

Folketrygdfondet

**STRATEGISK PLAN  
FOR FORVALTNINGEN AV  
STATENS PENSJONSFOND NORGE**

Vedtatt av Folketrygdfondets styre 14. desember 2017

---

# INNHold

<b>1. Innledning og sammendrag</b>	<b>3</b>
<b>2. Grunnlaget for vår virksomhet</b>	<b>4</b>
2.1 Styringsstruktur	4
2.2 Vårt særpreg	4
2.3 Særlige utfordringer	5
<b>3. Ansvarlig og aktiv forvaltning</b>	<b>6</b>
3.1 Ansvarlig kapitalforvalter	6
3.2 Aktiv investeringsvirksomhet	7
<b>4. Investeringsaktivitetene</b>	<b>9</b>
4.1 Aksjeforvaltningen	9
4.2 Renteforvaltningen	10
4.3 Avledede strategier	12
<b>5. Organisasjon og åpenhet</b>	<b>13</b>
5.1 Vår organisasjon	13
5.2 Åpenhet og kommunikasjon	13

# 1. INNLEDNING OG SAMMENDRAG



Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge (SPN) på vegne av Finansdepartementet. Mandatet krever at Folketrygdfondet skal ha en strategisk plan for hvordan forvaltningsoppdraget skal løses, og at planen skal oppdateres regelmessig og ved vesentlige endringer i forvaltningen. Dette dokumentet er vedtatt av Folketrygdfondets styre og presenterer den strategiske planen for forvaltningen av SPN, slik den gjelder fra 2018.

## Målsetting

Mandat for forvaltningen av SPN fastslår at «Folketrygdfondet skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader over tid», og presiserer at Folketrygdfondet skal drive ansvarlig investeringsvirksomhet. Folketrygdfondet har formulert følgende hovedmål for sin virksomhet:

- Vi skal være en ansvarlig kapitalforvalter som bidrar til verdiskaping og oppnår meravkastning gjennom aktiv forvaltning
- Vi skal ha tillit og godt omdømme
- Vi skal ha en kompetent og engasjert organisasjon som driver effektivt

Mandatets krav og hovedmålene som er satt for virksomheten innebærer at Folketrygdfondet, i tillegg til å skape god finansiell avkastning for SPN, skal bidra til verdiskaping og utvikling i norsk næringsliv gjennom kapital til selskapene, ansvarlig eierskapsutøvelse, tiltak for gode «kjøreregler» og velfungerende markeder, samt ved å være en langsiktig og stabiliserende aktør i kapitalmarkedene. Folketrygdfondet legger til grunn at rollen som den største institusjonelle

investoren i det norske finansmarkedet forplikter. Vi har et ansvar for å påvirke selskapenes virksomhetsstyring og markedsplassens rammevilkår.

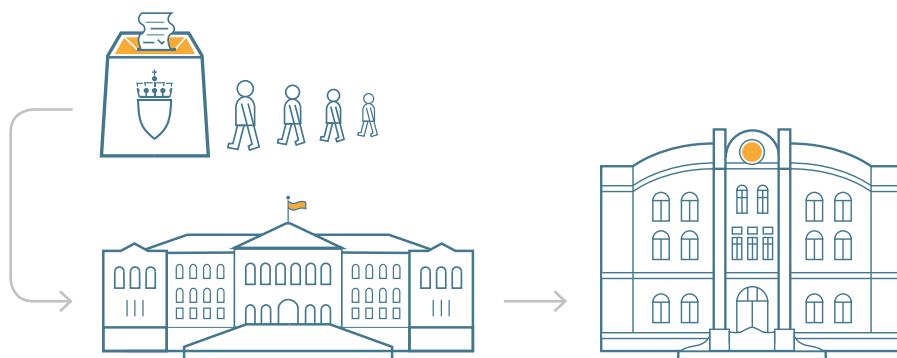
## Prinsipper

- Folketrygdfondet skal nå sine mål ved å være en engasjert eier og investor som skaper merverdier i tråd med våre særtrekk og fortrinn.
- Vi skal være en ansvarlig, aktiv og motsyklisk forvalter med en portefølje preget av god risikospredning og et langsiktig perspektiv.
- Vår aktive risikotaking vil være disiplinert og variere over tid avhengig av investeringsmulighetene.
- Når det oppstår situasjoner der Folketrygdfondet ved å være en engasjert eier kan styrke selskapene eller markedet som helhet, men ikke selv oppnå meravkastning der og da, vil vi tenke langsiktig og prioritere å styrke selskapene og markedet.

## Utviklingen videre

Vi vil i tiden fremover bygge videre på de gode resultatene som er oppnådd i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Vi legger samtidig vekt på å videreutvikle forvaltningen og tilpasse vår strategi til nye utfordringer og muligheter. Det legges opp til å fortsette å utvikle forvaltningen gradvis. En mulig økning av risikotakingen på lang sikt skal skje på en disiplinert og gjennomtenkt måte hvor vi bygger kompetanse og fortsatt legger til grunn et krav om relativt høy forventet risikojustert avkastning etter kostnader.

