til at investorrullen er blitt enda mer krevende og utfordrende. Intellektuell åpenhet og respekt for det gamle speiderordet om alltid «å være beredt» er nå to forutsetninger de fleste vil nikke gjenkjennerende til. Omskiftelige tider og usikkerhet betyr samtidig at investorer krever bedre betalt for å stille kapital til disposisjon. Folketrygdfondet, som er en langsiktig investor med sterk rygg, bør være i god stand til å håndtere en slik økning i risikopremiene. ●



Design og idé:
Redink
www.redink.no

Illustrasjon/foto:
Terje Tønnesen
www.made-innorway.com
Ellen Johanne Jarli
www.ellenjarli.com

Trykkeri:
RK Grafiske AS
www.rkg.no

Papir:
Omslag: Munken Lynx 300g
Innmat 1: Munken Lynx 120g
Innmat 2: Munken Lynx 70g



Folketrygdfondet

Haakon VIIs gate 2 Tlf: 23 11 72 00
Postboks 1845 Vika folketrygdfondet@ftf.no
0123 Oslo www.ftf.no

Folketrygdfondet

REGNSKAP ÅRSRAPPORT 2011

Folketrygdfondet forvalter
Statens pensjonsfond Norge
og Statens obligasjonsfond

2011

Folketrygdfondet

Statens pensjonsfond Norge
Statens obligasjonsfond

RESULTATREGNSKAP – FOLKETRYGDFONDET

1.1 – 31.12	NOTER	2011	2010
INNETEKTER	1		
Forvaltningshonorar	2	120 318 528	100 875 774
Sum inntekter		120 318 528	100 875 774
DRIFTSKOSTNADER			
Lønnskostnader	3, 11	64 523 205	48 637 659
Avskrivninger	7	3 574 548	3 070 313
Andre driftskostnader	4	51 131 001	47 964 960
Sum driftskostnader		119 228 754	99 672 932
DRIFTSRESULTAT		1 089 774	1 202 842
FINANSPOSTER			
Finansinntekter	5	1 136 121	1 046 666
Finanskostnader	5	102 774	98 227
Netto finansposter		1 033 347	948 439
STATENS PENSJONSFOND NORGE			
Årsresultat Statens pensjonsfond Norge	6a	-5 399 145 052	17 812 219 576
Endring i verdien til statens kapitalinnskudd	6a	5 399 145 052	-17 812 219 576
Sum Statens pensjonsfond Norge		0	0
STATENS OBLIGASJONSFOND			
Årsresultat Statens obligasjonsfond	6b	361 217 482	668 829 733
Endring i verdien til statens kapitalinnskudd	6b	-361 217 482	-668 829 733
Sum Statens obligasjonsfond		0	0
RESULTAT		2 123 121	2 151 281
RESULTATDISPONERING	12		
Resultat		2 123 121	2 151 281
Disponering av årets resultat:			
Utbytte til staten		987 000	1 200 000
Overførsel annen egenkapital		1 136 121	951 281

BALANSE PER 31.12

	NOTER	2011	2010
EIENDELER	1		
Anleggsmidler			
Varige driftsmidler			
IT-utstyr	7	2 514 587	3 739 509
IT-programvare	7	1 773 140	1 212 318
Inventar etc.	7	4 199 093	2 682 335
Sum varige driftsmidler		8 486 820	7 634 162
Sum anleggsmidler		8 486 820	7 634 162
Omløpsmidler			
Fordringer	8	22 670 305	6 888 712
Bankinnskudd, kontanter og lignende	9	42 690 978	45 170 542
Plasseringer for Statens pensjonsfond Norge	6a	129 482 997 531	134 882 142 712
Plasseringer for Statens obligasjonsfond	6b	51 636 853 787	51 275 636 305
Sum omløpsmidler		181 185 212 601	186 209 838 271
Sum eiendeler		181 193 699 421	186 217 472 433
Egenkapital og gjeld			
Egenkapital			
Egenkapital	12	35 000 000	35 000 000
Annen innskutt egenkapital	12	2 701 223	2 701 223
Sum innskutt kapital		37 701 223	37 701 223
Annen egenkapital	12	-10 325 177	-11 461 298
Sum opptjent egenkapital		-10 325 177	-11 461 298
Sum egenkapital		27 376 046	26 239 925
Gjeld			
Avsetning for forpliktelser			
Pensjonsforpliktelser	11	22 902 316	19 921 926
Andre langsiktige forpliktelser	10a	5 207 482	
Sum avsetning for forpliktelser		28 109 798	19 921 926
Kortsiktig gjeld			
Innskudd konto Statens pensjonsfond Norge	6a	129 482 997 531	134 882 142 712
Innskudd konto Statens obligasjonsfond	6b	51 636 853 787	51 275 636 305
Leverandørgjeld		3 276 777	4 507 684
Skyldige offentlige avgifter		4 065 725	4 117 397
Avsatt utbytte		987 000	1 200 000
Annen kortsiktig gjeld	10b	10 032 757	3 706 484
Sum kortsiktig gjeld		181 138 213 577	186 171 310 582
Sum gjeld		181 166 323 375	186 191 232 508
Sum egenkapital og gjeld		181 193 699 421	186 217 472 433

FolketrygdfondetStatens pensjonsfond Norge
Statens obligasjonsfond

KONTANTSTRØMOPPSTILLING

Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	2011	2010
Årsresultat	2 123 121	2 151 281
Ordinære avskrivninger	3 574 548	3 070 314
Forskjellen mellom kostnadsført pensjon og inn-/utbetalinger	2 980 390	798 685
Endring i kundefordringer	15 781 592	2 186 764
Endring leverandørgjeld	-1 230 907	2 146 112
Endring i andre tidsavgrensingsposter	10 282 082	-4 728 808
Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	1 947 642	5 624 348

Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	2011	2010
Netto tilgang av varige driftsmidler	-4 427 206	-3 106 738
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-4 427 206	-3 106 738

Netto endring i bankinnskudd og kontanter	-2 479 564	2 517 610
Beholdning av bankinnskudd og kontanter 01.01	45 170 542	42 652 932
Beholdning av bankinnskudd og kontanter 31.12	42 690 978	45 170 542

NOTER

NOTE 1 REGNSKAPSPRINSIPPER

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

Folketrygdfondets regnskap er avlagt i henhold til lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v., tilhørende forskrifter og god regnskapskikk 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 mandatet gitt for forvaltningen. Den forvaltede portefølje tilsvare 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 mandatet gitt for forvaltningen. Den forvaltede portefølje tilsvare 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.

Regnskapsprinsipper**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 drifts-

midlets kostpris og avskrives i takt med driftsmidlet. Dersom 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 to 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 tre år
- inventar fem 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 aktuarmessige 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 prosent av det som er størst av pensjonsforpliktelsene og pensjonsmidlene ved begynnelsen av året innregnes ikke. Når den akkumulerte virkningen er over 10-prosentgrensen 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 metoden. Kontanter og kontantekvivalenter omfatter kontanter, bankinnskudd og andre kortsiktige, likvide plasseringer.

FolketrygdfondetStatens pensjonsfond Norge
Statens obligasjonsfond

NOTER

NOTE 2 FORVALTNINGSHONORAR

Folketrygdfondets inntekter består av godtgjørelse for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, og er regulert i brev fra Finansdepartementet 21. desember 2010. Godtgjørelsen skal dekke de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av fondene, og inntektsføres i takt med påløpte kostnader. Forvaltningshonoraret er på 120,3 millioner kroner i 2011. Av dette utgjør forvaltningshonorar henholdsvis 109,7 mill. kroner fra Statens pensjonsfond Norge, mens 10 millioner kroner kommer fra Statens obligasjonsfond.

NOTE 3 LØNNSKOSTNADER

	2011	2010
Godtgjørelse til styret	1 458 000	1 293 833
Lønn	36 540 018	35 597 585
Opptjent variabel lønn	8 353 106	
Arbeidsgiveravgift	8 664 024	5 833 346
Pensjonskostnader	8 832 649	5 391 922
Ansattes andel av pensjonspremie, 2 prosent	-633 826	-606 532
Andre lønnsrelaterte ytelser	1 309 234	1 127 505
Sum	64 523 205	48 637 659
Antall årsverk	44	42

Ytelser til ledende personer

	Fast årslønn 31.12.11	Utbetalt honorar i 2011	Utbetalt lønn i 2011	Natural- ytelser i 2011	Totale godt- gjørelser i 2011	Variabel lønn opptjent i 2011, utbetales 2012 eller senere	Utlån per 31.12.11	Årets pensjons- opptjening	Nåverdi av pensjons- avtale
Styret i Folketrygdfondet									
Erik Keiserud, styrets leder		275 000			275 000				
Mai-Lill Ibsen, styrets nestleder		220 000			220 000				
Marianne Hansen		130 000			130 000				
Arne Skauge		130 000			130 000				
Reidar Viken		95 000			95 000				
Anne Gine Hestetun		95 000			95 000				
Norvald Mo		95 000			95 000				
Ingvild Myhre		95 000			95 000				
Tor Mikkel Wara		95 000			95 000				
Bjarne Anderson	1 102 000		1 096 373	34 821	1 131 194	495 898		198 795	4 629 175
Sum styret	1 102 000	1 230 000	1 096 373	34 821	2 361 194	458 898	0	198 795	4 629 175
Ledelsen i Folketrygdfondet									
Olaug Svarva, adm. direktør	2 100 000		2 108 344	45 058	2 153 402			260 450	4 747 400
Lars Tronsgaard, viseadm. direktør	1 551 000		1 528 787	30 181	1 558 968	723 800		204 543	5 231 506
Nils Bastiansen, direktør aksjer	1 420 000		1 392 576	40 238	1 432 814	583 382		198 241	4 577 208
Jørn Nilsen, direktør forvaltningsstøtte	1 375 000		1 342 570	26 139	1 368 709	194 791		118 031	3 699 566
Sum ledelsen	6 446 000	0	6 372 277	141 616	6 513 893	1 501 973	0	781 265	18 255 680

Varamedlemmene har en godtgjørelse for tiden på kroner 24 000 per år. I tillegg får de kroner 2 000 per deltakende møte.

Adm. direktør har rett til etterlønn tilsvarende 12 måneders pensjonsgivende lønn regnet fra oppsigelsestidens utløp dersom adm. direktør sies opp eller selv sier opp etter avtale med styret. Etterlønnen fastsettes til 18 måneders pensjonsgivende lønn regnet fra oppsigelsestidens utløp dersom oppsigelsestiden utløper etter fylte 62 år. Den pensjonsgivende 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 etterlønnperioden.

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.

NOTER

For 2011 er det etablert ordning om variabel lønn innenfor bestemmelsene i Forskrift 1. desember 2010 nr. 1507 om godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskap for verdipapirfond med ansatte i Folketrygdfondet. Adm. direktør er ikke med i ordningen med variabel lønn.

Det er ingen avtale mellom styret og eier utover honoraret.

NOTE 4 ANDRE DRIFTSKOSTNADER

	2011	2010
Systemkostnader	22 288 532	15 909 647
Depotkostnader	5 686 498	4 831 215
Konsulentbistand	5 654 958	10 826 393
Andre kostnader	17 501 013	16 397 704
Sum	51 131 001	47 964 959

Kostnadsført godtgjørelse til revisor fordeler seg slik:

	2011	2010
Lovpålagt revisjon	743 787	659 375
Andre attestasjons- og revisjonsrelaterte tjenester	476 419	212 570
Annen bistand	102 669	175 000
Sum godtgjørelse til revisor inkl. merverdiavgift	1 322 875	1 046 945

I 2011 har Folketrygdfondet arbeidet videre med å klargjøre IT-systemene i organisasjonen for å kunne tilfredsstille de krav som settes til forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond fra eiers side. System- og konsulentkostnader i 2011 består hovedsakelig av kostnader knyttet til drift av compliance- og andre forvaltningsstøttesystemer.

NOTE 5 FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER

	2011	2010
Renteinntekter	1 123 379	1 038 130
Andre finansinntekter	12 742	8 536
Sum finansinntekter	1 136 121	1 046 666
Finanskostnader		
Rentekostnader		268
Gebyrer	102 774	97 959
Sum finanskostnader	102 774	98 227
Sum netto finansposter	1 033 347	948 439

Renteinntekter består av renter opptjent på bankinnskudd.

NOTE 6a STATENS PENSJONSFOND NORGE

Statens pensjonsfond Norge forvaltes av Folketrygdfondet i eget navn på vegne av Finansdepartementet. Den forvaltede portefølje tilsvarende det til enhver tid inntående 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.

Statens pensjonsfond Norges resultat er presentert som en inntektspost (- 5 399 mill. kroner) og en tilsvarende kostnads-post (5 399 mill. kroner) i resultatregnskapet til Folketrygdfondet.

Plasseringer for Statens pensjonsfond Norge er presentert som en eiendel (129 483 mill. kroner) med en tilsvarende gjelds-post (129 483 mill. kroner) i balansen til Folketrygdfondet.

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

Folketrygdfondet

Statens pensjonsfond Norge
Statens obligasjonsfond

NOTER

NOTE 6b STATENS OBLIGASJONSFOND

Statens obligasjonsfond forvaltes av Folketrygdfondet i eget navn på vegne av Finansdepartementet. Den forvaltede portefølje tilsvarende 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.

Statens obligasjonsfonds resultat er presentert som en inntekstspost (361 mill. kroner) og en tilsvarende kostnadspost (- 361 mill. kroner) i resultatregnskapet til Folketrygdfondet.

Plasseringer for Statens obligasjonsfond er presentert som en eiendel (51 637 mill. kroner) med en tilsvarende gjeldspost (51 637 mill. kroner) i balansen til Folketrygdfondet.

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

NOTE 7 VARIGE DRIFTSMIDLER

	<i>IT-utstyr</i>	<i>IT-programvare</i>	<i>Inventar etc</i>	<i>Sum</i>
Anskaffelseskost per 01.01.11	7 666 194	3 258 014	3 549 556	14 473 764
Årets tilgang	916 977	2 308 875	2 431 494	5 657 346
Årets avgang	124 084	675 000	431 056	1 230 140
Anskaffelseskost per 31.12.11	8 459 087	4 891 889	5 549 994	18 900 970
Akkumulerte avskrivninger per 01.01.11	3 926 685	2 045 696	867 221	6 839 602
Årets avskrivninger	2 017 815	1 073 053	483 680	3 574 548
Akkumulerte avskrivninger per 31.12.11	5 944 500	3 118 749	1 350 901	10 414 150
Balansført verdi per 31.12.11	2 514 587	1 773 140	4 199 093	8 486 820

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

NOTE 8 FORDRINGER

	2011	2010
Utestående forvaltningshonorar	20 678 237	5 875 774
Andre fordringer	1 992 068	1 012 938
Sum fordringer	22 670 305	6 888 712

Utestående forvaltningshonorar består blant annet av avsatt variabel lønn (inkl. arbeidsgiveravgift) på kroner 9 530 894 jf. note 3. Utestående forvaltningshonorar forfaller til betaling innen ett år. Andre fordringer er periodiserings av forskuddsbetalinger.

NOTE 9 BANKINNSKUDD, KONTANTER OG LIGNENDE

Av Folketrygdfondets bankinnskudd er kroner 2 318 552 knyttet til bundne skattemidler.

NOTE 10a ANNEN LANGSIKTIG GJELD

	2011	2010
Avsetning for variabel lønn, inkl. arbeidsgiveravgift	5 207 482	
Sum annen langsiktig gjeld	5 207 482	0

Annen langsiktig gjeld består av avsetning for påløpt variabel lønn opptjent i 2011 og som skal vedtas og utbetales senere enn 12 måneder etter balansetidspunktet per 31.12.11 jf. note 3.

NOTER

NOTE 10b ANNEN KORTSIKTIG GJELD

	2011	2010
Forskuddsbetalt forvaltningshonorar	1 000 000	
Påløpte feriepengar	4 089 785	3 574 659
Avsetning for variabel lønn, inkl. arbeidsgiveravgift	4 323 412	
Avsetning for påløpte kostnader	487 735	
Annen gjeld	131 825	131 827
Sum annen kortsiktig gjeld	10 032 757	3 706 486

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 47 personer. Ordningene gir rett til definerte fremtidige ytelser. Disse er i hovedsak avhengige av antall opptjeningsår, lønnsnivå ved nådd pensjonsalder og størrelsen på ytelsen fra folketrygden. Forpliktelsene er dekket gjennom Statens Pensjonskasse.

<i>Finansiell status 31.12.10</i>	2011	2010
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
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

<i>Finansiell status 01.01.11</i>	2011	2010
Pensjonsforpliktelse	50 625 368	46 307 162
Verdi av pensjonsmidler	-25 867 483	-21 749 057
Utsatt tap/gevinst	-8 326 821	-8 897 557
Utsatt planendring		
Netto p. forpliktelse før arb.g.avg.	16 431 064	15 660 548
Arbeidsgiveravgift	3 490 862	3 462 693
Netto p. forpliktelse etter arb.g.avg.	19 921 926	19 123 241
Planendringseffekt	-4 272 357	
Netto p. forpliktelse etter arb.g.avg.	19 921 926	14 850 884

<i>Pensjonskostnad i 2011</i>	2011	2010
Årets pensjonsopptjening	6 450 712	7 626 066
Rentekostnad	2 323 717	2 493 582
Avkastning	-1 521 436	-1 364 140
Amort. planendring		
Amort.tap/(gevinst)	220 402	359 166
Netto p. kostnad før arb.g.avg	7 473 395	9 114 674
Arbeidsgiveravgift	933 302	1 149 006
Medlemstilskudd	-633 826	-606 532
Planendringseffekt	-4 272 357	
Netto p. kostnad etter arb.g.avg.	7 772 871	5 384 791

Pensjonsgrunnlag	29 552 632	28 148 458
Kostnad som prosent av p.grunnlag	26,30 %	19,13 %

FolketrygdfondetStatens pensjonsfond Norge
Statens obligasjonsfond

NOTER

<i>Finansiell status 31.12.11</i>	2011	2010
Pensjonsforpliktelse	63 113 659	50 625 368
Verdi av pensjonsmidler	-32 003 451	-27 479 653
Utsatt tap/gevinst	-12 594 431	-6 487 335
Utsatt planendring		
Netto p. forpliktelse før arb.g.avg.	18 515 777	16 658 380
Arbeidsgiveravgift	4 386 539	3 263 546
Netto p. forpliktelse etter arb.g.avg.	22 902 316	19 921 926

<i>Bevegelse i året</i>	2011	2010
Netto p.forpliktelse IB	19 921 926	19 123 241
Korrigerings mot EK IB		
Korrigerings mot EK UB		
Netto pensjonskostnad	7 772 871	5 384 791
Curtailement/Settlement		
Foretakets tilskudd	-5 426 307	-5 192 638
Medlemstilskudd	633 826	606 532
Utbetalinger over drift		
Netto p. forpliktelse 31.12.11	22 902 316	19 921 926

<i>Økonomiske forutsetninger</i>	2011	2010
Diskonteringsrate:	3,80 %	4,60 %
Avkastning:	4,10 %	5,40 %
Lønnsregulering:	3,50 %	4,00 %
G-regulering:	3,25 %	3,75 %
Pensjonsregulering:	2,50 %	3,00 %
Arbeidsgiveravgift	14,10 %	14,10 %

De aktuarielle 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 EGENKAPITAL

	<i>Innskutt egenkapital</i>	<i>Opptjent egenkapital</i>	<i>Sum egenkapital</i>
Egenkapital per 31.12.10	37 701 223	-11 461 298	26 239 925
Årets resultat		2 123 121	2 123 121
Utbytte		-987 000	-987 000
Egenkapital per 31.12.11	37 701 223	-10 325 177	27 376 046

NOTE 13 HENDELSER ETTER BALANSEDAGEN OG BETINGEDE UTFALL


Det har ikke inntruffet hendelser etter balansedagen som har effekt på selskapets finansielle stilling per 31.12.11. Folketrygdfondet er for øvrig ikke part i rettstvister eller lignende som har betydning for selskapets finansielle stilling per 31.12.11.

NOTER

NOTE 14 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 har i 2011 blitt gjennomført i alt 14 transaksjoner mellom Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Alle transaksjonene relaterer seg til salg fra Statens obligasjonsfond til Statens pensjonsfond Norge og summerer seg til 1 237 mill. kroner. Handlene er gjennomført til markedspris.