## 2. GRUNNLAGET FOR VÅR VIRKSOMHET



### 2.1 STYRINGSSTRUKTUR

Det er etablert en klar rolle- og ansvarsdeling mellom Finansdepartementet som eier og Folketrygdfondet som kapitalforvalter. Folketrygdfondets virksomhet er regulert gjennom:

- Lov om Folketrygdfondet av 29.6.2007
- Lov om Statens pensjonsfond av 21.12.2005
- Mandat for forvaltningen av SPN av 21.12.2010

SPN er plassert som kapitalinnskudd i Folketrygdfondet, og Folketrygdfondet forvalter midlene i eget navn i tråd med mandatet. Det foretas ikke innskudd i eller uttak av SPN, mens avkastningen (etter kostnader) legges til fondet. Målet om høyest mulig avkastning over tid skal nås innenfor fastsatte risikorammer. Sentralt i denne sammenheng er den strategiske referanseindeksen. Denne er satt sammen av 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner, fordelt på 85 prosent i Norge og 15 prosent i Danmark, Finland og Sverige. Samtidig er det satt ramme for hvor mye SPNs avkastning kan forventes å avvike fra avkastningen til referanseindeksen. Denne forventede relative volatiliteten skal ikke overstige 3 prosentpoeng<sup>1</sup>.

Ved store markedsbevegelser skal den faktiske referanseindeksen tilbakevektes. Andre risikorammer som ligger i mandatet er en øvre ramme for andelen høyrentepapirer i fondet, en begrensning på tillatt eierandel i selskaper, krav om supplerende risikorammer, nærmere regler for tillatte instrumenter, rapporteringskrav mv. Folketrygdfondet skal fastsette prinsipper for verddivurdering, avkastningsmåling og styring, og skal gjennomføre måling og kontroll av risiko som minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder.

Innenfor denne styringsstrukturen fastsetter Folketrygdfondets styre strategier, prinsipper og retningslinjer på et overordnet nivå: strategisk plan for forvaltningen, prinsipper for risikostyring, prinsipper for ansvarlig investeringspraksis, investeringsmandat for SPN, samt stillingsinstruks for administrerende direktør. Administrerende direktør har på sin side operasjonalisert disse gjennom mer detaljerte mandater, retningslinjer, prosesser og rutiner. De overordnede styringsdokumentene fastsatt av styret er tilgjengelige på [www.ftf.no](http://www.ftf.no).

### 2.2 VÅRT SÆRPREG

Som forvalter av SPN skiller Folketrygdfondet seg fra andre aktører på en del områder. Vi legger vekt på at følgende særpreg har betydning for hvordan vi bør innrette investeringsvirksomheten:

#### ■ Styringsstruktur

Kapitalen SPN og kapitalforvaltningsorganisasjonen Folketrygdfondet har en statlig eier med et langsiktig perspektiv. Vi har et klart og godt rammeverk som legger til rette for hensiktsmessig kapitalforvaltning i tråd med fondets formål. Andre aktører oppfatter oss ofte som en attraktiv motpart og samarbeidspartner. Det å forvalte fellesskapets midler betyr samtidig høye forventninger til effektiv og ansvarlig drift og at vi må legge stor vekt på å ha tillit og godt omdømme.

#### ■ Størrelse

Folketrygdfondet er den største institusjonelle enkeltinvestoren i det norske finansmarkedet. Det innebærer både forpliktelser, begrensninger og muligheter. Investert kapital utgjør nær

<sup>1</sup> Forenklet sagt innebærer det at avkastningen til SPN ikke skal forventes å avvike fra avkastningen til referanseindeksen med mer enn 3 prosentpoeng i to av tre år.

5 prosent av aksjemarkedet (10 prosent når det justeres for fri flyt) og nesten 3 prosent av obligasjons- og sertifikatmarkedet. I en rekke selskaper er eierandelen relativt stor. Vi investerer i finansmarkeder som tidvis er lite likvide, og det kan derfor være vanskelig å omsette verdipapirer uten å påvirke markedsprisene vesentlig. Dette betyr at det tar lang tid å foreta endringer i porteføljens eksponering og at vi har en særskilt interesse i å legge et langsiktig perspektiv til grunn for vår investeringsvirksomhet. Det betyr også at vi har et ansvar for å påvirke selskapenes virksomhetsstyring og markeds plassens rammevilkår. Størrelse gir dessuten anledning til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen, herunder mulighet til å utvikle bred kompetanse. Samlet tilsier dette en tålmodig, grundig og aktiv forvaltning, hvor vi må være forberedt på at porteføljen kan avvike en del fra referanseindeksen.