Til Finansdepartementet

Statsautoriserte revisorer
Ernst & Young AS
Dronning Eufemias gate 6, NO-0191 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 2011, resultatregnskap og kontantstrømpoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

Styrets og administrerende direktørs ansvar for årsregnskapet

Styret og administrerende direktør 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 administrerende direktør 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 regnskapsestimatene utarbeidet av ledelsen er rimelege, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av årsregnskapet.

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

A member firm of Ernst & Young Global Limited

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 2011 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, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til disponering av resultatet 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 forenklet revisorkontroll av historisk finansiell informasjon», mener vi at styret og administrerende direktør 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, 7. mars 2012
ERNST & YOUNG AS



Eirik Tandrevold
statsautorisert revisor

RESULTATREGNSKAP – STATENS PENSJONSFOND NORGE

	NOTER	2011	2010
Porteføljeinntekter og porteføljekostnader	1, 2, 10		
Renteinntekter	3	2 959	2 434
Utbytte	4	3 437	2 443
Realisert gevinst/tap	5		
Aksjer		1 720	2 119
Obligasjoner og sertifikater		227	190
Finansielle derivater		348	1 066
Netto endring i urealiserte kursgevinster/kurstap	6		
Aksjer		-14 574	10 277
Obligasjoner og sertifikater		49	-295
Finansielle derivater		864	42
Andre porteføljeinntekter	7	-319	-373
Porteføljeresultat		-5 289	17 903
Forvaltningskostnader			
Forvaltningskostnader	8	-110	-91
Resultat Statens pensjonsfond Norge		-5 399	17 812

BALANSE PER 31.12

	NOTER	2011	2010
Plasseringer	1,2,10,15,16,17,18,19, 20,21		
Verdipapirer			
Aksjer	11,15c	78 342	87 915
Obligasjoner og sertifikater	12,15a	51 104	44 894
Finansielle derivater	13,15b	1 514	590
Fordringer	14	15	472
Bankinnskudd	10	5 456	5 607
Sum plasseringer		136 431	139 478
Statens kapitalinnskudd			
Statens kapitalinnskudd	9	129 483	134 882
Gjeld			
Skyldig mottatt kontantsikkerhet	15d	4 814	4 024
Finansielle derivater	13,15b	9	0
Annen gjeld	14	2 125	572
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld		136 431	139 478

NOTER

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 mandat 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 regnskapsskikk 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.

Balanseføring 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, sertifikat og derivater, vurderes til virkelig verdi. Verdiendringer føres over resultatet.

I mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, fastsatt av Finansdepartementet 21. desember 2010 med hjemmel i lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond § 2 tredje ledd og § 7, 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.

Garanti provisjon

Garanti provisjon 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 adskilt fra andre kontanter, balanseføres som eiendel med en tilsvarende motpost som forpliktelse overfor avhenderen av sikkerheten. Mottatt kontantsikkerhet som er juridisk adskilt, 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 mottaker av sikkerheten har rett til å selge sikkerheten eller stille den som sikkerhet på nytt, omklassifiseres eiendelen i balansen som en utlånt eiendel adskilt 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 er refunderbar, vises dette som en fordring fram til tilbakebetaling finner sted.

NOTER

NOTE 2 FINANSIELLE INSTRUMENTER TIL VIRKELIG VERDI

	<i>Total</i>	<i>Norsk aksje-portefølje</i>	<i>Nordisk aksje-portefølje</i>	<i>Norsk rente-portefølje</i>	<i>Nordisk rente-portefølje</i>
<i>Beløp i millioner kroner</i>					
Eiendeler per 31.12.11					
Verdsettelse basert på noterte priser i et aktivt marked (nivå 1)	87 107	66 711	11 628	5 831	2 936
Barclays Capital	11 024			7 285	3 739
Andre observerbare kurser	11 396			10 362	1 034
Finansielle derivater	1 505			1 505	
Verdsettelse basert på observerbare markedsdata (nivå 2)	23 925			19 152	4 773
Verdsettelse basert på annet enn observerbare markedsdata (nivå 3)	19 156			19 156	
Påløpte renter ¹⁾	764			623	141
Totalt	130 952	66 711	11 628	44 762	7 850

	<i>Total</i>	<i>Norsk aksje-portefølje</i>	<i>Nordisk aksje-portefølje</i>	<i>Norsk rente-portefølje</i>	<i>Nordisk rente-portefølje</i>
<i>Beløp i millioner kroner</i>					
Eiendeler per 31.12.10					
Verdsettelse basert på noterte priser i et aktivt marked (nivå 1)	93 550	75 709	12 206	3 838	1 797
Barclays Capital	8 617			5 091	3 526
Andre observerbare kurser	3 958			2 933	1 025
Finansielle derivater	590			590	
Verdsettelse basert på observerbare markedsdata (nivå 2)	13 105			8 554	4 551
Verdsettelse basert på annet enn observerbare markedsdata (nivå 3)	26 078			26 078	
Påløpte renter ¹⁾	666			544	122
Totalt	133 399	75 709	12 206	39 014	6 470

¹⁾ Påløpte renter på finansielle derivater inngår på linjen for finansielle derivater på nivå 2

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. Verdsettelse basert på noterte priser i et aktivt marked
2. Verdsettelse basert på observerbare markedsdata
3. Verdsettelse basert på annet enn observerbare markedsdata

Det er i verddivurderingshierarkiet lagt vekt på å følge prisingen fra de ulike leverandørene av referanseindekser (Barclays Capital og Oslo Børs) for verdipapirer som også inngår i porteføljen, for å unngå forskjeller i verdsettelse mellom porteføljen og referanseindeksen.

Verdsettelse basert på noterte priser i et aktivt marked (nivå 1)

Finansielle instrumenter som verdsettes ved bruk av noterte priser i aktive markeder, er plassert på nivå 1. I denne kategorien inngår børsnoterte aksjer og statsobligasjoner utstedt av nasjonalstatene i Norge, Sverige, Danmark og Finland.

Kildene til omsatt verdi for aksjer er de kursene som referanseindeksleverandørene har hentet inn fra børsene. For aksjer har leverandørene 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 henholdsvis under eller over gjenstående kjøp-salgsspread. For obligasjoner benytter indeksleverandøren banker som sine kilder til kurser, noe som innebærer at kursene gir uttrykk for kjøpskurser.

Verdsettelse basert på observerbare markedsdata (nivå 2)

Finansielle instrumenter som verdsettes ved bruk av noterte priser i mindre aktive markeder og ved bruk av informasjon som ikke er noterte priser, men hvor pris er direkte eller indirekte observerbar, er plassert på nivå 2. I denne kategorien inngår obligasjoner hvor kurs kan observeres hyppig, og finansielle derivater.

Linjen for Barclays Capital er obligasjoner som ikke er utstedt av nasjonalstat hvor kurs er hentet fra indeksleverandøren. Andre observerbare kurser er obligasjoner hvor det foreligger hyppig kursindikasjon fra en eller flere kilder i Bloomberg.

NOTER

Valutasikringsinstrumenter (nivå 2)

Kontantstrømmer er neddiskontert (swapkurve, kjøps-/salgskurs hentet fra Bloomberg) i de respektive valutaer og verdsatt i NOK til valutakurs (midtkurs) 31.12.11. Valutasikringsinstrumenter er følgelig vurdert til virkelig verdi på grunnlag av indirekte observerbare priser fra eksterne kilder.

Rentebytteavtaler (nivå 2)

Kontantstrømmer er neddiskontert (swapkurve, kjøps-/salgskurs hentet fra Bloomberg) i aktuell valuta og verdsatt i NOK til valutakurs (midtkurs) 31.12.11. Det er Folketrygdfondets vurdering at kredittrisikoen mot våre motparter er minimal som følge av at det er etablert avtale om sikkerhetsstillelse. Det er derfor ikke gjort påslag for kredittrisiko mot motpart i neddiskonteringen. Kontantstrømmer som er i motparts favør, er neddiskontert til kjøpskurs, mens beløp som er i favør av SPN, er neddiskontert til salgskurs. Rentebytteavtaler er følgelig vurdert til virkelig verdi på grunnlag av indirekte observerbare priser fra eksterne kilder.

Verdsettelse basert på annet enn observerbare markedsdata (nivå 3)

For de instrumenter hvor kriteriene for nivå 1 eller 2 ikke er tilfredsstillt, foretas en modellbasert prising. I denne kategorien inngår obligasjoner med norsk utsteder hvor kredittmarginen utgjør en vesentlig del av vurderingen av markedsverdi.

Modellprisingen følger anerkjente prisingsmodeller. Modellen er etterprøvbare (dvs. arbeidet dokumenteres og kildene tas vare på). Fastrentelån er priset ved at kontantstrømmer er neddiskontert med en rentesats som tar utgangspunkt i en swaprente pluss et kredittpåslag for hver utsteder. For lån som betaler margin over en referanserente, er prisingen gjennomført ved å benytte et anslag på marginkravet. Kredittanslag innsamlet av Verdipapirfondenes Forening og anslag fra meglerhus, kjente omsetninger og prising fra andre kilder lenger opp i verddivurderingshierarkiet er benyttet som grunnlag for estimert kredittpåslag. 80 prosent av papirene på nivå 3 er basert på kredittspreadanslag hentet fra Verdipapirfondenes Forening.

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 kommune, to for kraft, åtte for finans og tre for obligasjoner med fortrinnsrett. For foretak utenfor finanssektoren brukes det i alt 71 utstederspesifikke grupperinger. Kredittpåslagene oppdateres ukentlig der denne informasjonen er tilgjengelig. For resterende lån oppdateres kredittpåslagene månedlig, eller hyppigere ved store endringer i kredittpåslag.

Finansielle eiendeler til virkelig verdi, nivå 3

	Norsk rente- portefølje
<i>Beløp i millioner kroner</i>	
Balanse per 31.12.10	26 078
Netto gevinst på finansielle eiendeler	-26
Tilgang/kjøp	6 221
Avhending	8 118
Forfalt	2 826
Overføring fra nivå 1 eller 2	310
Overføring til nivå 1 eller 2	2 484
Balanse per 31.12.11	19 156

I 2011 har obligasjoner som er verdsatt på nivå 3, blitt redusert med 6 922 millioner i forhold til balansen per 31.12.10. Hovedårsaken til dette er at salg og forfall innenfor nivå 3 har vært større enn kjøpene. I tillegg har flere obligasjoner som tidligere ble plassert på nivå 3, blitt overført til nivå 2 som følge av at det stilles kursindikasjon i Bloomberg på flere lån enn tidligere.

Det har ikke vært flyttet verdipapirer mellom nivå 1 og nivå 2.

Sensitivitetsanalyse, nivå 3

	Balanseført verdi 31.12.11	Effekt av endring i kredittpåslag med 10bp
<i>Beløp i millioner kroner</i>		
Obligasjoner med norsk utsteder	19 156	55

Verdsettelse basert på annet enn observerbare markedsdata innebærer bruk av estimater og vurderinger som påvirker regnskapsførte eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Estimater og vurderinger vurderes løpende og er basert på historisk erfaring og forventning til fremtidige hendelser som vurderes sannsynlig på tidspunktet for avleggelsen av regnskapet. Estimaten er basert på beste skjønn og vil kunne avvike fra endelig utfall. Sensitiviteten i verdsettelsen på nivå 3 er vist ved å endre diskonteringsrenten for fastrentelån og marginkravet for marginbaserte lån med 10 basispunkter (0,10 prosentpoeng).

NOTER

For å kvalitetssikre anslagene på virkelig verdi for den norske renteporteføljen er verdsettelsen også sammenlignet med ligningskurser fastsatt av Norges Fondsmeglerforbund. Denne sammenligningen viser at de kurser som er benyttet som virkelig verdi, avviker med 2,9 millioner kroner for nivå 3. Totalt er differansen på 16,8 millioner kroner, ved at våre anslag gjennomgående er lavere.

NOTE 3 RENTEINNTEKTER

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2011	2010
Norsk renteportefølje	1 976	1 603
Rentebytteavtaler Norge - netto	673	552
Nordisk renteportefølje	311	269
Norsk aksjeportefølje	3	10
Nordisk aksjeportefølje	1	
Sikkerhetsstillelse	5	
Sum	2 959	2 434

NOTE 4 UTBYTTE

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2011	2010
Norsk aksjeportefølje	3 117	2 168
Nordisk aksjeportefølje	375	290
Kildeskatt på utbytte	-55	-42
Tilbakebetalt kildeskatt		27
Sum	3 437	2 443

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

NOTE 5 REALISERT GEVINST/TAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2011		2010	
Norsk aksjeportefølje	1 732		2 038	
Nordisk aksjeportefølje	-12		81	
Sum aksjer		1 720		2 119
Norsk renteportefølje	172		115	
Nordisk renteportefølje	55		75	
Sum renter		227		190
Valutasikringsinstrumenter		356		1 033
Rentebytteavtaler		-8		33
Sum		2 295		3 375

NOTER

NOTE 6 NETTO ENDRING UREALISERTE KURSGEVINSTER/KURSTAP

Beløp i millioner kroner	2011	2010
Markedsverdi portefølje	130 600	134 135
Historisk kost portefølje	114 559	104 433
Urealisert kursgevinst/kurstap	16 041	29 702

Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	-13 661	
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap fordeler seg på:		
Aksjer	-14 574	
Renter	49	
Finansielle derivater	864	
Sum	-13 661	

Netto endring av urealiserte kursgevinster/kurstap er endringen av urealisert kursgevinst/kurstap per 31.12.11 og 31.12.10.

NOTE 7 ANDRE PORTEFØLJEINNTEKTER

Beløp i millioner kroner	2011	2010
Garantiprovisjon		13
Utlån aksjer	9	4
Agio/disagio (valutainnskudd bank)	-328	-390
Sum andre porteføljeinntekter	-319	-373

NOTE 8 FORVALTNINGSKOSTNADER

I mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge fastsatt av Finansdepartementet 21. desember 2010 med hjemmel i lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond § 2 tredje ledd og § 7 står det i kapittel 5 at 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

Beløp i millioner kroner	2011	2010
Statens pensjonsfond Norges kapital 01.01	134 882	117 070
Resultat	-5 399	17 812
Statens pensjonsfond Norges kapital 31.12	129 483	134 882

Resultatet i 2011 er i sin helhet ført mot kapitalen til Statens pensjonsfond Norge.

NOTER

NOTE 10 PORTEFØLJEOMRÅDER

Segmentinformasjonen under følger de internt definerte delporteføljene. Oppdelingen følger av mandatets regulering av aktivaklasser 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	Den norske aksje-porteføljen	Den nordiske aksje-porteføljen	Den norske rente-porteføljen	Den nordiske rente-porteføljen	Sikkerhetsstillelse	Annet	Statens pensjonsfond Norge
Porteføljeområdene i 2011							
Renteinntekter	3	1	2 639	311	5		2 959
Utbytte	3 117	320					3 437
Realisert gevinst/tap	1 732	-12	526	49			2 295
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	-12 271	-2 295	784	121			-13 661
Andre porteføljeinntekter	8	1	-176	-153	1		-319
Porteføljerresultat	-7 411	-1 985	3 773	328	6	0	-5 289
Forvaltningskostnader						110	110
Årsresultat	-7 411	-1 985	3 773	328	6	-110	-5 399

Aksjer	66 711	11 628	3				78 342
Obligasjoner			43 254	7 850			51 104
Finansielle derivater			1 514				1 514
Fordringer	5		10				15
Bankinnskudd	210	192	192	50	4 812		5 456
Sum plasseringer	66 926	11 820	44 973	7 900	4 812	0	136 431
Statens kapitalinnskudd	66 847	11 820	42 940	7 900	-3	-21	129 483
Statens kapitalinnskudd	66 847	11 820	42 940	7 900	-3	-21	129 483
Finansielle derivater			9				9
Skyldig mottatt kontantsikkerhet					4 814		4 814
Annen gjeld	79		2 024		1	21	2 125
Sum gjeld	79	0	2 033	0	4 815	21	6 949
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld	66 926	11 820	44 973	7 900	4 812	0	136 431

Porteføljeområdene i 2010	Den norske aksje-porteføljen	Den nordiske aksje-porteføljen	Den norske rente-porteføljen	Den nordiske rente-porteføljen	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
Porteføljerresultat	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	75 709	12 206					87 915
Obligasjoner			38 424	6 470			44 894
Finansielle derivater			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	0	0	566	0	4 025	5	4 596
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld	75 791	12 349	40 698	6 613	4 027	0	139 478

NOTER

NOTE 11 AKSJER**Beholdningsoversikt aksjer per 31.12.11**

Beløp i millioner kroner	2011	2010	Differanse
Sum markedsverdi norske og nordiske aksjer	78 342	87 915	-9 573
Urealiserte kursgevinster/-tap	14 462	29 036	-14 574
Bokført kostpris norske og nordiske aksjer	63 880	58 879	5 001

Norske aksjer per 31.12.11

Selskap	Antall aksjer	Valuta	Markeds-kurs	Markeds-verdi i mill. kroner	Eier-andel	Andel av norske aksjer	Andel av totalen
Aker Solutions	13 607 184	NOK	62,95	857	4,97 %	1,28 %	0,66 %
Archer	10 844 702	NOK	16,10	175	2,96 %	0,26 %	0,13 %
Det Norske Oljeselskap	2 137 368	NOK	88,00	188	1,67 %	0,28 %	0,14 %
Farstad Shipping	3 941 600	NOK	151,00	595	10,11 %	0,89 %	0,46 %
Fred. Olsen Energy	1 095 341	NOK	201,00	220	1,64 %	0,33 %	0,17 %
Golar LNG	1 886 213	NOK	263,80	498	2,36 %	0,75 %	0,38 %
Norwegian Energy Company	6 035 894	NOK	4,66	28	2,48 %	0,04 %	0,02 %
Petroleum Geo-Services	21 567 610	NOK	65,45	1 412	9,90 %	2,12 %	1,09 %
ProSafe	18 517 591	NOK	40,99	759	8,05 %	1,14 %	0,59 %
Seadrill	24 858 823	NOK	200,00	4 972	5,30 %	7,45 %	3,83 %
Statoil	109 210 188	NOK	153,50	16 764	3,42 %	25,13 %	12,92 %
Subsea 7	31 517 072	NOK	111,00	3 498	8,96 %	5,24 %	2,70 %
TGS Nopec	9 683 391	NOK	132,50	1 283	9,36 %	1,92 %	0,99 %
Totalt for Energi				31 248		46,84 %	24,09 %
Norske Skog	7 924 431	NOK	4,52	36	4,17 %	0,05 %	0,03 %
Norsk Hydro	89 299 011	NOK	27,74	2 477	4,32 %	3,71 %	1,91 %
Yara International	18 937 105	NOK	240,00	4 545	6,58 %	6,81 %	3,50 %
Totalt for Materialer				7 058		10,58 %	5,44 %
Eitzen Maritime Services	2 657 200	NOK	1,03	3	2,37 %	0,00 %	0,00 %
Golden Ocean Group	6 806 400	NOK	3,77	26	1,49 %	0,04 %	0,02 %
Kongsberg Gruppen	10 372 733	NOK	116,00	1 203	8,64 %	1,80 %	0,93 %
Odfjell B	1 724 900	NOK	35,50	61	1,99 %	0,09 %	0,05 %
Orkla	92 585 374	NOK	44,65	4 134	9,00 %	6,20 %	3,19 %
Stolt-Nielsen	3 627 913	NOK	120,00	435	5,66 %	0,65 %	0,34 %
Tomra Systems	16 353 929	NOK	40,10	656	11,05 %	0,98 %	0,51 %
Veidekke	10 205 992	NOK	38,70	395	7,63 %	0,59 %	0,30 %
Wilhelm Wilhelmsen Holding A	1 052 450	NOK	136,50	144	2,26 %	0,22 %	0,11 %
Wilhelm Wilhelmsen Holding B	610 100	NOK	133,00	81	1,31 %	0,12 %	0,06 %
Totalt for Industri				7 138		10,70 %	5,50 %

NOTER

Selskap	Antall aksjer	Valuta	Markeds-kurs	Markeds-verdi i mill. kroner	Eier-andel	Andel av norske aksjer	Andel av totalen
Ekornes	3 891 183	NOK	98,00	381	10,57 %	0,57 %	0,29 %
Royal Caribbean Cruises	7 550 987	NOK	149,30	1 127	3,55 %	1,69 %	0,87 %
Schibsted	9 154 405	NOK	148,90	1 363	8,48 %	2,04 %	1,05 %
Statoil Fuel & Retail	14 223 787	NOK	44,59	634	4,74 %	0,95 %	0,49 %
Totalt for Forbruksvarer				3 506		5,26 %	2,70 %
Austevoll Seafood	1 475 497	NOK	21,00	31	0,73 %	0,05 %	0,02 %
Cermaq	4 332 642	NOK	70,20	304	4,68 %	0,46 %	0,23 %
Lerøy Seafood Group	588 547	NOK	84,00	49	1,08 %	0,07 %	0,04 %
Marine Harvest Group	182 665 207	NOK	2,59	472	5,10 %	0,71 %	0,36 %
SalMar	8 448 731	NOK	29,50	249	8,20 %	0,37 %	0,19 %
Totalt for Konsumentvarer				1 106		1,66 %	0,85 %
Algeta	2 626 466	NOK	153,00	402	6,49 %	0,60 %	0,31 %
Pronova Biopharma	10 446 084	NOK	7,84	82	3,47 %	0,12 %	0,06 %
Totalt for Helsevern				484		0,73 %	0,37 %
Aker	257 429	NOK	155,00	40	0,36 %	0,06 %	0,03 %
DNB	87 440 615	NOK	58,55	5 120	5,37 %	7,67 %	3,95 %
Gjensidige Forsikring	17 442 588	NOK	69,30	1 209	3,49 %	1,81 %	0,93 %
Norwegian Property	39 345 495	NOK	7,36	290	7,89 %	0,43 %	0,22 %
Olav Thon Eiendom	961 062	NOK	788,00	757	9,03 %	1,14 %	0,58 %
Storebrand	17 633 764	NOK	31,10	548	3,92 %	0,82 %	0,42 %
Totalt for Finansielle tjenester				7 964		11,94 %	6,14 %
Atea	1 664 552	NOK	60,00	100	1,67 %	0,15 %	0,08 %
EDB Ergogroup	12 621 407	NOK	9,75	123	4,72 %	0,18 %	0,09 %
Nordic Semiconductor	13 044 024	NOK	14,30	187	7,73 %	0,28 %	0,14 %
Renewable Energy Corporation	44 380 871	NOK	3,32	147	4,45 %	0,22 %	0,11 %
Totalt for Informasjonsteknologi				557		0,83 %	0,43 %
Telenor	77 445 737	NOK	98,10	7 597	4,82 %	11,39 %	5,86 %
Totalt for Telekommunikasjon og tjenester				7 597		11,39 %	5,86 %
Hafslund A	85 000	NOK	58,00	5	0,04 %	0,01 %	0,00 %
Hafslund B	885 214	NOK	58,00	51	0,45 %	0,08 %	0,04 %
Totalt for Forsyningsselskaper				56		0,08 %	0,04 %
Sum markedsverdi				66 714		100,00 %	51,42 %
Urealiserte kursgevinster/-tap				14 337			
Bokført kostpris				52 377			

NOTER

Nordiske aksjer per 31.12.11

Selskap	Antall aksjer	Valuta	Markeds-kurs	Markeds-verdi i mill. kroner	Eier-andel	Andel av nordiske aksjer	Andel av totalen
Lundin aksjer per 31.12.11							
Lundin Petroleum	995 000	SEK	169,20	147	0,31 %	1,26 %	0,11 %
Neste Oil	375 000	EUR	7,81	23	0,15 %	0,20 %	0,02 %
Torm	352 875	DKK	3,74	1	0,32 %	0,01 %	0,00 %
Totalt for Energi				171		1,47 %	0,13 %
Boliden	842 504	SEK	100,50	74	0,31 %	0,63 %	0,06 %
Holmen B	367 932	SEK	197,70	63	0,59 %	0,54 %	0,05 %
Kemira	50 000	EUR	9,18	4	0,03 %	0,03 %	0,00 %
Lundin Mining	910 000	SEK	26,04	21	0,16 %	0,18 %	0,02 %
Novozymes B	501 955	DKK	177,30	93	0,93 %	0,80 %	0,07 %
Outokumpu	430 618	EUR	5,08	17	0,24 %	0,15 %	0,01 %
Rautaruukki	62 362	EUR	7,12	3	0,04 %	0,03 %	0,00 %
SSAB A	215 288	SEK	60,65	11	0,07 %	0,10 %	0,01 %
Stora Enso R	680 050	EUR	4,63	24	0,11 %	0,21 %	0,02 %
Svensk Cellulose B	2 993 782	SEK	102,00	266	0,50 %	2,29 %	0,20 %
Tikkurila	35 000	EUR	12,89	3	0,08 %	0,03 %	0,00 %
UPM-Kymmene	2 362 697	EUR	8,51	156	0,45 %	1,34 %	0,12 %
Totalt for Materialer				735		6,32 %	0,57 %
ABB	1 815 000	SEK	129,50	205	0,08 %	1,76 %	0,16 %
Alfa Laval	378 000	SEK	130,40	43	0,09 %	0,37 %	0,03 %
A. P. Møller - Mærsk A	4 100	DKK	35 840,00	153	0,09 %	1,32 %	0,12 %
A. P. Møller - Mærsk B	1 500	DKK	37 920,00	59	0,03 %	0,51 %	0,05 %
Assa Abloy	568 000	SEK	172,60	85	0,16 %	0,73 %	0,07 %
Atlas Copco A	2 283 000	SEK	148,00	294	0,19 %	2,53 %	0,23 %
Atlas Copco B	2 487 800	SEK	130,80	283	0,20 %	2,44 %	0,22 %
Cargotec B	260 000	EUR	22,98	46	0,47 %	0,40 %	0,04 %
DSV	856 448	DKK	103,00	92	0,37 %	0,79 %	0,07 %
Flsmidth & CO	240 000	DKK	337,50	84	0,45 %	0,73 %	0,07 %
Hexagon B	901 666	SEK	102,90	81	0,27 %	0,69 %	0,06 %
Kone B	473 200	EUR	40,10	147	0,21 %	1,26 %	0,11 %
Metso	791 589	EUR	28,65	176	0,53 %	1,51 %	0,14 %
NKT Holding	30 000	DKK	190,80	6	0,13 %	0,05 %	0,00 %
Outotec	350 000	EUR	36,40	99	0,76 %	0,85 %	0,08 %
Sandvik	4 087 500	SEK	84,45	301	0,34 %	2,58 %	0,23 %
Scania B	1 832 000	SEK	102,00	163	0,46 %	1,40 %	0,13 %
Skanska B	200 000	SEK	114,00	20	0,05 %	0,17 %	0,02 %
SKF B	1 910 000	SEK	145,60	242	0,47 %	2,08 %	0,19 %
Trelleborg B	720 000	SEK	59,75	37	0,30 %	0,32 %	0,03 %
Vestas Wind Systems	317 152	DKK	62,00	20	0,16 %	0,18 %	0,02 %
Volvo A	1 985 000	SEK	75,95	131	0,09 %	1,13 %	0,10 %
Volvo B	4 345 000	SEK	75,30	285	0,20 %	2,45 %	0,22 %
Wartsila	795 320	EUR	22,32	138	0,81 %	1,18 %	0,11 %
Totalt for Industri				3 190		27,44 %	2,46 %
Amer Sports	351 332	EUR	9,00	24	0,29 %	0,21 %	0,02 %
Autoliv	341 745	SEK	374,20	111	0,38 %	0,96 %	0,09 %
Electrolux B	744 597	SEK	109,70	71	0,25 %	0,61 %	0,05 %
Hennes & Mauritz B	4 318 880	SEK	221,30	832	0,30 %	7,16 %	0,64 %
Husqvarna A	303 973	SEK	31,66	8	0,05 %	0,07 %	0,01 %
Husqvarna B	1 161 818	SEK	31,71	32	0,20 %	0,28 %	0,02 %
Modern Times Group B	250 798	SEK	328,80	72	0,42 %	0,62 %	0,06 %
Nokian Renkaat	450 883	EUR	24,88	87	0,35 %	0,75 %	0,07 %
Pandora	170 500	DKK	54,00	10	0,13 %	0,08 %	0,01 %
Rezidor Hotel Group	87 922	SEK	22,10	2	0,06 %	0,01 %	0,00 %
Totalt for Forbruksvarer				1 249		10,74 %	0,96 %

NOTER

Selskap	Antall aksjer	Valuta	Markeds-kurs	Markeds-verdi i mill. kroner	Eier-andel	Andel av nordiske aksjer	Andel av totalen
Selskap							
Carlsberg B	512 116	DKK	405,00	216	0,26 %	1,86 %	0,17 %
Hakon Invest	15 684	SEK	96,05	1	0,02 %	0,01 %	0,00 %
Kesko B	263 987	EUR	25,96	53	0,39 %	0,46 %	0,04 %
Oriflame Cosmetics	49 785	SEK	217,40	9	0,09 %	0,08 %	0,01 %
Royal Unibrew	10 326	DKK	321,50	3	0,09 %	0,03 %	0,00 %
Totalt for Konsumentvarer				283		2,44 %	0,22 %
Astra Zeneca	1 131 000	SEK	316,00	311	0,08 %	2,68 %	0,24 %
Coloplast B	101 500	DKK	826,00	87	0,25 %	0,75 %	0,07 %
Elekta B	510 584	SEK	298,50	133	0,56 %	1,14 %	0,10 %
Getinge B	510 000	SEK	174,40	77	0,23 %	0,67 %	0,06 %
Meda A	853 000	SEK	71,60	53	0,28 %	0,46 %	0,04 %
Novo Nordisk B	1 534 500	DKK	660,00	1 056	0,20 %	9,08 %	0,81 %
Orion B	150 000	EUR	15,05	17	0,16 %	0,15 %	0,01 %
Totalt for Helsevern				1 735		14,92 %	1,34 %
Balder	1 084 048	SEK	25,30	24	0,72 %	0,21 %	0,02 %
Castellum	207 500	SEK	85,30	15	0,12 %	0,13 %	0,01 %
Citycon	1 171 000	EUR	2,31	21	0,48 %	0,18 %	0,02 %
Danske Bank	1 793 996	DKK	72,95	136	0,26 %	1,17 %	0,11 %
Fabege	170 000	SEK	53,90	8	0,10 %	0,07 %	0,01 %
Industrivarden C	200 000	SEK	82,10	14	0,17 %	0,12 %	0,01 %
Investor A	1 576 290	SEK	123,20	169	0,21 %	1,45 %	0,13 %
Investor B	677 807	SEK	128,40	76	0,09 %	0,65 %	0,06 %
Kinnevik Investment B	800 000	SEK	134,10	93	0,35 %	0,80 %	0,07 %
Lundbergs B	140 000	SEK	203,00	25	0,37 %	0,21 %	0,02 %
Nordea	12 249 644	SEK	53,25	568	0,30 %	4,88 %	0,44 %
Pohjola Bank	1 654 552	EUR	7,51	96	0,66 %	0,83 %	0,07 %
Ratos B	85 804	SEK	80,75	6	0,07 %	0,05 %	0,00 %
Sampo	1 874 311	EUR	19,17	278	0,33 %	2,39 %	0,21 %
Skandinaviska Enskilda Banken A	3 701 718	SEK	40,09	129	0,17 %	1,11 %	0,10 %
Sponda	1 950 000	EUR	3,12	47	0,70 %	0,41 %	0,04 %
Svenska Handelsbanken A	1 791 000	SEK	181,00	282	0,29 %	2,43 %	0,22 %
Swedbank	2 445 000	SEK	89,15	190	0,26 %	1,63 %	0,15 %
Topdanmark	59 000	DKK	895,00	55	0,35 %	0,47 %	0,04 %
Wihlborgs Fastigheter	595 000	SEK	91,00	47	0,77 %	0,41 %	0,04 %
Totalt for Finansielle tjenester				2 281		19,62 %	1,76 %
Comptel	300 000	EUR	0,49	1	0,28 %	0,01 %	0,00 %
Ericsson B	11 380 000	SEK	70,40	697	0,38 %	6,00 %	0,54 %
HIQ International	706 688	SEK	29,00	18	1,35 %	0,15 %	0,01 %
Industrial & Financial System B	110 000	SEK	88,00	8	0,44 %	0,07 %	0,01 %
Nokia	11 247 000	EUR	3,77	329	0,30 %	2,83 %	0,25 %
Readsoft B	20 721	SEK	18,70	0	0,07 %	0,00 %	0,00 %
Sigma B	70 959	SEK	5,20	0	0,08 %	0,00 %	0,00 %
Tietoenator	280 000	EUR	11,00	24	0,39 %	0,21 %	0,02 %
Totalt for Informasjonsteknologi				1 078		9,27 %	0,83 %
Millicom Int. Cellular	103 000	SEK	689,50	62	0,09 %	0,53 %	0,05 %
Tele 2 B	2 036 300	SEK	133,90	237	0,48 %	2,04 %	0,18 %
TeliaSonera	8 876 375	SEK	46,77	361	0,20 %	3,11 %	0,28 %
Totalt for Telekommunikasjon og tjenester				661		5,68 %	0,51 %
Fortum	1 915 571	EUR	16,49	245	0,22 %	2,10 %	0,19 %
Totalt for Forsyningsselskaper				245		2,10 %	0,19 %
Sum markedsverdi				11 628		100,00 %	8,96 %
Urealiserte kursgevinster/-tap				125			
Bokført kostpris				11 503			

NOTER

NOTE 12 OBLIGASJONER**Renteportefølje per 31.12.11****Obligasjonsutstedere i den norske renteporteføljen per 31.12.11**

Utsteder	Markedsverdi i mill. kroner	Andel av norske obligasjoner	Andel av totalen
Kongeriket Norge	5 983	13,83 %	4,61 %
Stat	5 983	13,83 %	4,61 %
DNB Boligkreditt	3 668	8,48%	2,83%
Møre Boligkreditt	349	0,81%	0,27%
Nordea Eiendomskreditt	2 117	4,89%	1,63%
Pluss Boligkreditt	627	1,45%	0,48%
Sparebank 1 Boligkreditt	1 052	2,43%	0,81%
Sparebank 1 Næringskreditt	149	0,34%	0,11%
Sparebanken Vest Boligkreditt	811	1,88%	0,63%
Sparebanken Øst Boligkreditt	825	1,91%	0,64%
Storebrand Boligkreditt	247	0,57%	0,19%
Sør Boligkreditt	247	0,57%	0,19%
Terra Boligkreditt	248	0,57%	0,19%
Finans, obligasjoner med fortrinnsrett	10 340	23,90%	7,97%

Aasen Sparebank	35	0,08%	0,03%
Arendal og Omegns Sparekasse	15	0,04%	0,01%
Aurskog Sparebank	124	0,29%	0,10%
Bamble og Langesund Sparebank	142	0,33%	0,11%
Bank 1 Oslo Akershus	124	0,29%	0,10%
Bank Norwegian	30	0,07%	0,02%
Bolig- og Næringskreditt	516	1,19%	0,40%
Bud, Fræna og Hustad Sparebank	51	0,12%	0,04%
DNB Bank	1 567	3,62%	1,21%
Eksporthfinans	1 033	2,39%	0,80%
Etne Sparebank	40	0,09%	0,03%
Evje og Hornnes Sparebank	54	0,13%	0,04%
Flekkefjord Sparebank	98	0,23%	0,08%
Førnebu Sparebank	50	0,12%	0,04%
Gjensidige Bank	102	0,24%	0,08%
Grong Sparebank	55	0,13%	0,04%
Haugesund Sparebank	103	0,24%	0,08%
Helgeland Sparebank	99	0,23%	0,08%
Hjartdal og Gransherad Sparebank	49	0,11%	0,04%
Hjelmeland Sparebank	76	0,18%	0,06%
Holla og Lunde Sparebank	248	0,57%	0,19%
Høland og Setskog Sparebank	74	0,17%	0,06%
Hønefoss Sparebank	49	0,11%	0,04%
Indre Sogn Sparebank	74	0,17%	0,06%
Klepp Sparebank	160	0,37%	0,12%
Klæbu Sparebank	78	0,18%	0,06%
Kragerø Sparebank	50	0,12%	0,04%
Kredittforeningen for Sparebanker	126	0,29%	0,10%
Landkreditt Bank	194	0,45%	0,15%
Lom og Skjåk Sparebank	65	0,15%	0,05%
Melhus Sparebank	90	0,21%	0,07%
Modum Sparebank	91	0,21%	0,07%
Nes Prestegjelds Sparebank	214	0,50%	0,17%
Nøtterø Sparebank	74	0,17%	0,06%
Opdals Sparebank	45	0,10%	0,03%
Orkdal Sparebank	100	0,23%	0,08%

NOTER

Utsteder	Markedsverdi i mill. kroner	Andel av norske obligasjoner	Andel av totalen
Pareto Bank	337	0,78%	0,26%
Rindal Sparebank	25	0,06%	0,02%
Aasen Sparebank	35	0,08%	0,03%
Arendal og Omegns Sparekasse	15	0,04%	0,01%
Aurskog Sparebank	124	0,29%	0,10%
Bamble og Langesund Sparebank	142	0,33%	0,11%
Bank 1 Oslo Akershus	124	0,29%	0,10%
Bank Norwegian	30	0,07%	0,02%
Bolig- og Næringskreditt	516	1,19%	0,40%
Bud, Fræna og Hustad Sparebank	51	0,12%	0,04%
DNB Bank	1 567	3,62%	1,21%
Eksporthfinans	1 033	2,39%	0,80%
Etne Sparebank	40	0,09%	0,03%
Evje og Hornnes Sparebank	54	0,13%	0,04%
Flekkefjord Sparebank	98	0,23%	0,08%
Førnebu Sparebank	50	0,12%	0,04%
Gjensidige Bank	102	0,24%	0,08%
Grong Sparebank	55	0,13%	0,04%
Haugesund Sparebank	103	0,24%	0,08%
Helgeland Sparebank	99	0,23%	0,08%
Hjartdal og Gransherad Sparebank	49	0,11%	0,04%
Hjelmeland Sparebank	76	0,18%	0,06%
Holla og Lunde Sparebank	248	0,57%	0,19%
Høland og Setskog Sparebank	74	0,17%	0,06%
Hønefoss Sparebank	49	0,11%	0,04%
Indre Sogn Sparebank	74	0,17%	0,06%
Klepp Sparebank	160	0,37%	0,12%
Klæbu Sparebank	78	0,18%	0,06%
Kragerø Sparebank	50	0,12%	0,04%
Kredittforeningen for Sparebanker	126	0,29%	0,10%
Landkreditt Bank	194	0,45%	0,15%
Lom og Skjåk Sparebank	65	0,15%	0,05%
Melhus Sparebank	90	0,21%	0,07%
Modum Sparebank	91	0,21%	0,07%
Nes Prestegjelds Sparebank	214	0,50%	0,17%
Nøtterø Sparebank	74	0,17%	0,06%
Opdals Sparebank	45	0,10%	0,03%
Orkdal Sparebank	100	0,23%	0,08%
Pareto Bank	337	0,78%	0,26%
Rindal Sparebank	25	0,06%	0,02%
Rørosbanken Røros Sparebank	100	0,23%	0,08%
Sandnes Sparebank	363	0,84%	0,28%
Santander Consumer Bank	100	0,23%	0,08%
Selbu Sparebank	25	0,06%	0,02%
Seljord Sparebank	35	0,08%	0,03%
Sparebank 1 Gruppen	208	0,48%	0,16%
Sparebank 1 Gudbrandsdal	25	0,06%	0,02%
SpareBank 1 SMN	1 309	3,03%	1,01%
SpareBank 1 SR-Bank	1 073	2,48%	0,83%
Sparebank 1 Telemark	49	0,11%	0,04%
Sparebanken Narvik	114	0,26%	0,09%
Sparebanken Pluss	104	0,24%	0,08%
Sparebanken Sogn og Fjordane	147	0,34%	0,11%
Sparebanken Sør	408	0,94%	0,31%
Sparebanken Vest	794	1,83%	0,61%
Sparebanken Øst	232	0,54%	0,18%
Spareskillingsbanken	35	0,08%	0,03%
Spydeberg Sparebank	31	0,07%	0,02%

NOTER

Utsteder	Markedsverdi i mill. kroner	Andel av norske obligasjoner	Andel av totalen
Storebrand Bank	397	0,92%	0,31%
Strømmen Sparebank	25	0,06%	0,02%
Surnadal Sparebank	75	0,17%	0,06%
Terra Boligkreditt	50	0,11%	0,04%
Terra Gruppen	35	0,08%	0,03%
Tinn Sparebank	98	0,23%	0,08%
Tolga-Os Sparebank	87	0,20%	0,07%
Totens Sparebank	74	0,17%	0,06%
Trøgstad Sparebank	70	0,16%	0,05%
Voss Veksel- og Landmandsbank	79	0,18%	0,06%
Finans, ordinære lån	12 598	29,13%	9,71%
Bolig- og Næringsbanken	196	0,45%	0,15%
DnBNOR Bank	398	0,92%	0,31%
Hol Sparebank	25	0,06%	0,02%
Klepp Sparebank	31	0,07%	0,02%
Kommunal Landspensjonskasse	862	1,99%	0,66%
Kvinesdal Sparebank	25	0,06%	0,02%
Sandnes Sparebank	99	0,23%	0,08%
SpareBank 1 Nord-Norge	120	0,28%	0,09%
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	98	0,23%	0,08%
Sparebanken Møre	93	0,22%	0,07%
Sparebanken Vest	338	0,78%	0,26%
Sparebanken Øst	75	0,17%	0,06%
Storebrand Livsforsikring	414	0,96%	0,32%
Voss Veksel- og Landmandsbank	29	0,07%	0,02%
Finans, ansvarlige lån	2 804	6,48%	2,16%
DnBNOR Bank	39	0,09%	0,03%
SpareBank 1 SMN	41	0,09%	0,03%
Finans, fondsobligasjoner	80	0,18%	0,06%
Agder Energi	298	0,69%	0,23%
Aker	76	0,18%	0,06%
Akershus Energi	95	0,22%	0,07%
Aker Solutions	281	0,65%	0,22%
Arendals Fossekompani	106	0,25%	0,08%
Austevoll Seafood	173	0,40%	0,13%
Avinor	140	0,32%	0,11%
Bergen Group	29	0,07%	0,02%
Bergenshalvøens Kommunale Kraftselskap	530	1,23%	0,41%
Blom	33	0,08%	0,03%
Boa Holding	78	0,18%	0,06%
Bonheur	60	0,14%	0,05%
Color Group	49	0,11%	0,04%
DOF	137	0,32%	0,11%
DOF Subsea	150	0,35%	0,12%
Eidsiva Energi	99	0,23%	0,08%
Eitzen Maritime Services	3	0,01%	0,00%
Energiselskapet Buskerud	226	0,52%	0,17%
Entra Eiendom	152	0,35%	0,12%
Felleskjøpet Agri	155	0,36%	0,12%
Fjellinjen	299	0,69%	0,23%
Fred Olsen Energy	84	0,19%	0,06%
Hafslund	328	0,76%	0,25%
Havila Shipping	35	0,08%	0,03%
I.M. Skaugen	36	0,08%	0,03%
Kollektivtransportproduksjon	131	0,30%	0,10%
Kongsberg Gruppen	219	0,51%	0,17%
Kverneland	77	0,18%	0,06%
Lyse Energi	25	0,06%	0,02%

NOTER

Utsteder	Markedsverdi i mill. kroner	Andel av norske obligasjoner	Andel av totalen
Morpol	34	0,08%	0,03%
Njord Gas Infrastructure	221	0,51%	0,17%
Norgesgruppen	78	0,18%	0,06%
Norsk Rikskringkasting	101	0,23%	0,08%
Norwegian Energy Company	78	0,18%	0,06%
Od fjell	40	0,09%	0,03%
Olav Thon Eiendomsselskap	173	0,40%	0,13%
Orkla	719	1,66%	0,55%
Oslo Bolig og Sparelag	174	0,40%	0,13%
Polarcus	54	0,12%	0,04%
Prosafe	144	0,33%	0,11%
Rem Offshore	23	0,05%	0,02%
Renewable Energy Corporation	51	0,12%	0,04%
Rieber & Søn	60	0,14%	0,05%
Schibsted	50	0,12%	0,04%
Seadrill	185	0,43%	0,14%
Sogn og Fjordane Energi	380	0,88%	0,29%
Solstad Offshore	137	0,32%	0,11%
Songa Offshore	76	0,18%	0,06%
Statkraft	1 092	2,52%	0,84%
Statoil	1 215	2,81%	0,94%
Stolt-Nielsen	150	0,35%	0,12%
Tafjord Kraft	249	0,58%	0,19%
Telenor	350	0,81%	0,27%
Tine	109	0,25%	0,08%
Trøndelag Bomveiselskap	81	0,19%	0,06%
TTS Group	31	0,07%	0,02%
Vardar	159	0,37%	0,12%
Wilhelm Wilhelmsen	409	0,95%	0,32%
Yara International	723	1,67%	0,56%
Industri, ordinære lån	11 449	26,47 %	8,82 %
Totalt norsk obligasjonsportefølje	43 254	100,00 %	33,32 %

Obligasjonsutstedere i den nordiske renteporteføljen per 31.12.11

Utsteder	Markedsverdi i mill. kroner	Andel av nordiske obligasjoner	Andel av totalen
Kongeriket Danmark	1 461	18,60 %	1,13 %
Kongeriket Sverige	873	11,12 %	0,67 %
Republikken Finland	640	8,16 %	0,49 %
Stat	2 974	37,88 %	2,29 %
FIH Erhvervsbank	3	0,04 %	0,00 %
Swedbank	79	1,00 %	0,06 %
Vestjysk Bank	45	0,57 %	0,03 %
Øresundskonsortiet	46	0,58 %	0,04 %
Statsforetak og statsgarantert	172	2,19 %	0,13 %
Gøteborg kommune	38	0,49 %	0,03 %
Municipality Finance	62	0,79 %	0,05 %
Sundsvall kommune	59	0,75 %	0,05 %
Kommune	160	2,03 %	0,12 %

NOTER

Utsteder	Markedsverdi i mill. kroner	Andel av nordiske obligasjoner	Andel av totalen
BRFKredit	35	0,44%	0,03%
Danske Bank	205	2,61%	0,16%
Landsforsakringar Hypotek	178	2,26%	0,14%
Landshypotek	46	0,58%	0,04%
Nordea Bank	87	1,11%	0,07%
Nordea Hypotek	218	2,78%	0,17%
Nordea Kredit Realkreditakties	45	0,58%	0,03%
Nykredit Realkredit	18	0,23%	0,01%
OP Mortgage Bank	98	1,25%	0,08%
Realkredit Danmark	119	1,52%	0,09%
Sampo Housing Loan Bank	42	0,54%	0,03%
Skandinaviska Enskilda Banken	43	0,55%	0,03%
Stadshypotek	511	6,51%	0,39%
Swedbank Hypotek	437	5,57%	0,34%
The Swedish Covered Bond Corp	153	1,95%	0,12%
Finans, obligasjoner med fortrinnsrett	2 236	28,49%	1,72%
Danish Ship Finance	331	0,40%	0,02%
Danske Bank	84	1,07%	0,06%
Investor	49	0,62%	0,04%
Nordea Bank	74	0,95%	0,06%
Nykredit Bank	38	0,49%	0,03%
Nykredit Realkredit	36	0,46%	0,03%
Pohjola Bank	40	0,51%	0,03%
Skandinaviska Enskilda Banken	42	0,54%	0,03%
Svenska Handelsbanken	186	2,37%	0,14%
Svensk Exportkreditt	10	0,13%	0,01%
Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag	66	0,84%	0,05%
Finans, ordinære lån	957	8,38%	0,51%
Nordea Bank	50	0,63 %	0,04 %
Nordea Bank Finland	46	0,58 %	0,04 %
Svenska Handelsbanken	9	0,12 %	0,01 %
Finans, ansvarlige lån	105	1,33 %	0,08 %
Danske Bank	21	0,27 %	0,02 %
Nordea Bank	32	0,41 %	0,02 %
Skandinaviska Enskilda Banken	58	0,73 %	0,04 %
Svenska Handelsbanken	51	0,65 %	0,04 %
Finans, fondsobligasjoner	162	2,07 %	0,12 %
Amer Sports	57	0,73 %	0,04 %
Arla Foods	69	0,89 %	0,05 %
Atlas Copco	16	0,21 %	0,01 %
Carlsberg	138	1,76 %	0,11 %
Dong Energy	34	0,43 %	0,03 %
Elisa Communications	24	0,31 %	0,02 %
Ericsson	21	0,26 %	0,02 %
Fortum	69	0,88 %	0,05 %
Itella	40	0,51 %	0,03 %
Kemijoki	62	0,79 %	0,05 %
Neste Oil	67	0,85 %	0,05 %
Sandvik	45	0,57 %	0,03 %
SCA Finans	87	1,10 %	0,07 %
Scania	28	0,35 %	0,02 %
Sponda	40	0,50 %	0,03 %
Stora Enso	5	0,06 %	0,00 %

NOTER

Utsteder	Markedsverdi i mill. kroner	Andel av nordiske obligasjoner	Andel av totalen
Tele Danmark	107	1,36 %	0,08 %
Teliasonera	66	0,84 %	0,05 %
TVO Power	88	1,12 %	0,07 %
UPM-Kymmene	5	0,06 %	0,00 %
Vattenfall	50	0,64 %	0,04 %
Volvo	141	1,79 %	0,11 %
Industri, ordinære lån	1 258	16,02 %	0,97 %
Dong Energy	92	1,17 %	0,07 %
Industri, ansvarlige lån	92	1,17 %	0,07 %
Electrolux	34	0,44 %	0,03 %
Andre	34	0,44 %	0,03 %
Totalt nordisk obligasjonsportefølje	7 850	100,00 %	6,05 %

NOTE 13 FINANSIELLE DERIVATER

Beløp i millioner kroner	Virkelig verdi		
	Eiendel	Gjeld	Netto eiendel (+)/gjeld (-)
Valutaderivater med motpart, fordring	76		
Valutaderivater med motpart, gjeld			
Sum valutaderivater	76	0	76
Rentebytteavtaler med motpart, fordring	1 438		
Rentebytteavtaler med motpart, gjeld		9	
Sum rentebytteavtaler	1 438	9	1 429
Sum finansielle derivater under ISDA, fordring	1 514		
Sum finansielle derivater under ISDA, gjeld		9	
Netto finansielle derivater under ISDA, eiendel (+)/gjeld (-)			1 505

Valutahandler

Det er i 2011 benyttet valutaswapper og valutaterminer (i tillegg til rene spothandler) i valutastyringen av 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 31.12.11

Beløp i millioner kroner	Nominell sikring mot	Markedsverdi,
	NOK	NOK
USD/NOK	2 657	25
EUR/NOK	9 416	50
GBP/NOK	180	
SEK/NOK	343	1
EUR/SEK	-6	
USD/DKK	33	
SEK/DKK	26	
Sum	12 649	76

NOTER

Rentebytteavtaler

Det er i 2011 benyttet rentebytteavtaler i styringen av renterisikoen til Statens pensjonsfond Norge. Ved en rentebytteavtale inngår man en avtale om å betale (motta) en flytende rente og motta (betale) en fast rente for en gitt periode.

Løpetidsintervaller for rentebytteavtaler per 31.12.11

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>0-2 år</i>	<i>2-4 år</i>	<i>4-6 år</i>	<i>6-10 år</i>	<i>10-15 år</i>	<i>15-30 år</i>	<i>Nominell verdi, NOK*</i>
NOK	3 930	1 860	1 630	3 835	400		11 655
EUR	2 841	5 357	3 165	3 548			14 911
USD	2 543	5 490	766	895	1 295	715	11 704
GBP	342		448		264	505	1 559
Sum	9 656	12 707	6 009	8 278	1 959	1 220	39 829

* Basert på valutakurs 31.12.11

ISDA og netting

Folketrygdfondet er den juridiske motpart overfor banker når bl.a. valutaderivater og rentebytteavtaler som brukes i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond inngås. Folketrygdfondet har inngått ISDA-avtaler med alle motparter det er inngått valutaderivater og rentebytteavtaler 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. Balanseføringsen for Statens pensjonsfond Norge er gjort uavhengig av fortegnet på nettoposisjon for Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond samlet mot aktuell motpart. Balanseføringsen er således gjennomført for å vise status dersom Statens pensjonsfond Norge var en egen juridisk enhet.

Det er inngått tilleggskontrakter til ISDA (Credit Support Annex) som innebærer sikkerhetsstillelse, det vises til note 15 b for mer informasjon.

NOTE 14 FORDRINGER OG ANNEN GJELD

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>2011</i>	<i>2010</i>
Uoppgjorte verdipapirhandler	10	472
Påløpt utbytte	5	
Sum fordringer	15	472

	<i>2011</i>	<i>2010</i>
Utlån obligasjoner (Repo)	2 024	566
Uoppgjorte verdipapirhandler	80	1
Diverse gjeld	21	5
Sum annen gjeld	2 125	572

NOTE 15 GJENKJØPSAVTALER, SIKKERHETSSTILLELSE OG UTLÅN AV VERDIPAPIRER

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

15 a Gjenkjøpsavtaler (Repo)

Folketrygdfondet gjennomfører gjenkjøpsavtaler som ledd i likviditetsstyringen og for å skape merverdier for Statens pensjonsfond Norge. Gjenkjøpsavtaler inngått i 2011 har vært gjennomført med norske statsobligasjoner.

Kortsiktig innlån

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>2011</i>	<i>2010</i>
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	2 024	566

NOTER

15 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 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 eurobank-innskudd. Plasseringen inngår i balansen i linjen for bankinnskudd.

Ingen av motpartene hadde per 31.12.11 valgt å stille verdipapirer som sikkerhet.

Mottatt sikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>2011</i>	<i>2010</i>
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater	1 398	772
Mottatt sikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater	1 398	772

15 c Utlån av verdipapirer og sikkerhetsstillelse for utlån

Folketrygdfondets utlån av verdipapirer (aksjer) er i balansen ikke tatt ut 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 2011 var markedsverdien av de utlånte aksjene 3,3 milliarder kroner.

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

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, der det er avtalt at kontanter skal stilles som sikkerhet. I utlånsavtaler hvor det er avtalt at sikkerhet skal stilles i form av verdipapirer, er det inngått avtale med J.P. Morgan om innkreving og oppbevaring av stilt sikkerhet (tri-party).

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 plassert i eurobank-innskudd. Plasseringen inngår i balansen i linjen for bankinnskudd. Stilt sikkerhet i form av verdipapirer er ikke tilgjengelig for Folketrygdfondet før ved konkurs hos motpart og innebærer ingen risiko knyttet til verddivurderinger for Statens pensjonsfond Norge for den underliggende verdien av stilt sikkerhet, og er derfor ikke tatt med i balansen.

Mottatt sikkerhet knyttet til utlånte verdipapirer

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>2011</i>	<i>2010</i>
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til utlånte verdipapirer	3 416	3 252
Mottatt verdipapirer som sikkerhet	38	
Mottatt sikkerhet knyttet til utlånte verdipapirer	3 454	3 252

15 d Mottatt kontantsikkerhet

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>2011</i>	<i>2010</i>
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater	1 398	772
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til utlånte verdipapirer	3 416	3 252
Mottatt kontantsikkerhet	4 814	4 024

NOTER

15 e Mottatte verdipapirer som sikkerhet

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2011	2010
Mottatte verdipapirer som sikkerhet knyttet til utlånte verdipapirer	38	
Mottatte verdipapirer som sikkerhet	38	0

NOTE 16 FINANSIELL RISIKO, MÅL OG STYRING

Folketrygdfondets mål ved styring av finansiell risiko er å sørge for at Statens pensjonsfond Norge oppnår den eksponering som Finansdepartementet gjennom referanseindeks har spesifisert, og at forvaltningen holder seg innenfor fastsatte risikorammer. Finansiell risiko er en konsekvens av de markeder midlene til Statens pensjonsfond Norge investeres i.

Statens pensjonsfond Norge er eksponert mot markedsrisiko (inkludert valutarisiko, renterisiko og prisrisiko), kreditt-risiko og likviditetsrisiko som oppstår som følge av verdipapirer og finansielle instrumenter i porteføljen.

Organisering

Styret påser at det er betryggende styring av finansiell risiko i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og har fastsatt prinsipper for risikostyring og mandat til adm. direktør, som nærmere spesifiserer dette. Gjennom organisering av virksomheten er det etablert arbeidsdeling mellom forvalterdelen av organisasjonen og kontrollerende funksjoner.

Måling og rapportering av finansiell risiko

Finansiell risiko for Statens pensjonsfond Norge måles på flere måter og med ulike metoder. Det fokuseres både på tap som kan forventes å oppstå i normale markeder og på verdiendringer som er estimater basert på statistiske metoder. Måling og kontroll av finansiell risiko er primært utformet for å måle ulike typer finansiell risiko i forhold til rammer fastsatt av Finansdepartementet, styret eller adm. direktør. Fastsatte rammer reflekterer mandatet fra Finansdepartementet og det risikonivået som Finansdepartementet, styret eller adm. direktør oppfatter som riktig.

Risikoreduksjon

Statens pensjonsfond Norges risikotoleranse er reflektert i mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond fastsatt av Finansdepartementet og i Investeringsmandat for Statens pensjonsfond Norge fastsatt av styret.

Derivater og andre instrumenter brukes for å oppnå ønsket risikoeksponering.

Før posisjoner inngås, inkludert derivattransaksjoner, vurderes risikoprofilen opp mot ønsket økonomisk risiko.

Derivater brukes delvis for å unngå uønsket økonomisk risiko og delvis for å oppnå (immunisere) risikonivået som er spesifisert i referanseindeks og mandater.

Konsentrasjon av finansiell risiko

Konsentrasjon av finansiell risiko som er vist i note 17, viser eksponering mot relevant risikokategori som løpetid, kreditt-løpetid, valuta og bransje. Konsentrasjon av finansiell risiko oppstår når finansielle instrumenter er utstedt av samme utsteder (for instrumenter inngått direkte mot samme motpart), eller hvor gruppe av utstedere driver beslektet aktivitet (bransje), eller hvor verdipapirer har økonomiske karakteristika som vil medføre om lag lik verdiutvikling ved endring i økonomiske eller andre forhold. Konsentrasjon av likviditetsrisiko kan oppstå som følge av betalingsforpliktelse på finansielle eiendeler (obligasjonslån), kilder til belåning eller som følge av forhold i markeder hvor finansielle eiendeler realiseres. Konsentrasjon av valutarisiko kan oppstå i situasjoner hvor Statens pensjonsfond Norge har en betydelig åpen (usikret) netto posisjon mot en fremmed valuta, eller gruppe av valutaer som tendere til å bevege seg i takt.

Mandatet til Statens pensjonsfond Norge spesifiserer en referanseindeks som i seg selv innebærer betydelig konsentrasjon mot selskaper, bransjer og valuta. Gjennom fastsettelse av en ramme for forventet relativ volatilitet innebærer mandatet at slik konsentrasjon er ønskelig. For å redusere konsentrasjon eller unngå uønsket konsentrasjon er det fastsatt rammer for konsentrasjon eller avvik fra referanseindeksens konsentrasjon.

NOTE 17 MARKEDSRISIKO FINANSIELLE INSTRUMENTER

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 (kursjer). I oppfølgingen og målingen av markedsrisiko opereres det med flere begreper.

NOTER

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 mandatet for 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.

Svært mye av markedsrisikoen til Statens pensjonsfond Norge er bestemt av markedsrisikoen til referanseindeksen. 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 referanseindeksen. Absolutt volatilitet er beregnet som standardavviket til tidsserien for avkastning i den oppgitte periode. Relativ volatilitet er beregnet som standardavviket til differanseavkastningen (porteføljens avkastning – referanseindeksens avkastning). De beregnede standardavvikene er annualiserte.

Tabell 17.1**Absolutt volatilitet per 31.12.11 målt som standardavvik i prosent**

	<i>Forventet</i>	<i>Historisk</i>			
		<i>52 uker</i>	<i>36 mnd</i>	<i>60 mnd</i>	<i>120 mnd</i>
Statens pensjonsfond Norge	16,7	15,4	11,4	15,2	10,1
Norsk aksjeportefølje	30,3	28,6	20,5	28,8	23,3
Nordisk aksjeportefølje	22,6	28,2	19,7	21,7	21,0
Norsk renteportefølje	3,2	3,0	2,4	2,9	2,5
Nordisk renteportefølje	9,6	6,1	7,8		

Tabell 17.2**Absolutt volatilitet per 31.12.10 målt som standardavvik i prosent**

	<i>Forventet</i>	<i>Historisk</i>			
		<i>52 uker</i>	<i>36 mnd</i>	<i>60 mnd</i>	<i>120 mnd</i>
Statens pensjonsfond Norge	21,5	11,9	16,4	14,7	9,7
Norsk aksjeportefølje	35,5	22,2	31,1	28,5	23,7
Nordisk aksjeportefølje	25,6	13,4	22,0	21,4	21,8
Norsk renteportefølje	3,2	2,7	2,8	2,8	2,5
Nordisk renteportefølje	9,8	7,1	9,3		

Tabell 17.3**Relativ volatilitet per 31.12.11 målt som standardavvik i prosent**

	<i>Forventet</i>	<i>Historisk</i>			
		<i>52 uker</i>	<i>36 mnd</i>	<i>60 mnd</i>	<i>120 mnd</i>
Statens pensjonsfond Norge	0,7	0,8	1,1	1,8	1,4
Norsk aksjeportefølje	1,3	1,2	2,1	3,3	3,3
Nordisk aksjeportefølje	1,3	1,1	1,5	2,2	1,4
Norsk renteportefølje	0,9	1,0	0,9	1,1	1,1
Nordisk renteportefølje	0,3	0,3	0,8		

Tabell 17.4**Relativ volatilitet per 31.12.10 målt som standardavvik i prosent**

	<i>Forventet</i>	<i>Historisk</i>			
		<i>52 uker</i>	<i>36 mnd</i>	<i>60 mnd</i>	<i>120 mnd</i>
Statens pensjonsfond Norge	1,0	0,9	1,9	1,8	1,5
Norsk aksjeportefølje	1,8	1,9	3,5	3,9	3,7
Nordisk aksjeportefølje	1,2	0,8	2,4	2,1	1,4
Norsk renteportefølje	0,8	0,6	1,1	1,0	1,0
Nordisk renteportefølje	0,4	0,3	0,9		

NOTER

Historisk volatilitet tar utgangspunkt i ukentlige observasjoner for siste 52 uker og månedlige observasjoner 3, 5 og 10 år tilbake i tid.

Forventet volatilitet er beregnet ved hjelp av systemet RiskMetrics RiskManager3 fra MSCI. 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 31.12.11. 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 31.12.11.

En forventet relativ volatilitet på 0,7 prosentpoeng for Statens pensjonsfond Norge ved utgangen av 2011 innebærer, under gitte forutsetninger, at avkastningen til porteføljen med den sammensetning porteføljen og referanseindeksen hadde 31.12.11, forventes å variere med mindre enn 0,7 prosentpoeng fra referanseindeksens avkastning i 2 av 3 år. I 1 av 3 år forventes avkastningen å variere med mer enn 0,7 prosentpoeng fra referanseindeksens avkastning.

En styrke med risikomodeller knyttet til volatilitet er at risiko estimeres (forventet) eller måles historisk for hele eller deler av porteføljen og blir uttrykt gjennom et enkelt tall, som også hensyntar samvariasjon på tvers av papirer, sektorer og porteføljer. Modellbaserte risikoestimer som baserer seg på historiske observasjoner, har gode prognoseevner i normale markeder. I perioder hvor risikoegenskapene til verdipapirer endres, eller samvariasjonen mellom verdipapirer eller markeder endres, er slike risikoestimer mindre pålitelige. Forventet volatilitet er punkttestimat som sier lite om samlet risikoprofil, herunder halerisiko. For å veie opp mot disse svakhetene måles markedsrisiko ved flere metoder, og Folketrygdfondet bruker også stresstester for å illustrere effekten av særskilte historiske eller konstruerte hendelser.

Konsentrasjonsrisiko

Statens pensjonsfond Norge største totalposisjoner mot enkeltutstedere (inkludert eksponering mot motparter) er vist i tabell 17.5:

Tabell 17.5

Konsentrasjon mot enkeltutstedere

Beløp i millioner kroner	Motparts-		Mottatt sikkerhet	Sum
	Aksjer	Obligasjoner		
Statoil	16 764	1 215		17 979
DnB konsern	5 120	5 672	982	11 181
Telenor	7 597	350		7 947
Kongeriket Norge		5 985		5 985
Yara International	4 545	723		5 268
Seadrill	4 972	185		5 157
Orkla	4 134	719		4 853
Subsea 7	3 498			3 498
Nordea konsern	568	2 670	3 476	3 306
Norsk Hydro	2 477			2 477
Sum 10 største utstedere	49 675	17 519	4 458	67 520
Sum 10 største utstedere i prosent				51 %

Tabellen viser de største eksponeringene Statens pensjonsfond Norge har mot ulike enkeltutstedere. Selskap som inngår i samme konsern, er i tabellen vist sammen, uavhengig av om konsernet er bygd opp i ulike juridiske selskaper med eller uten garantiordninger innenfor konsernet. Obligasjoner med fortrinnsrett er inkludert i kolonnen for obligasjoner. I de tilfeller hvor nettingavtaler er etablert er mottatt sikkerhet fratrukket totalsummen, men bare for den del av mottatt sikkerhet som nettingavtalen gjelder.

Renterisiko

Verdien av Statens pensjonsfond Norge er følsom for endringer i rentenivået. I forvaltningen fokuseres det på avvik mellom porteføljen og referanseindeksen for ulike løpetider for rentebinding.

Renterisiko oppstår som følge av investeringer i obligasjoner, rentebytteavtaler og fra kontantsikkerhetsstillelse og gjenkjøpsavtaler. En større del av den norske renteporteføljen er plassert i lån som betaler flytende rente. Som følge av at renteindeksen inneholder lån med fast langsiktig rente, er det inngått rentebytteavtaler for å oppnå like lang renteeksponering som referanseindeksen. I rentebytteavtalene er det derfor gjennomgående slik at det avtales å bytte kortsiktig rente mot å motta en fast langsiktig rente. Forpliktelser i form av stilt kontantsikkerhet og gjenkjøpsavtaler har gjennomgående helt kort rentebinding.

NOTER

Tabell 17.6 og 17.7 viser sensitiviteten for resultatet til Statens pensjonsfond Norge for et enkelt år ved endring i rentenivået på ett prosentpoeng. Nivået på ett prosentpoeng er valgt som følge av at det anses som et godt anslag på mulig skifte av rentenivå for et kalenderår, når hensikten er å vise sensitivitet for endring i rentenivå. Beregningene tar utgangspunkt i en tenkt situasjon hvor alle renter beveger seg hhv. opp eller ned. Beregningene er gjort med utgangspunkt i posisjonene per 31.12 og markedsrenter på samme tidspunkt.

Sensitivitet for resultatet kan deles opp i to elementer:

- Netto renteinntekt for ett år, basert på andelen verdipapirer med flytende rente ved slutten av rapporteringsperioden og endring i renteinntekt fra reinvestering av de verdipapirer som forfaller gjennom året (tabell 17.6).
- Endring i verdi på rapporteringstidspunktet, basert på en reevaluering av verdien av verdipapirer med fastrente (tabell 17.7).

I praksis vil faktisk oppnådd resultat kunne avvike fra oversikten i sensitivitetsanalysen.

Tabell 17.6

Endring (sensitivitet) i renteinntekt:

Beløp i millioner kroner	Norsk renteportefølje		Nordisk renteportefølje		Totalt	
	Oppgang	Nedgang	Oppgang	Nedgang	Oppgang	Nedgang
Norske kroner	219	-219			219	-219
Svenske kroner						
Danske kroner						
Euro	-133	133	1	-1	-132	132
Britiske pund	-11	11			-11	11
Amerikanske dollar	-69	69			-69	69
Totalt	6	-6	1	-1	7	-7

Tabell 17.7

Endring (sensitivitet) for verdsettelse av investeringer:

Beløp i millioner kroner	Norsk renteportefølje		Nordisk renteportefølje		Totalt	
	Oppgang	Nedgang	Oppgang	Nedgang	Oppgang	Nedgang
Norske kroner	-621	666			-621	666
Svenske kroner	-1	1	-96	102	-97	104
Danske kroner			-101	112	-101	112
Euro	-673	645	-125	116	-799	761
Britiske pund	-108	121	-8	11	-116	133
Amerikanske dollar	-430	441	-29	26	-458	467
Totalt	-1 834	1 875	-358	367	-2 192	2 242

Sensitivitetsoversikten i tabell 17.6 og 17.7 viser effekten for verdsettelse og resultat forutsatt at alle andre variabler holdes konstante. Tabell 17.6 viser at endring i renteinntekt for den norske renteporteføljen er positiv for norske kroner, mens den er negativ for utenlandsk valuta. Årsaken til dette er at renteindeksens eksponering i fremmed valuta mot langsiktig fastrente, i porteføljen delvis er gjenskapet ved rentebytteavtaler hvor Statens pensjonsfond Norge betaler kortsiktig rente og mottar fastrente. Det er løpende betaling av den kortsiktige renten i slike rentebytteavtaler som gir opphav til den negative endringen i renteinntekt. Ved renteendring i alle valutaer, inkludert norske kroner, er endringen i renteinntekt liten. I tabell 17.7 er verdiendringen som følge av renteendring vist. Ved oppgang i rentenivået reduseres verdien, og motsatt ved en nedgang i rente økes verdien.

Følgende tabell viser eksponering mot renterisiko. Eiendeler og gjeld er klassifisert som i note 10, og er kategorisert på det tidligste av renteregulering og forfall:

NOTER

Tabell 17.8
Eksponering mot rentebinding

Beløp i millioner kroner	0-6 måneder	6-12 måneder	1-2 år	2-3 år	3-5 år	5-7,5 år	7,5 år og lengre	Ikke rentebærende	Sum
Eiendeler									
Norsk renteportefølje	2 158	1 740	7 428	2 605	17 207	7 884	5 937	3	44 963
Nordisk renteportefølje	155	42	944	1 607	2 427	1 576	1 149		7 900
Norsk aksjeportefølje	225							66 711	66 936
Nordisk aksjeportefølje	192							11 628	11 820
Sikkerhetsstillelse	4 812								4 812
Annet									
Sum eiendeler	7 543	1 782	8 372	4 212	19 634	9 461	7 086	78 342	136 431
Gjeld									
Norsk renteportefølje	1 908						125		2 033
Nordisk renteportefølje									
Norsk aksjeportefølje	78								78
Nordisk aksjeportefølje									
Sikkerhetsstillelse	4 816								4 816
Annet	21								21
Sum gjeld	6 823	0	0	0	0	0	125	0	6 948
Totalt rentesensitivitetsgap	720	1 782	8 372	4 212	19 634	9 461	6 961	78 342	129 483

Eksponeringen i tabell 17.8 er for rentebytteavtaler vist ved at hver rentebytteavtale er delt inn i to tenkte obligasjoner (underliggende verdi) med hhv. kort flytende rente og lang fast rente. Som følge av at det er avtalt netting mot den enkelte motpart, er rentebytteavtaler vist samlet hhv. som eiendel for forretninger mot fire motparter og som gjeld mot en motpart. Aksjer er vist som ikke-rentebærende instrumenter. En mindre del av eiendeler og gjeld med rentebinding o-6 måneder er i realiteten uten rente (uoppgjorte handler).

Valutakursrisiko

Valutakursrisiko er risiko knyttet til at verdien av finansielle instrumenter vil endres som følge av endringer i valutakurs. Statens pensjonsfond Norge er investert i verdipapirer som er utstedt i og omsettes i annen valuta enn norske kroner. Som følge av dette vil verdien av Statens pensjonsfond Norge endres positivt eller negativt som følge av endringer i valutakurs og verdien er følgelig utsatt for valutakursrisiko.

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 referanseindeksen, i form av en grense for minste overlapp for valutasammensetningen på 99 prosent, før denne skal utlignes.

Folketrygdfondet bruker valutaswapper og valutaterminavtaler for å styre valutarisikoen. Investeringene i verdipapirer notert i fremmed valuta i den norske renteporteføljen valutasikres mot norske kroner. Investeringene i de to nordiske porteføljene valutasikres ikke mot norske kroner, men det benyttes valutasikringsforretninger for å utligne ulik valutaeksponering i den aktive forvaltningen for å oppnå lik valutasammensetning som referanseindeksen.

I tabell 17.9 er sensitiviteten for resultat og verdsettelse vist for en relevant mulig endring i valutakurs (lik ett standardavvik for valutakurs mot norske kroner) for monetære poster (ikke inkludert aksjeinvesteringer), basert på beholdningen 31.12. Sensitivitetsoversikten viser effekten for verdsettelse og resultat forutsatt at alle andre variabler holdes konstante.

Tabell 17.9
Sensitivitet for valutakursendring monetære poster

Valuta	Endring i valutakurs	Norsk renteportefølje	Nordisk renteportefølje	Norsk aksjeportefølje	Nordisk aksjeportefølje	Sikkerhetsstillelse	Totalt
SEK	7 %	0,4	179,8		3,4		183,7
DKK	8 %		137,6		9,3		146,9
EUR	8 %	0,9	234,9		2,2	-0,3	237,6
GBP	11 %	0,8	14,4				15,2
USD	15 %	11,6	81,6				93,2

NOTER

I tabell 17.10 er sensitiviteten for resultat og verdsettelse vist for en relevant mulig endring i valutakurs (lik ett standardavvik for valutakurs mot norske kroner) for både monetære poster (ikke inkludert aksjeinvesteringer) og ikke-monetære poster (inkludert aksjeinvesteringer), basert på beholdningen 31.12. Sensitivitetsoversikten viser totaleffekten for verdsettelse og resultat forutsatt at alle andre variabler holdes konstante.

Tabell 17.10
Sensitivitet for valutakursendring, alle poster

Valuta	Endring i valutakurs	Norsk renteportefølje	Nordisk renteportefølje	Norsk aksjeportefølje	Nordisk aksjeportefølje	Sikkerhetsstillelse	Totalt
SEK	7 %	0,4	179,8		526,3		706,6
DKK	8 %		137,6		175,1		312,7
EUR	8 %	0,9	234,9		169,0	-0,3	404,4
GBP	11 %	0,8	14,4				15,2
USD	15 %	11,6	81,6				93,2

I tabell 17.11 er eksponeringen for Statens pensjonsfond Norge mot valutakurs for monetære poster vist:

Tabell 17.11
Eksponering mot fremmed valuta, monetære poster

Eiendeler	Svenske kroner	Danske kroner	Euro	Britiske pund	Amerikanske dollar	Sum fremmed valuta
Norsk renteportefølje	6		20	7	77	110
Nordisk renteportefølje	2 569	1 720	2 936	131	544	7 900
Norsk aksjeportefølje						
Nordisk aksjeportefølje	49	116	27			192
Sikkerhetsstillelse				4 812		4 812
Annet						
Sum eiendeler	2 624	1 836	7 795	138	621	13 014
Gjeld						
Norsk renteportefølje			9			9
Nordisk renteportefølje						
Norsk aksjeportefølje						
Nordisk aksjeportefølje						
Sikkerhetsstillelse				4 816		4 816
Annet						
Sum gjeld	0	0	4 825	0	0	4 825
Total eksponering	2 624	1 836	2 970	138	621	8 189

NOTER

I tabell 17.12 er eksponeringen for Statens pensjonsfond Norge mot valutakurs for alle poster (både monetære og ikke-monetære poster) vist:

Tabell 17.12
Eksponering mot fremmed valuta, alle poster

Eiendeler						Sum
	Svenske kroner	Danske kroner	Euro	Britiske pund	Amerikanske dollar	fremmed valuta
Beløp i millioner kroner						
Norsk renteportefølje	6		20	7	77	110
Nordisk renteportefølje	2 569	1 720	2 936	131	544	7 900
Norsk aksjeportefølje						
Nordisk aksjeportefølje	7 519	2 189	2 112			11 820
Sikkerhetsstillelse			4 812			4 812
Annet						
Sum eiendeler	10 094	3 909	9 880	138	621	24 642
Gjeld						
Norsk renteportefølje			9			9
Nordisk renteportefølje						
Norsk aksjeportefølje						
Nordisk aksjeportefølje						
Sikkerhetsstillelse			4 816			4 816
Annet						
Sum Gjeld	0	0	4 825	0	0	4 825
Totalt eksponering	10 094	3 909	5 055	138	621	19 817

Aksjerisiko

Aksjerisiko er risiko for verdiendring som følge av investeringer i aksjer. Gjennom referanseindeksen og ramme for forventet relativ volatilitet har Finansdepartementet definert et nivå for aksjerisiko som bæres av oppdragsgiver. Gjennom å fastsette et mål for minste sammenfall på 60 prosent for de to aksjeporteføljene har Folketrygdfondets styre satt ytterligere ramme for avvik fra referanseindeksens sammensetning.

I tabell 17.13 er sensitiviteten for resultat og verdsettelse vist for en relevant mulig endring i aksjemarkedene (lik ett standardavvik for hver av de fire aksjemarkedene), basert på beholdningen 31.12. Sensitivitetsoversikten viser effekten for verdsettelse og resultat forutsatt at alle andre variabler holdes konstante. I praksis vil faktisk oppnådd resultat kunne avvike fra resultatene i sensitivitetsanalysen.

Tabell 17.13
Sensitivitetsanalyse for endring i aksjemarkeder

Aksjemarked, beløp i millioner kroner	Endring	Norsk rente- portefølje	Norsk aksje- portefølje	Nordisk aksje- portefølje	Totalt
Norge	-30 %	-1	-20 154		-20 155
Sverige	-27 %			-2 121	-2 121
Danmark	-18 %			-370	-370
Finland	-27 %			-524	-524

I tabell 17.14 er konsentrasjonen i aksjerisiko vist for geografisk fordeling (basert på hvilken børss referanseindeksen inkluderer selskaper som ikke er primærnotert på en av de nordiske børsene).

Tabell 17.14
Aksjer fordelt på land

Beløp i millioner kroner	Norsk rente- portefølje	Norsk aksje- portefølje	Nordisk aksje- portefølje	Totalt
Norge	3	66 711		66 714
Sverige			7 496	7 496
Danmark			2 073	2 073
Finland			2 059	2 059
Totalt	3	66 711	11 628	78 342

NOTER

I tabell 17.15 er konsentrasjonen i aksjerisiko vist for bransjer:

Tabell 17.15
Aksjer fordelt på bransjer

Beløp i millioner kroner	Norsk rente- portefølje	Norsk aksje- portefølje	Nordisk aksje- portefølje	Totalt
Energi		31 248	171	31 419
Materialer		7 058	735	7 793
Industri	3	7 135	3 190	10 328
Forbruksvarer		3 506	1 249	4 755
Konsumentvarer		1 106	283	1 390
Helsevern		484	1 735	2 219
Finansielle tjenester		7 964	2 281	10 245
Informasjonsteknologi		557	1 078	1 635
Telekommunikasjon		7 597	661	8 258
Forsyningsselskaper		56	245	301
Totalt	3	66 711	11 628	78 342

NOTE 18 KREDITT- OG MOTPARTSRISIKO

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risiko knyttet til at utstedere av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. For Statens pensjonsfond Norge oppstår kredittrisiko delvis som følge av Finansdepartementets valg av referanseindeks og delvis som følge av Folketrygdfondets aktive forvaltning.

For å begrense tap som følge av kredittrisiko har Folketrygdfondet 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 referanseindeksen som Finansdepartementet har fastsatt. En stor del av de norske utstederne i porteføljen har ikke slik rating. I slike tilfeller fastsettes det en intern rating basert på input fra ulike kilder, herunder programvare innkjøpt fra Moody's KMV.

Tabell 18.1
Obligasjonslån fordelt etter rating*

Beløp i millioner kroner	2011			2010		
	Norsk rente- portefølje	Nordisk rente- portefølje	Sum	Norsk rente- portefølje	Nordisk rente- portefølje	Sum
AAA/Aaa - stat	5 983	3 019	9 001	4 598	1 816	6 415
AAA/Aaa - privat	9 317	2 383	11 700	2 054	712	2 765
AA/Aa	2 041	450	2 491	1 527	1 102	2 629
A	9 410	734	10 144	15 299	1 991	17 289
BBB/Baa	10 910	1 005	11 915	11 981	719	12 700
BB/Ba	4 069	260	4 329	1 641	130	1 771
B	1 104		1 104	1 151		1 151
Lavere	421		421	173		173
Ingen vurdering						
Sum	43 254	7 850	51 105	38 424	6 470	44 894

* Det er hhv. 65,6 prosent (52,5 prosent per 31.12.10) av obligasjonene i den norske renteporteføljen som har rating fra et av de internasjonale ratingbyråene (S&P, Moody's, Fitch) og 99,5 prosent (95,8 prosent per 31.12.10) av obligasjonene i den nordiske obligasjonsporteføljen. I tilfeller hvor lånet 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 lånet ikke har rating, benyttes utsteders rating. I tilfeller hvor hverken lånet eller låntager 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 den norske renteporteføljen er det obligasjonslån utstedt av i alt 40 låntagere (22 låntagere per 31.12.10) som ikke har «investment grade». Det tilsvarende antallet i den nordiske renteporteføljen er 7 låntagere (8 låntagere per 31.12.10).

NOTER

Det er i alt 9 utstedere (6 utstedere per 31.12.10) i den norske renteporteføljen med en lavere kredittvurdering enn B. I ett av disse, Eitzen Maritime Services, ble opprinnelig obligasjonslån høsten 2011 konvertert til egenkapital i selskapet. Statens pensjonsfond Norge investerte samtidig (sammen med andre investorer) i et nytt mindre lån, som ledd i den restrukturering av selskapets finansiering som ble gjennomført. Virkelig verdi for verdipapirer utstedt av denne utstederen var per 31.12.11 på 6 millioner kroner, hvorav 3 millioner kroner i aksjer og 3 millioner kroner i obligasjoner.

En annen utsteder med kredittvurdering lavere enn B er Blom, som ved inngangen til året hadde fått midlertidig fritak fra enkelte klausuler i låneavtalen. Som ledd i restruktureringen av dette selskapets kapital ble det i første halvår gjennomført en egenkapitalemisjon. I forbindelse med restruktureringen av selskapets kapital garanterte og investerte Folketrygdfondet på vegne av Statens pensjonsfond Norge også i et nytt obligasjonslån som ved konkurs har prioritet foran gammelt obligasjonslån. Restruktureringen innebærer også at rentebetaling på det gamle obligasjonslånet for en definert periode skjer i form av utstedelse av nye obligasjoner. Virkelig verdi for obligasjoner utstedt av denne utsteder var 33 mill. kroner per 31.12.11.

Per 31.12.11 var det ingen andre låntagere som hadde fått midlertidige fritak fra enkelte klausuler i låneavtalene.

I tabell 18.2 er konsentrasjonen av obligasjonslån vist for ulike sektorer:

Tabell 18.2
Obligasjonslån per sektor

Beløp i millioner kroner	Norsk	Nordisk	Sum
	obligasjons- portefølje	obligasjons- portefølje	
Stat	5 983	2 974	8 957
Statsforetak og statsgarantert		172	172
Kommune		160	160
Finans, obligasjoner med fortrinnsrett	10 340	2 236	12 576
Finans, ordinære lån	12 598	657	13 255
Finans, ansvarlige lån	2 804	105	2 909
Finans, fondsobligasjoner	80	162	242
Industri, ordinære lån	11 449	1 258	12 707
Industri, ansvarlige lån		92	92
Andre		34	34
Sum obligasjoner og sertifikater	43 254	7 850	51 104

Følsomhet kredittmargin

Kredittvurdering målt ved karakterskalaen som er brukt i tabell 18.1 sier noe om i hvilken grad porteføljen er utsatt for kreditteksponering. Ved endring i kredittspreaden (marginen mellom renten på kredittobligasjoner og statsobligasjoner) vil prisen endre seg mer desto lengre løpetiden på lånene er. Verdien av Statens pensjonsfond Norge er derfor følsom for endringer i kredittmarginer. Tabell 18.3 viser sensitiviteten for Statens pensjonsfond Norge ved endring i kredittmarginer på ett prosentpoeng. Beregningene tar utgangspunkt i en tenkt situasjon hvor alle kredittpåslag beveger seg like mye. Beregningene er gjort med utgangspunkt i posisjonene per 31.12 og markedsrenter på samme tidspunkt. Tabell 18.3 er sammenlignbar med tabell 17.7 i note 17 om markedsrisiko.

Tabell 18.3
Endring (sensitivitet) for verdsettelse av obligasjoner som følge av endring i kredittspread:

Beløp i millioner kroner	Norsk		Nordisk		Totalt	
	renteportefølje		renteportefølje			
	Oppgang	Nedgang	Oppgang	Nedgang	Oppgang	Nedgang
Norske kroner	-868	884			-868	884
Svenske kroner	-16	15	-48	50	-64	66
Danske kroner			-10	10	-10	10
Euro	-401	399	-96	98	-497	497
Britiske pund			-9	9	-9	9
Amerikanske dollar	-111	119	-31	31	-142	150
Totalt	-1 395	1 418	-195	198	-1 590	1 616

Et mål på gjennomsnittlig kredittløpetid er kredittdurasjon. Kredittdurasjonen til de to porteføljene var per 31.12.11 hhv. 2,9 år (3,0 år per 31.12.10) for kredittobligasjonene i den norske obligasjonsporteføljen 3,4 år (3,5 år per 31.12.10) for kredittobligasjonene i den nordiske obligasjonsporteføljen. Samlet er kredittdurasjonen 2,5 år (2,5 år per 31.12.10) for begge de to obligasjonsporteføljene når statsandelen tas hensyn til.

NOTER

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er en form for kredittrisiko som er knyttet til at motparter for derivater, utlån av verdipapirer, bankinnskudd m.v. ikke er i stand til å oppfylle sine forpliktelser overfor Folketrygdfondet. Motpartsrisiko oppstår ved handel i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter, utlån av aksjer og gjenkjøpsavtaler, i tillegg til at usikrede bankinnskudd også blir definert som motpartsrisiko. Motpartsrisiko oppstår også overfor meglere, depotbank og overfor oppgjørssystemer. Folketrygdfondet har fastsatt egne retningslinjer for motpartseksponering, herunder rammer. I investeringsmandat Statens pensjonsfond Norge har Folketrygdfondet styre satt som krav at motparter (ikke inkludert meglere) 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 Folketrygdfondets eget system for kredittvurdering vise et tilsvarende ratingnivå.

Per 31.12.11 hadde alle Folketrygdfondets motparter som var brukt i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge en tilfredsstillende rating fra minst et av de internasjonale byråene.

Alle nye motparter og meglere skal godkjennes. Kredittkvaliteten til motparter overvåkes løpende, mens det undersøkes om meglere i det norske markedet har nødvendig konsesjon fra Finanstilsynet. For utenlandske meglere overvåkes rating for morbank.

Folketrygdfondet har satt som krav til våre motparter for aksjeutlån at standardavtaler som regulerer netting og sikkerhet (GMSLA) skal etableres. Alle aksjeutlån er regulert av slike avtaler. For handel i ikke-børsnoterte derivater er det tilsvarende satt krav om nettingavtaler og sikkerhetsstillelse (ISDA og CSA), og alle slike forretninger er regulert av slike avtaler. I egne tilleggsavtaler har Folketrygdfondet satt krav om kvaliteten på stilt sikkerhet som motpartene kan stille overfor Folketrygdfondet. Det vises videre til egne noter om sikkerhetsstillelse. Avtale om netting innebærer blant annet at i tilfeller hvor en av partene blir gjenstand for konkursbehandling, skal alle handler foretatt innunder nettingavtalen avsluttes og gjøres opp under ett.

Motpartsrisiko knyttet til uoppgjorte handler i verdipapirer (dvs mot meglere) anses som minimal som følge av at transaksjoner ikke gjøres opp uten samtidig betaling eller levering. Motpartsrisikoen mot meglere er dermed begrenset til tilfeller hvor kjøpt (solgt) verdipapir stiger (synker) i verdi og megler ikke er i stand til å gjennomføre handelen, og videre begrenset i verdi til verdiendring mellom avtalt pris og markedsverdi på oppgjørstidspunktet.

Ved aksjeutlån begrenses risikoen mot låntager ved at etablert sikkerhet er avtalt levert før utlånte aksjer overføres til motparten. Ved tilbakelevering av utlånte aksjer skal tilbakeleveringen skje før stilt sikkerhet frigjøres.

For gjennomføring av valutatransaksjoner reduseres oppgjørssrisikoen ved at slike oppgjør gjennomføres i oppgjørssystemer hvor oppgjør skjer ved levering av betaling i én valuta mot betaling i en annen valuta.

I rammeutnyttelsen legges det til et påslag avhengig av risikoegenskaper ved instrumentet, mens stilt sikkerhet fratrekkes innenfor den aktuelle avtale om netting ved konkurs. For å begrense tap som følge av motpartsrisiko, har Folketrygdfondet etablert et rammeverk for å fastsette rammer for eksponering mot motparter knyttet til forretninger Folketrygdfondet inngår som del av forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge.

I tabell 18.4 er motpartseksponeringen vist.

Tabell 18.4
Motpartseksponering 31.12.11

Beløp i millioner kroner	Eksponering		Mottatt sikkerhet og innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	Usikret motparts- eksponering
	Brutto- eksponering	etter fratrukk for nettingavtaler		
Bankinnskudd	5 456	5 456		5 456
Aksjeutlån	3 298	3 298	3 454	
Ikke-børsnoterte derivater	1 812	1 514	1 398	117
Fordringer	15	15		15
Repo	2 003	2 003	2 024	
Totalt	12 584	12 286	6 876	5 588

Kolonnen for eksponering etter fratrukk for nettingavtaler viser motpartseksponering slik denne fremkommer i balansen i henhold til våre regnskapsprinsipper. Kolonnen for bruttoeksponering viser eksponeringen uten å ta hensyn til etablerte nettingordninger i avtalene for ikke-børsnoterte derivater. Nettingavtalene Folketrygdfondet har inngått for ikke-børsnoterte derivater (ISDA og CSA) tilsier at mellomværende mellom motpart og Folketrygdfondet som blir gjenstand for krav ved konkurs, er nettosummen av alle forretninger inngått under samme avtale (ISDA). Det er nettosummen som er tatt med i balansen og det er nettosummen som er gjenstand for den verdsettelse som brukes

NOTER

ved sikkerhetsstilelsen. Helt til høyre i tabellen vises stilt sikkerhet og den usikrede motpartseksponeringen. Det er usikret motpartseksponering med et tillegg for fremtidig utvikling som er lagt til grunn ved rammeutnyttelse i forhold til fastsatte motpartsrammer. Det er ingen usikret motpartseksponering for aksjeutlån som følge av at det er stilt mer sikkerhet enn markedsverdien av aksjeutlån per 31.12.11. For ikke-børsnoterte derivater er stilt sikkerhet mindre enn balanseført markedsverdi per 31.12.11. Årsaken til det er at stilt sikkerhet er basert på markedsverdien to dager tidligere.

NOTE 19 LIKVIDITETSRISIKO

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.

Tidshorizonten til Statens pensjonsfond Norge er lang og lengre enn for mange andre finansinstitusjoner. Det innebærer at Statens pensjonsfond Norge har et særskilt fortrinn fremfor andre investorer ved å kunne høste likviditetspremier i markedene. 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 må derfor høsting av likviditetspremien veies opp mot ønsket om å kunne realisere instrumenter når Folketrygdfondet finner det ønskelig å foreta et salg.

Folketrygdfondets styre har regulert likviditetsrisiko gjennom to rammer.

For å kunne håndtere en rebalansering som innebærer salg av obligasjoner og kjøp av aksjer har styret fastsatt en ramme for likvide papirer i renteporteføljene tilsvarende 10 prosent av Statens pensjonsfond Norge. Denne rammen er gjort gjeldene når aksjeandelen er under 58 prosent, men ikke i perioder en rebalansering pågår eller de første seks måneder etter at rebalansering er fullført. Likvide papirer er definert som lån med kredittvurdering lik AAA og netto kontantstrøm i renteporteføljene neste 12 måneder.

Folketrygdfondets styre har gjennom å fastsette en ramme på maksimalt 5 prosent netto belåning indirekte regulert Folketrygdfondets evne til å oppfylle betalingsforpliktelsene ved forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge.

Tabell 19.1
Likviditetsoversikt per 31.12.11

Beløp i millioner kroner	Udiskonterte kontantstrømmer					Markedsverdi	
	Inntil 1 mnd	Fra 1 mnd inntil 3 mnd	Fra 3 mnd inntil 1 år	2013-2017	2017-2040	Uten forfall	Totalt
Eiendeler							
Bankinnskudd	5 456						5 456
Statsobligasjoner		9	365	3 963	5 440		8 956
Sertifikater og private obligasjoner	103	1 100	2 071	30 181	23 231	21	42 148
Aksjer						78 342	78 342
Andre eiendeler (fordringer)	15						15
Totale udiskonterte eiendeler (eksklusive finansielle derivater)	5 574	1 109	2 436	34 144	28 670	78 363	134 918
Gjeld							
Mottatt kontantsikkerhet	4 814						4 814
Innskudd fra repoaktiviteter	2 024						2 024
Annen gjeld	102						102
Totale udiskonterte gjeldsposter (eksklusive finansielle derivater)	6 940						6 940
Finansielle derivater							
Innstrømmer	12 681	272	782	2 714	1 881		
Utstrømmer	-12 583	-223	-511	-1 777	-1 111		
Sum finansielle derivat	98	49	271	937	770		1 505
Likviditetsgap	-1 268	1 158	2 707	35 081	29 440		

NOTER

NOTE 20 TRANSAKSJONER MED NÆRSTÅENDE PARTER


Folketrygdfondet er et særlovsselskap 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 har i første halvår 2011 blitt gjennomført i alt 14 transaksjoner mellom Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Alle transaksjonene relaterer seg til salg fra Statens obligasjonsfond til Statens pensjonsfond Norge og summerer seg til 1 237 millioner kroner. Handlene er gjennomført til markedspris. Markedspris er anslått på bakgrunn av interne prisingrutiner og ved å forespørre meglere om indikative kurser for de aktuelle lånene. Transaksjonen er gjennomført til anslått midtkurs. Det innebærer at de to fondene har delt gevinsten ved å handle internt seg i mellom i forhold til de indikative kjøps og salgskursene. Som følge av at verdsettelsen for obligasjoner skjer til kjøpskurs (jf. note 2) har kjøpene skjedd til høyere nivåer enn obligasjonen ble verdsatt til på kjøpstidspunktet. Forskjellen mellom transaksjonspris og verdsettelseskurs samme dag innebærer at kjøpsprisen var 4,8 millioner kroner høyere enn verdsettelsen samme dag. Dersom obligasjonen alternativt hadde vært kjøpt i annenhåndsmarkedet (dvs til indikativ salgskurs) anslås kjøpsprisen til å ha vært høyere.

NOTE 21 HENDELSER ETTER BALANSEDAGEN

I februar 2012 meldte Blom ASA om et stort negativt resultat og betydelige av- og nedskrivninger for regnskapsåret 2011. Dette medfører at selskapets egenkapital er tapt. Blom arbeider med en restrukturering av selskapets balanse og fører i den forbindelse samtaler med en majoritet av obligasjonseierne. Statens pensjonsfond Norge har obligasjoner til en markedsverdi på 33 millioner kroner per 31.12.11.

NOTER



Til Finansdepartementet

Statsautoriserte revisorer
Ernst & Young AS
Dronning Eufemias gate 6, NO-0191 Oslo
Oslo Atrium, P.O.Box 20, NO-0051 Oslo
Foretaksregisteret: NO 975 389 387 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 Statens pensjonsfond Norge, som består av balanse per 31. desember 2011, resultatregnskap for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

Styrets og administrerende direktørs ansvar for årsregnskapet

Styret og administrerende direktør 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 administrerende direktør 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.

A member firm of Ernst & Young Global Limited

NOTER



2

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 2011 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, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til disponering av resultatet 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 forenklet revisorkontroll av historisk finansiell informasjon», mener vi at styret og administrerende direktør 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, 7. mars 2012
ERNST & YOUNG AS



Eirik Tandrevold
statsautorisert revisor

RESULTATREGNSKAP – STATENS OBLIGASJONSFOND

Beløp i millioner kroner	NOTER	2011	2010
Porteføljeinntekter og porteføljekostnader	1,7,12,15,16,17,18		
Renteinntekter	2	481	539
Realisert gevinst/tap	3		
Obligasjoner		154	23
Finansielle derivater		17	24
Netto endring i urealiserte kursgevinster/kurstap	4		
Aksjer		-39	
Obligasjoner		-191	50
Finansielle derivater		-3	-9
Andre porteføljeinntekter	5	-48	52
Porteføljeresultat		371	679
Forvaltningskostnader			
Forvaltningskostnader	6	-10	-10
Resultat Statens obligasjonsfond		361	669

BALANSE PER 31.12

Beløp i millioner kroner	NOTER	2011	2010
Plasseringer	1, 7, 12, 15, 16, 17, 18, 19, 20		
Verdipapirer			
Aksjer	8	14	
Obligasjoner og sertifikater	9	8 096	9 302
Finansielle derivater	13	5	8
Fordringer	10	9	62
Kontolån til statskassen	7	43 463	41 324
Bankinnskudd	7	54	632
Sum plasseringer		51 641	51 328
Statens kapitalinnskudd			
Statens kapitalinnskudd	11	51 637	51 276
Gjeld			
Skyldig mottatt kontantsikkerhet	14	4	51
Annen gjeld	10		1
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld		51 641	51 328

NOTER

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 regnskapsskikk 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.

Balanseføring 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 mandat for forvaltningen av Statens obligasjonsfond fastsatt av Finansdepartementet 21. desember 2010 med hjemmel i lov om Statens obligasjonsfond 6. mars 2009 nr. 13 § 3. endret ved vedtak 5. september 2011 (i kraft fra og med 5. september 2011) er det i § 3 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.

Garanti provisjon

Garanti provisjon 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 adskilt fra andre kontanter, balanseføres som eiendel med en tilsvarende motpost som forpliktelse overfor avhenderen av sikkerheten. Mottatt kontantsikkerhet som er juridisk adskilt 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 mottaker av sikkerheten har rett til å selge sikkerheten eller stille den som sikkerhet på nytt, omklassifiseres eiendelen i balansen som en utlånt eiendel adskilt 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 er refunderbar, vises dette som en fordring fram til tilbakebetaling finner sted.

NOTER

NOTE 2 RENTEINNTEKTER

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2011	2010
Renteplasseringer	481	539
Sum	481	539

NOTE 3 REALISERT GEVINST/TAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2011	2010
Obligasjoner	154	23
Finansielle derivater	17	24
Sum	171	47

NOTE 4 NETTO ENDRING UREALISERTE KURSGEVINSTER/KURSTAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2011	2010
Markedsverdi portefølje	7 995	9 739
Historisk kost portefølje	7 897	9 408
Urealisert kursgevinst/kurstap	98	331

Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	-233
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap fordeler seg på:	
Aksjer	-39
Obligasjoner	-191
Valutaderivater	-3
Sum	-233

Netto endring av urealiserte kursgevinster/kurstap er endringen av urealisert kursgevinst/kurstap per 31.12.10 og 31.12.11.

NOTE 5 ANDRE PORTEFØLJEINNTEKTER

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2011	2010
Garanti provisjon		2
Agjo/disagio	-48	50
Sum andre porteføljeinntekter	-48	52

NOTE 6 FORVALTNINGSKOSTNADER

I mandat for forvaltningen av Statens obligasjonsfond fastsatt av Finansdepartementet 21. desember 2010 med hjemmel i lov om Statens obligasjonsfond 6. mars 2009 nr. 13 § 3 endret ved vedtak 5. september 2011 (i kraft fra og med 5. september 2011) er det omtalt at utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av Statens obligasjonsfond skal dekkes av Statens obligasjonsfond. For mer spesifisert oversikt over kostnadene vises til Folketrygdfondets regnskap med noter.

NOTER

NOTE 7 PORTEFØLJEOMRÅDER

Beløp i millioner kroner

Porteføljemrådene i 2011	Norske		Statens	
	rente- plasseringer	Sikkerhets- stillelse	Annet	obligasjons- fond
Renteinntekter	481			481
Realisert gevinst/tap	171			171
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	-233			-233
Andre porteføljeinntekter	-48			-48
Porteføljerresultat	371		0	371
Forvaltningskostnader			10	10
Årsresultat	371		10	361
Aksjer	14			14
Obligasjoner	8 096			8 096
Finansielle derivater	5			5
Fordringer	9			9
Kontolån i statskassen	43 463			43 463
Bankinnskudd	50	4		54
Sum plasseringer	51 637	4	0	51 641
Statens kapitalinnskudd	51 637			51 637
Statens kapitalinnskudd	51 637		0	51 637
Skyldig mottatt kontantsikkerhet		4		4
Sum gjeld	0	4	0	4
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld	51 637	4	0	51 641

Beløp i millioner kroner

Porteføljemrådene i 2010	Norske		Statens	
	rente- plasseringer	Sikkerhets- stillelse	Annet	obligasjons- fond
Renteinntekter	539			539
Realisert gevinst/tap	47			47
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	41			41
Andre porteføljeinntekter	52			52
Porteføljerresultat	679		0	679
Forvaltningskostnader			10	10
Årsresultat	679		10	689
Obligasjoner	9 302			9 302
Finansielle derivater	8			8
Fordringer	62			62
Kontolån i statskassen	41 324			41 324
Bankinnskudd	581	51		632
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

NOTER

NOTE 8 AKSJER

I henhold til vedtak i obligasjonseiermøte 12. oktober 2011 ble obligasjoner i Eitzen Maritime Services ASA konvertert til aksjer. Dette førte til at Statens obligasjonsfond fikk tildelt 13 285 997 aksjer tilsvarende en eierandel på 11,87 prosent.

Investeringer i aksjer er i utgangspunktet utenfor Statens obligasjonsfonds investeringsunivers, jf. mandat for forvaltningen av Statens obligasjonsfond fastsatt av Finansdepartementet 21. desember 2010 § 3. Det er imidlertid i samme mandat § 11 gitt adgang til å kunne fravike bestemmelsene i mandatet i helt spesielle situasjoner knyttet til finansielle restruktureringer i selskaper som inngår i Statens obligasjonsfonds portefølje dersom dette ut fra en forretningsmessig vurdering ansees som nødvendig for å sikre verdiene i obligasjonsfondet. Finansdepartementet er orientert om dette forholdet.

NOTE 9 OBLIGASJONER OG SERTIFIKATER**Obligasjoner fordelt på valuta**

Beløp i millioner kroner

NOK	7 184
EUR	912
Sum obligasjoner	8 096

Utsteder	Markedsverdi i millioner kroner	Andel av del- porteføljen
BN Boligkreditt	152,1	1,88 %
KLP Kommunekreditt	299,1	3,70 %
Sparebanken Vest Boligkreditt	75,5	0,93 %
SSB Boligkreditt	74,4	0,92 %
Finans, obligasjoner med fortrinnsrett	601,1	7,43 %
Bien Sparebank	15,86	0,20 %
Bolig- og Næringsbanken	130,57	1,61 %
Bolig- og Næringskreditt	95,75	1,18 %
Bustadkreditt Sogn og Fjordane	99,79	1,23 %
DNB Bank	804,15	9,93 %
Helgeland Sparebank	144,98	1,79 %
Hjelmeland Sparebank	8,44	0,10 %
Klepp Sparebank	103,53	1,28 %
Pareto Bank	90,61	1,12 %
Sandnes Sparebank	154,60	1,91 %
Sparebank 1 Boligkreditt	250,81	3,10 %
SpareBank 1 Nord-Norge	250,11	3,09 %
SpareBank 1 SMN	90,34	1,12 %
SpareBank 1 SR-Bank	442,87	5,47 %
SpareBank 1 Østfold Akershus	165,34	2,04 %
Sparebanken Narvik	40,97	0,51 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	63,51	0,78 %
Sparebanken Sør	89,83	1,11 %
Sparebanken Vest	149,98	1,85 %
Storebrand Bank	299,54	3,70 %
Storebrand Livsforsikring	348,96	4,31 %
Totens Sparebank	90,36	1,12 %
Finans, ordinære lån	3 930,9	48,56 %

NOTER

Utsteder	Markedsverdi i millioner kroner	Andel av delporteføljen
Aker	50,74	0,63 %
Aker Solutions	281,24	3,47 %
Bergenshalvøens Kommunale Kraftselskap	156,93	1,94 %
Blom	62,10	0,77 %
Bonheur	40,14	0,50 %
Color Group	75,68	0,93 %
DOF	139,93	1,73 %
DOF Subsea	86,22	1,07 %
Eitzen Maritime Services	17,01	0,21 %
Energiselskapet Buskerud	60,91	0,75 %
I.M. Skaugen	36,80	0,45 %
Kverneland	118,60	1,46 %
Norske Skogindustrier	138,59	1,71 %
Norwegian Air Shuttle	41,21	0,51 %
Norwegian Car Carriers	19,14	0,24 %
Norwegian Energy Company	31,75	0,39 %
Norwegian Property	35,14	0,43 %
Orkla	549,22	6,78 %
Rem Offshore	60,76	0,75 %
Renewable Energy Corporation	79,12	0,98 %
Solstad Offshore	88,13	1,09 %
Statkraft	444,74	5,49 %
Telenor	342,97	4,24 %
Thon Holding	41,60	0,51 %
Vardar	109,06	1,35 %
Wilhelm Wilhelmsen	149,39	1,85 %
Yara International	306,48	3,79 %
Industri, ordinære lån	3 563,6	44,02 %
Totalt obligasjonsportefølje	8 095,6	100,00 %

NOTE 10 FORDRINGER OG ANNEN GJELD

Beløp i millioner kroner	2011	2010
Uoppgjorte verdipapirhandler	8	62
Forskudd forvaltningshonorar	1	
Sum fordringer	9	62

Skyldig forvaltningshonorar		1
Sum annen gjeld	0	1

NOTE 11 STATENS OBLIGASJONSFONDS KAPITAL

Beløp i millioner kroner	2011	2010
IB Statens obligasjonsfonds kapital per 01.01	51 276	50 607
Resultat	361	669
UB Statens obligasjonsfonds kapital per 31.12	51 637	51 276

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

NOTER

NOTE 12 FINANSIELLE INSTRUMENTER TIL VIRKELIG VERDI

Beløp i millioner kroner	
Eiendeler 31.12.11	
Verdsettelse basert på noterte priser i et aktivt marked (nivå 1)	14
Barclays Capital	1 194
Andre observerbare kurser	2 076
Finansielle derivater	5
Verdsettelse basert på observerbare markedsdata (nivå 2)	3 275
Verdsettelse basert på annet enn observerbare markedsdata (nivå 3)	4 652
Påløpte renter ¹⁾	173
Totalt	8 114
Eiendeler 31.12.10	
Barclays Capital	1 172
Andre observerbare kurser	1 429
Finansielle derivater	8
Verdsettelse basert på observerbare markedsdata (nivå 2)	2 609
Verdsettelse basert på annet enn observerbare markedsdata (nivå 3)	6 498
Påløpte renter ¹⁾	203
Totalt	9 310

1) Påløpte renter på finansielle derivater inngår på linjen for finansielle derivater på nivå 2

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. Verdsettelse basert på noterte priser i et aktivt marked
2. Verdsettelse basert på observerbare markedsdata
3. Verdsettelse basert på annet enn observerbare markedsdata

Verdsettelse basert på noterte priser i et aktivt marked (nivå 1)

Finansielle instrumenter som verdsettes ved bruk av noterte priser i aktive markeder, er plassert på nivå 1. I denne kategorien inngår børsnoterte aksjer og statsobligasjoner utstedt i Norge.

Kildene til omsatt verdi for aksjer er de kursene som referanseindeksleverandørene har hentet inn fra børsene. For aksjer har leverandørene 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 henholdsvis under eller over gjenstående kjøp-salgsspread. For obligasjoner benytter indeksleverandøren banker som sine kilder til kurser, noe som innebærer at kursene gir uttrykk for kjøpskurser.

Verdsettelse basert på observerbare markedsdata (nivå 2)

Finansielle instrumenter som verdsettes ved bruk av noterte priser i mindre aktive markeder og ved bruk av informasjon som ikke er noterte priser, men hvor pris er direkte eller indirekte observerbar, er plassert på nivå 2. I denne kategorien inngår obligasjoner hvor kurs kan observeres hyppig, og finansielle derivater.

Linjen for Barclays Capital er obligasjoner som ikke er utstedt av nasjonalstat hvor kurs er hentet fra indeksleverandøren. Andre observerbare kurser er obligasjoner hvor det foreligger hyppig kursindikasjon fra en eller flere kilder i Bloomberg.

Valutasikringsinstrumenter (nivå 2)

Kontantstrømmer er neddiskontert (swapkurve, kjøps-/salgskurs hentet fra Bloomberg) i de respektive valutaer og verdsatt i NOK til valutakurs (midtkurs) 31.12.11. Valutasikringsinstrumenter er følgelig vurdert til virkelig verdi på grunnlag av indirekte observerbare priser fra eksterne kilder.

Rentebytteavtaler (nivå 2)

Kontantstrømmer er neddiskontert (swapkurve, kjøps-/salgskurs hentet fra Bloomberg) i aktuell valuta og verdsatt i NOK til valutakurs (midtkurs) 31.12.11. Det er Folketrygdfondets vurdering at kredittrisikoen mot våre motparter er minimal som følge av at det er etablert avtale om sikkerhetsstillelse. Det er derfor ikke gjort påslag for kredittrisiko mot motpart i neddiskonteringen. Kontantstrømmer som er i motparts favør, er neddiskontert til kjøpskurs, mens beløp som er i favør av Statens obligasjonsfond, er neddiskontert til salgskurs. Rentebytteavtaler er følgelig vurdert til virkelig verdi på grunnlag av indirekte observerbare priser fra eksterne kilder.

NOTER

Verdsettelse basert på annet enn observerbare markedsddata (nivå 3)

For de instrumenter hvor kriteriene for nivå 1 eller 2 ikke er tilfredsstillt, foretas en modellbasert prising. I denne kategorien inngår obligasjoner med norsk utsteder hvor kredittmarginen utgjør en vesentlig del av vurderingen av markedsverdi.

Modellprisingen følger anerkjente prisingsmodeller. Modellen er etterprøvbare (dvs. arbeidet dokumenteres og kildene tas vare på). Fastrentelån er priset ved at kontantstrømmer er neddiskontert med en rentesats som tar utgangspunkt i en swaprente pluss et kredittpåslag for hver utsteder. For lån som betaler margin over en referanserente, er prisingen gjennomført ved å benytte et anslag på marginkravet. Kredittanslag innsamlet av Verdipapirfondenes Forening og anslag fra meglerhus, kjente omsetninger og prising fra andre kilder lenger opp i verdivurderingshierarkiet er benyttet som grunnlag for estimert kredittpåslag. 80 prosent av papirene på nivå 3 er basert på kredittspreadanslag hentet fra Verdipapirfondenes Forening.

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 kommune, to for kraft, åtte for finans og tre for obligasjoner med fortrinnsrett. For foretak utenfor finanssektoren brukes det i alt 71 utstederspesifikke grupperinger. Kredittpåslagene oppdateres ukentlig der denne informasjonen er tilgjengelig. For resterende lån oppdateres kredittpåslagene månedlig, eller hyppigere ved store endringer i kredittpåslag.

Finansielle eiendeler til virkelig verdi, nivå 3

<i>Beløp i millioner kroner</i>	
Balanse per 31.12.10	6 498
Netto gevinst på finansielle eiendeler	-55
Tilgang/kjøp	916
Avhending	1 285
Forfalt	437
Overføring fra nivå 1 eller 2	
Overføring til nivå 1 eller 2	985
Balanse per 31.12.11	4 652

I 2011 har obligasjoner som er verdsatt på nivå 3, blitt redusert med 1 846 millioner i forhold til balansen per 31.12.10. Hovedårsaken til dette er at salg og forfall innenfor nivå 3 har vært større enn kjøpene. I tillegg har flere obligasjoner som tidligere ble plassert på nivå 3, blitt overført til nivå 2 som følge av at det stilles kursindikasjoner i Bloomberg på flere lån enn tidligere.

Det har ikke vært flyttet verdipapirer mellom nivå 1 og nivå 2

Sensitivitetsanalyse, nivå 3

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Effekt av</i>	
	<i>Balanseført verdi 31.12.11</i>	<i>endring i kreditt-påslag med 10 bp</i>
Obligasjoner med norsk utsteder	4 652	11

Verdsettelse basert på annet enn observerbare markedsddata innebærer bruk av estimater og vurderinger som påvirker regnskapsførte eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Estimater og vurderinger vurderes løpende og er basert på historisk erfaring og forventning til fremtidige hendelser som vurderes sannsynlig på tidspunktet for avleggelsen av regnskapet. Estimatenes er basert på beste skjønn og vil kunne avvike fra endelig utfall. Sensitiviteten i verdsettelsen på nivå 3 er vist ved å endre diskonteringsrenten for fastrentelån og marginkravet for marginbaserte lån med 10 basispunkter (0,10 prosentpoeng).

For å kvalitetssikre anslagene på virkelig verdi for Statens obligasjonsfond er verdsettelsen også sammenlignet med ligningskurser fastsatt av Norges Fondsmeglerforbund. Denne sammenligningen viser at de kurser som er benyttet som virkelig verdi, avviker med 11,0 millioner kroner for nivå 3. Totalt er differansen på 21,5 millioner kroner, ved at våre anslag gjennomgående er lavere.

NOTER

NOTE 13 FINANSIELLE DERIVATER

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Eiendel</i>	<i>Virkelig verdi gjeld</i>	<i>Netto eiendel (+)/ gjeld (-)</i>
Valutaderivater med motpart, fordring	5		
Valutaderivater med motpart, gjeld			
Sum valutaderivater	5	0	5
Sum finansielle derivater under ISDA, fordring	5		
Sum finansielle derivater under ISDA, gjeld		0	
Netto finansielle derivater under ISDA, eiendel (+)/gjeld (-)			5

Valutaderivater

Det er i 2011 benyttet valutaswapper og valutaterminer (i tillegg til rene spothandler) i valutastyringen av Statens obligasjonsfond. 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 31.12.11

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Nominell sikring mot NOK</i>	<i>Markedsverdi, NOK</i>
EUR/NOK	898	5
Sum	898	5

ISDA og netting

Folketrygdfondet er den juridiske motpart overfor banker når bl.a. valutaderivater og rentebytteavtaler som brukes i forvaltningen av Statens obligasjonsfond inngås. Folketrygdfondet har inngått ISDA-avtaler med alle motparter det er inngått valutaderivater og rentebytteavtaler 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 pensjonsfond Norge var en egen juridisk enhet.

Det er inngått tilleggskontrakter til ISDA (Credit Support Annex) som innebærer sikkerhetsstillelse, det vises til note 14 for mer informasjon.

NOTE 14 SIKKERHETSSTILLELSE

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 sikkerhet 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 Statens obligasjonsfond er det avtalt en betydelig høyere terskelverdi for Folketrygdfondet. For motparter hvor det i balansen til Statens obligasjonsfond, er ført en gjeldspost, har den høye terskelverdien for Folketrygdfondet medført at Folketrygdfondet ikke stilte sikkerhet per 31.12.11.

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 eurobank-innskudd. Plasseringen inngår i balansen i linjen for bankinnskudd.

Ingen av motpartene hadde per 31.12.11 valgt å stille verdipapirer som sikkerhet.

NOTER

Mottatt sikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>31.12.11</i>	<i>31.12.10</i>
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater	4	51
Mottatt sikkerhet knyttet til ikke-børsnoterte derivater	4	51

Det foretas daglig verddivurdering av kontraktene det skal stilles sikkerhet for, og det blir dagen etter verddivurdering krevd inn tilleggsikkerhet dersom det er behov for det. Slik tilleggsikkerhet vil bli innbetalt påfølgende dag.

NOTE 15 FINANSIELL RISIKO, MÅL OG STYRING**Innledning**

Folketrygdfondets mål ved styring av finansiell risiko er å sørge for at Statens obligasjonsfond oppnår den eksponering som Finansdepartementet har spesifisert, og at forvaltningen holder seg innenfor fastsatte risikorammer. Finansiell risiko er en konsekvens av markedet midlene til Statens obligasjonsfond investeres i. Statens obligasjonsfond er eksponert mot renterisiko, kredittrisiko og likviditetsrisiko som oppstår som følge av verdipapirene i porteføljen.

Organisering

Styret påser at det er betryggende styring av finansiell risiko i forvaltningen av Statens obligasjonsfond, og har fastsatt prinsipper for risikostyring og mandat til adm. direktør som nærmere spesifiserer dette. Gjennom organisering av virksomheten er det etablert arbeidsdeling mellom forvalterdelen av organisasjonen og kontrollerende funksjoner.

Måling og rapportering av finansiell risiko

Finansiell risiko for Statens obligasjonsfond måles på flere måter og med ulike metoder. Det fokuseres både på tap som kan forventes å oppstå i normale markeder og på verdiendringer som er estimater basert på statistiske metoder.

Måling og kontroll av finansiell risiko er primært utformet for å måle ulike typer finansiell risiko i forhold til rammer fastsatt av Finansdepartementet, styret eller adm. direktør. Fastsatte rammer reflekterer mandatet fra Finansdepartementet og det risikonivået som Finansdepartementet, styret eller adm. direktør oppfatter som riktig.

Risikoreduksjon

Statens obligasjonsfonds risikotoleranse er reflektert i mandat for forvaltningen av Statens obligasjonsfond fastsatt av Finansdepartementet, og i Investeringsmandat for Statens obligasjonsfond fastsatt av styret. Derivater og andre instrumenter brukes for å oppnå ønsket risikoeksponering. Før posisjoner inngås, vurderes risikoprofilen opp mot ønsket økonomisk risiko. Derivater brukes delvis for å unngå uønsket økonomisk risiko og delvis for å oppnå (immunisere) risikonivå som er spesifisert i mandatet.

Konsentrasjon av finansiell risiko

Konsentrasjon av finansiell risiko som er vist i note 16, viser eksponering mot relevant risikokategori som løpetid, kredittløpetid og valuta. Konsentrasjon av finansiell risiko oppstår når finansielle instrumenter er utstedt av samme utsteder (for instrumenter inngått direkte mot samme motpart), eller hvor verdipapirer har økonomiske karakteristika som vil medføre om lag lik verdiutvikling ved endring i økonomiske eller andre forhold.

Konsentrasjon av likviditetsrisiko kan oppstå som følge av betalingsforpliktelse på finansielle eiendeler (obligasjonslån), kilder til belåning eller som følge av forhold i markeder hvor finansielle eiendeler realiseres.

NOTE 16 MARKEDSRISIKO**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.

Absolutt risiko estimeres med basis i volatiliteten i den faktiske porteføljen, og er beregnet som standardavviket til tids-serien for avkastning i den oppgitte periode. De beregnede standardavvikene er annualiserte.

NOTER

Tabell 16.1**Absolutt volatilitet per 31.12.11 målt som standardavvik i prosent**

	<i>Forventet</i>	<i>Historisk</i>
Statens obligasjonsfond; total	0,3	0,3
Statens obligasjonsfond; inv. kapital	2,0	1,9

Absolutt volatilitet per 31.12.10 målt som standardavvik i prosent

	<i>Forventet</i>	<i>Historisk</i>
Statens obligasjonsfond; total	0,4	0,2
Statens obligasjonsfond; inv. kapital	1,9	2,0

Historisk volatilitet tar utgangspunkt i månedlige observasjoner siden oppstarten av Statens obligasjonsfond. Forventet volatilitet er beregnet med hjelp av systemet RiskMetrics RiskManager³ fra MSCI. Det er benyttet parametrisk metode med 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 er sammensatt per 31.12.11. Til forskjell fra forventet volatilitet gir historisk volatilitet uttrykk for hvordan den faktiske avkastningen til porteføljen har variert i de aktuelle periodene frem til 31.12.11.

Konsentrasjonsrisiko

Statens obligasjonsfond største totalposisjoner mot enkeltutstedere (inkludert eksponering mot motparter) er vist i tabell 16.2:

Tabell 16.2

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Obligasjoner</i>
DNB Bank	802
Storebrand konsern	649
Orkla	550
Statkraft	445
SpareBank 1 SR-Bank	443
BN Bank konsern	379
Storebrand Livsforsikring	349
Telenor	343
Aker konsern	320
Yara International	307
Sum 10 største utstedere av investert beløp	4 586
Sum 10 største utstedere i prosent	45 %

Selskap som inngår i samme konsern, er i tabellen vist sammen, uavhengig av om konsernet er bygd opp i ulike juridiske selskaper med eller uten garantiordninger innenfor konsernet. Obligasjoner med fortrinnsrett er inkludert i kolonnen for obligasjoner. I de tilfeller hvor nettingavtaler er etablert, er mottatt sikkerhet fratrukket totalsummen, men bare for den del av mottatt sikkerhet som nettingavtale gjelder.

Renterisiko

Verdien av Statens obligasjonsfond er følsom for endringer i rentenivået.

Renterisiko oppstår som følge av investeringer i obligasjoner, rentebytteavtaler og fra kontantsikkerhetsstillelse og gjenkjøpsavtaler.

Tabell 16.3 og 16.4 viser sensitiviteten for resultatet til Statens obligasjonsfond for et enkelt år ved endring i rentenivået på ett prosentpoeng. Nivået på ett prosentpoeng er valgt som følge av at det anses som et godt anslag på mulig skifte av rentenivå for et kalenderår, når hensikten er å vise sensitivitet for endring i rentenivå. Beregningene tar utgangspunkt i en tenkt situasjon hvor alle renter beveger seg hhv. opp eller ned. Beregningene er gjort med utgangspunkt i posisjonene per 31.12 og markedsrenter på samme tidspunkt.

Sensitivitet for resultatet kan deles opp i to elementer:

- Netto renteinntekt for ett år, basert på andelen verdipapirer med flytende rente ved slutten av rapporteringsperioden og endring i renteinntekt fra reinvestering av de verdipapirer som forfaller gjennom året.
- Endring i verdi på rapporteringstidspunktet, basert på en reevaluering av verdien av verdipapirer med fast rente.

NOTER

Rentefølsomhet per 31.12.11 per valuta og totalt ved renteendring på 1 prosentpoeng (100 basispunkter):

Tabell 16.3
Endring (sensitivitet) i renteinntekt:

Beløp i millioner kroner	Oppgang	Nedgang
Norske kroner	39,8	-39,8
Euro	-6,7	6,7
Norsk renteportefølje totalt	33,1	-33,1

Tabell 16.4
Endring (sensitivitet) for verdsettelse av investeringer:

Beløp i millioner kroner	Oppgang	Nedgang
Norske kroner	-472,4	490,5
Euro	-275,6	258,3
Norsk renteportefølje totalt	-748,0	748,8

Sensitivitetsoversikten i tabell 16.3 og 16.4 viser effekten for verdsettelse og resultat forutsatt at alle andre variabler holdes konstante. Ved renteendring i alle valutaer inkludert norske kroner er endringen i renteinntekt liten. I tabell 16.4 er verdiendringen av obligasjonene som følge av renteendring vist. Ved oppgang i rentenivået reduseres verdien, og motsatt ved en nedgang i rente økes verdien.

Følgende tabell viser eksponering mot renterisiko. Eiendeler og gjeld er klassifisert som i note 13 og er kategorisert på det tidligste av renteregulering og forfall:

Tabell 16.5
Eksponering mot rentebinding:

Beløp i millioner kroner							7,5 år og lengre	Ikke rente-bærende	Sum
Eiendeler	0-6 mnd	6 - 12 mnd	1 - 2 år	2 - 3 år	3 - 5 år	5 - 7,5 år			
Statens obligasjonsfond	4 407		586	1 425	892	741	109	43 477	51 637
Sikkerhetsstillelse	4								4
Sum	4 411	0	586	1 425	892	741	109	43 477	51 641
Gjeld									
Sikkerhetsstillelse	4								4
Sum	4	0	0	0	0	0	0	0	4
Totalt rentesensitivitetsgap	4 407	0	586	1 425	892	741	109	43 477	51 367

Valutakursrisiko

Valutakursrisiko er risiko knyttet til at verdien av finansielle instrumenter vil endres som følge av endringer i valutakurs. Statens obligasjonsfond, er investert i verdipapirer som er utstedt i og omsettes i annen valuta enn norske kroner. Som følge av dette vil verdien av Statens obligasjonsfond endres positivt eller negativt som følge av endringer i valutakurs og verdien er følgelig utsatt for valutakursrisiko.

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 valutakurseksponering. Styret til Folketrygdfondet har etablert et rammeverk for hvor ulik valutaeksponeringen kan være. Folketrygdfondet bruker valutaswapper og valutaterminavtaler for å styre valutarisikoen. Investeringene i verdipapirer notert i fremmed valuta i den norske renteporteføljen valutases mot norske kroner.

I tabell 16.6 er sensitiviteten for resultat og verdsettelse vist for en relevant mulig endring i valutakurs (lik ett standardavvik for valutakurs mot norske kroner) basert på beholdningen 31.12. Sensitivitetsoversikten viser effekten for verdsettelse og resultat forutsatt at alle andre variabler holdes konstante.

NOTER

Tabell 16.6
Sensitivitet for valutakursendring monetære poster

Valuta, beløp i millioner kroner	Endring i valutakurs	Statens obligasjonsfond
EUR	8 %	1,6

I tabell 16.7 er eksponeringen for Statens obligasjonsfond mot valutakurs for monetære poster vist:

Tabell 16.7
Eksponering mot fremmed valuta, monetære poster

Beløp i millioner kroner	Euro
Eiendeler	
Obligasjonsportefølje	20
Sikkerhetsstillelse	4
Sum eiendeler	24
Gjeld	
Sikkerhetsstillelse	4
Sum gjeld	4
Total eksponering	20

NOTE 17 KREDITT- OG MOTPARTSRISIKO

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risiko knyttet til at utstedere av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. For Statens obligasjonsfond oppstår kredittrisiko som følge av Folketrygdfondets aktive forvaltning.

For å begrense tap som følge av kredittrisiko har Folketrygdfondet etablert et rammeverk for å fastsette kredittrammer for obligasjoner i porteføljen til Statens obligasjonsfond. Dette rammeverket bygger på utstedernes rating fra internasjonale ratingbyråer. En stor del av de norske utstederne i porteføljen har ikke slik rating. I slike tilfeller fastsettes det en intern rating basert på input fra ulike kilder, herunder programvare innkjøpt fra Moody's KMV.

Tabell 17.1
Obligasjonslån fordelt etter rating*

Beløp i millioner kroner	2011	2010
AAA/Aaa - stat		
AAA/Aaa - privat	474	375
AA/Aa		329
A	3 385	2 924
BBB/Baa	2 112	3 647
BB/Ba	986	749
B	747	1 172
Lavere	390	106
Ingen vurdering		
Sum	8 096	9 302

* Det er lånets rating som er benyttet i tabellen ovenfor. I tilfeller hvor lånet 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 lånet ikke har rating, benyttes utsteders rating. I tilfeller hvor hverken lånet eller låntager har ekstern rating, er intern rating benyttet slik denne fremkommer i Folketrygdfondets kredittrammeverk.

NOTER

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 til Statens obligasjonsfond er det obligasjonslån utstedt av i alt 23 låntagere (per 31.12.10 15 låntagere) som ikke er ratet «investment grade».

Det er i alt 7 utstedere (per 31.12.10 var det 2 utstedere) i Statens obligasjonsfond med en lavere kredittvurdering enn B. I ett av disse, Eitzen Maritime Services, ble opprinnelig obligasjonslån høsten 2011 konvertert til egenkapital i selskapet. Statens obligasjonsfond investerte samtidig (sammen med andre investorer) i et nytt mindre lån, som ledd i den restrukturering av selskapets finansiering som ble gjennomført. Virkelig verdi for verdipapirer utstedt av denne utstederen var per 31.12.11 på 31 millioner kroner, hvorav 14 millioner kroner i aksjer og 17 millioner kroner i obligasjoner.

En annen av utstederne med kredittvurdering lavere enn B er Blom, som ved inngangen til året hadde fått midlertidig fritak fra enkelte klausuler i låneavtalen. Som ledd i restruktureringen av dette selskapets kapital ble det i første halvår gjennomført en egenkapitalemisjon. I forbindelse med restruktureringen av selskapets kapital garanterte og investerte Folketrygdfondet på vegne av Statens obligasjonsfond også i et nytt obligasjonslån som ved konkurs har prioritet foran gammelt obligasjonslån. Restruktureringen innebærer også at rentebetaling på det gamle obligasjonslånet for en definert periode skjer i form av utstedelse av nye obligasjoner. Virkelig verdi for obligasjoner utstedt av denne utsteder var 62 millioner kroner per 31.12.11.

Per 31.12.11 var det ingen andre låntagere som hadde fått midlertidige fritak fra enkelte klausuler i låneavtalene.

I tabell 17.2 er konsentrasjonen av obligasjonslån vist for ulike sektorer:

Tabell 17.2
Obligasjonslån per sektor

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Markedsverdi</i>
Finans, obligasjoner med fortrinnsrett	601
Finans, ordinære lån	3 931
Industri, ordinære lån	3 564
Sum obligasjoner og sertifikater	8 096

Følsomhet kredittmargin

Kredittvurdering målt ved karakterskalaen som er brukt i tabell 17.1 sier noe om i hvilken grad porteføljen er utsatt for kreditteksponering. Ved endring i kredittspreaden (marginen mellom renten på kredittobligasjoner og statsobligasjoner) vil prisen endre seg mer desto lengre løpetiden på lånene er. Verdien av Statens obligasjonsfond er derfor følsom for endringer i kredittmarginer. Tabell 17.3 viser sensitiviteten for Statens obligasjonsfond ved endring i kredittmarginer på ett prosentpoeng. Beregningene tar utgangspunkt i en tenkt situasjon hvor alle kredittpåslag beveger seg like mye. Beregningene er gjort med utgangspunkt i posisjonene per 31.12 og markedsrenter på samme tidspunkt. Tabell 17.3 er sammenlignbar med tabell 16.4 i note 16 om markedsrisiko.

Tabell 17.3
Endring (sensitivitet) for verdsettelse av obligasjoner som følge av endring i kredittspread:

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Oppgang</i>	<i>Nedgang</i>
Norske kroner	-1 177	1 209
Svenske kroner		
Danske kroner		
Euro	-304	324
Britiske pund		
Amerikanske dollar		
Norsk renteportefølje totalt	-1 481	1 533

Et mål på gjennomsnittlig kredittløpetid er kreditturasjon. Kreditturasjonen til Statens obligasjonsfond var 2,9 år per 31.12.11 (2,9 år per 31.12.10).

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er en form for kredittisiko som er knyttet til at motparter for derivater, utlån av verdipapirer, bankinnskudd m.v. ikke er i stand til å oppfylle sine forpliktelser overfor Folketrygdfondet. Motpartsrisiko oppstår ved handel i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter, utlån av aksjer og gjenkjøpsavtaler, i tillegg til at usikrede bankinnskudd også blir definert som motpartsrisiko. Motpartsrisiko oppstår også overfor meglere, depotbank og overfor oppgjørssystemer. Folketrygdfondet har fastsatt egne retningslinjer for motpartseksponering, herunder rammer. I investeringsmandat Statens obligasjonsfond har Folketrygdfondets styre satt som krav at motparter (ikke inkludert meglere) skal ha

NOTER

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 Folketrygdfondets eget system for kredittvurdering vise et tilsvarende ratingnivå.

Per 31.12.11 hadde alle Folketrygdfondets motparter som var brukt i forvaltningen av Statens obligasjonsfond en tilfredsstillende rating fra minst ett av de internasjonale byråene. Alle nye motparter og meglere skal godkjennes. Kredittkvaliteten til motparter overvåkes løpende, mens det undersøkes om meglere i det norske markedet har nødvendig konsesjon fra Finanstilsynet. For utenlandske meglere overvåkes rating for morbank.

For handel i ikke-børsnoterte derivater er det satt krav om nettingavtaler og sikkerhetsstillelse (ISDA og CSA), og alle slike forretninger er regulert av slike avtaler. I egne tilleggsavtaler har Folketrygdfondet satt krav om kvaliteten på stilt sikkerhet som motpartene kan stille overfor Folketrygdfondet. Det vises videre til egne noter om sikkerhetsstillelse. Avtale om netting innebærer blant annet at i tilfeller hvor en av partene blir gjenstand for konkursbehandling, skal alle handler foretatt innunder nettingavtalen avsluttes og gjøres opp under ett.

Motpartsrisiko knyttet til uoppgjorte handler i verdipapirer (dvs mot meglere) anses som minimal som følge av at transaksjoner ikke gjøres opp uten samtidig betaling eller levering. Motpartsrisikoen mot meglere er dermed begrenset til tilfeller hvor kjøpt (solgt) verdipapir stiger (synker) i verdi og megler ikke er i stand til å gjennomføre handelen, og videre begrenset i verdi til verdiendring mellom avtalt pris og markedsverdi på oppgjørstidspunktet.

For gjennomføring av valutatransaksjoner reduseres oppgjørstidsrisikoen ved at slike oppgjør gjennomføres i oppgjørssystemer hvor oppgjør skjer ved levering av betaling i én valuta mot betaling i en annen valuta.

I rammeutnyttelsen legges det til et påslag avhengig av risikoegenskaper ved instrumentet, mens stilt sikkerhet fratrekkes. For å begrense tap som følge av motpartsrisiko, har Folketrygdfondet etablert et rammeverk for å fastsette rammer for eksponering mot motparter knyttet til forretninger Folketrygdfondet inngår som del av forvaltningen av Statens obligasjonsfond.

I tabell 17.4 er motpartseksponeringen vist.

Tabell 17.4
Motpartseksponering 31.12.11

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Brutto-eksponering</i>	<i>Eksponering etter fratrukk for nettingavtaler</i>	<i>Mottatt sikkerhet og innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler</i>	<i>Usikret motpartseksponering</i>
Bankinnskudd	54	54		54
Ikke-børsnoterte derivater	5	5	4	1
Fordringer	9	9		9
Totalt	68	68	4	64

Kolonnen for eksponering etter fratrukk for nettingavtaler viser motpartseksponering slik denne fremkommer i balansen i henhold til våre regnskapsprinsipper. Kolonnen for bruttoeksponering viser eksponeringen uten å ta hensyn til etablerte nettingordninger i avtalene for ikke-børsnoterte derivater. Nettingavtalene Folketrygdfondet har inngått for ikke-børsnoterte derivater (ISDA og CSA) tilsier at mellomværende mellom motpart og Folketrygdfondet som blir gjenstand for krav ved konkurs, er nettosummen av alle forretninger inngått under samme avtale (ISDA). For Statens obligasjonsfond er brutto og netto like. Det er nettosummen som er tatt med i balansen og det er nettosummen som er gjenstand for den verdsettelse som brukes ved sikkerhetsstillelsen. Helt til høyre i tabellen vises stilt sikkerhet og den usikrede motpartseksponeringen. Det er usikret motpartseksponering med et tillegg for fremtidig utvikling som er lagt til grunn ved rammeutnyttelse i forhold til fastsatte motpartsrammer. For ikke-børsnoterte derivater er stilt sikkerhet mindre enn balanseført markedsverdi per 31.12.11. Årsaken til det er at stilt sikkerhet er basert på markedsverdien to dager tidligere.

NOTER

NOTE 18 LIKVIDITETSRISIKO**Likviditetsrisiko**

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.

Tidshorisonten til Statens obligasjonsfond er lengre enn for mange andre finansinstitusjoner. Det innebærer at Statens obligasjonsfond har et særskilt fortrinn fremfor andre investorer ved å kunne høste likviditetspremier i markedene.

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 må derfor høsting av likviditetspremien veies opp mot ønsket om å kunne realisere instrumenter når Folketrygdfondet finner det ønskelig å foreta et salg.

Tabell 18.1**Likviditetsoversikt per 31.12.11**

Beløp i millioner kroner	Udiskonterte kontantstrømmer					Markedsverdi	
	Inntil 1 mnd	Fra 1 mnd inntil 3 mnd	Fra 3 mnd inntil 1 år	2013-2017	2017-2040	Uten forfall	Totalt
Eiendeler							
Bankinnskudd	50						50
Statsobligasjoner							
Sertifikater og private obligasjoner	20	211	1 141	6 186	4 872	14	8 096
Aksjer							14
Andre eiendeler (fordringer)	9						9
Totale udiskonterte eiendeler (ekslusive finansielle derivater)	79	211	1 141	6 186	4 872	14	8 169
Gjeld							
Mottatt kontantsikkerhet	4						4
Innskudd fra Repoaktiviteter							
Annen gjeld							
Totale udiskonterte gjeldsposter (ekslusive finansielle derivater)	4						4
Finansielle derivater							
Innstrømmer	-893						
Utstrømmer	899						
Sum finansielle derivater	6						
Likviditetsgap	81	211	1 141	6 186	4 872		

NOTE 19 TRANSAKSJONER MED NÆRSTÅENDE PARTER

Folketrygdfondet er et særlovsselskap 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 har i 2011 blitt gjennomført i alt 14 transaksjoner mellom Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Alle transaksjonene relaterer seg til salg fra Statens obligasjonsfond til Statens pensjonsfond Norge og summerer seg til 1 237 mill. kroner. Handlene er gjennomført til markedspris, og i tråd med mandatet for obligasjonsfondet § 7 er det dokumentert at transaksjonene er skjedd til markedspris. Markedspris er anslått på bakgrunn av interne prisingrutiner og ved å forespørre meglere om indikative kurser for de aktuelle lånene. Transaksjonen er gjennomført til anslått midtkurs. Det innebærer at de to fondene har delt gevinsten ved å handle internt seg i mellom i forhold til de indikative kjøps- og salgskursene. Som følge av at verdsettelsen for obligasjoner skjer til kjøpskurs (jf. note 12) har salgene skjedd til høyere nivåer enn obligasjonen ville blitt verdsatt til på salgstidspunktet. Forskjellen mellom transaksjonspris og verdsettelseskurs samme dag innebærer en gevinst for obligasjonsfondet på 4,8 mill. kroner. Dersom obligasjonen alternativt hadde vært solgt i annenhåndsmarkedet (dvs til indikativ kjøpskurs) anslås salgsprisen å ha vært lavere.

NOTER

NOTE 20 HENDELSER ETTER BALANSEDAGEN

I februar 2012 meldte Blom ASA om et stort negativt resultat og betydelige av- og nedskrivninger for regnskapsåret 2011. Dette medfører at selskapets egenkapital er tapt. Blom arbeider med en restrukturering av selskapets balanse, og fører i den forbindelse samtaler med en majoritet av obligasjonseierne. Statens obligasjonsfond har obligasjoner til en markedsverdi på 62 millioner kroner per 31.12.11.

NOTER



Til Finansdepartementet

Statsautoriserte revisorer
Ernst & Young AS
Dronning Eufemias gate 6, NO-0191 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 Statens obligasjonsfond, som består av balanse per 31. desember 2011, resultatregnskap for regnskapsåret avsluttet per denne datoen og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger.

Styrets og administrerende direktørs ansvar for årsregnskapet

Styret og administrerende direktør 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 administrerende direktør 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.

A member firm of Ernst & Young Global Limited

NOTER



2

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 2011 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, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til disponering av resultatet 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 forenklet revisorkontroll av historisk finansiell informasjon», mener vi at styret og administrerende direktør 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, 7. mars 2012
ERNST & YOUNG AS



Eirik Tandrevold
statsautorisert revisor

Folketrygdfondet

Haakon VIIs gate 2 Tlf: 23 11 72 00
Postboks 1845 Vika folketrygdfondet@ftf.no
0123 Oslo www.ftf.no