#### ■ **Langsiktighet og risikobærende evne**

I forvaltningen av SPN har Folketrygdfondet mindre behov for likviditet og større toleranse for store verdiendringer enn mange andre investorer har. Det gir grunnlag for å opptre langsiktig og motsyklisk, og dermed høste likviditetspremier og tidsvarierende risikopremier. Dette kan skje både som følge av Finansdepartementets bestemmelser om tilbakevektning av referanseindeksen for SPN ved store markedsbevegelser, og gjennom Folketrygdfondets aktive forvaltning hvor vi avviker fra referanseindeksen. En slik investeringsadferd er imidlertid krevende å gjennomføre. Vi skal ofte øke eller redusere risikoen i porteføljen når de fleste andre gjør det motsatte. Vi må derfor ha en gjennomarbeidet og robust strategi med solid forankring.

#### ■ **Ansvarlig forvaltningsvirksomhet**

En stor og langsiktig investor som Folketrygdfondet har egeninteresse av ansvarlig investeringsvirksomhet. Gjennom mer enn 25 år med aksjeforvaltning og 50 år med renteforvaltning har vi blitt godt kjent med selskapenes strategi og historie. Folketrygdfondets ambisjon er at selskapene skal oppleve Folketrygdfondet som en konstruktiv og god eier og kreditor. Dette skal oppnås ved å stille krevende spørsmål om vesentlige forhold og ved å være tilgjengelig for selskapene.

## 2.3 SÆRLIGE UTFORDRINGER

Når vi skal videreutvikle forvaltningen og tilpasse vår strategi til nye utfordringer og muligheter, legger vi vekt på visse utviklings-trekk fremover:

#### ■ **Teknologisk utvikling og nye krav til organisasjonen**

Den teknologiske utviklingen med store og raske endringer utfordrer så vel selskapers forretningsmodeller som vår måte å drive forvaltningen på. Det krever at vi evner å fornye og effektivisere forvaltningen samtidig som vi opprettholder høy kvalitet.

#### ■ **Langsiktig forvaltning og risikotoleranse**

Å følge en langsiktig forvaltningsfilosofi kan være utfordrende i en hverdag preget av stor informasjonsflyt og krav om raskt målbare resultater og konklusjoner. Det kan være krevende å forfølge en motsyklisk forvaltningsstrategi der man unngår for høy risikotaking i perioder med få aktuelle investeringsmuligheter og for lav risikotaking i urolige perioder med høyere risikopremier. En solid forankring av den langsiktige forvaltningsfilosofien er derfor nødvendig.

#### ■ **Aksjeporteføljens størrelse og manøvrerbarhet**

En stor aksjeportefølje kombinert med generell svakere markedslivlighet utfordrer forvaltningens handlefrihet og legger føringer for hvordan forvaltningen kan gjennomføres. Samtidig som vi fortsetter å videreutvikle forvaltningen for å møte utfordringene, legger vi vekt på å kommunisere overfor våre interessenter at det er krevende å oppnå en ønsket porteføljensammensetning.

#### ■ **Finansielt motivert tilnærming til ansvarlig forvaltning**

Bærekraft er viktig for å identifisere aksjevinnere, og gode vurderinger avhenger av en helhetlig, integrert tilnærming med fokus på vesentlighet. For å lykkes, må vi kjenne selskapene, relevante dilemmaer og avveininger, samt kommunisere vår tilnærming og forventninger på en måte som opprettholder tillit og godt omdømme.

### 3. ANSVARLIG OG AKTIV FORVALTNING



#### 3.1 ANSVARLIG KAPITALFORVALTER

**Vi skal levere høyest mulig avkastning over tid. Dette skal vi oppnå gjennom å drive aktiv forvaltning og ved å være en engasjert og ansvarlig eier og kreditor**

Folketrygdfondet har høye ambisjoner for forvaltningen av SPN. Vi skal oppnå høy avkastning over tid, og vi skal gjøre dette langs to hovedlinjer:

- Ved å løfte markedets samlede avkastning gjennom å styrke selskapenes lønnsomhet og markedets funksjonsevne
- Ved å skape meravkastning i egen portefølje sammenlignet med det brede markedet

Det er avgjørende for vår langsiktige avkastning at selskapene vi har investert i leverer gode resultater på lang sikt og at markedene er effektive og velfungerende. Derfor skal vi ha en integrert tilnærming til ansvarlig forvaltning. Dette innebærer å ha en systematisk oppfølging av vesentlige muligheter og utfordringer knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG) og være en engasjert eier som bidrar til å maksimere selskapenes potensial. Dette kommer også andre aksjonærer og kreditorer til gode. Vi engasjerer oss som eier, uavhengig av om vi i det enkelte selskap har en over- eller undervekt sammenlignet med referanseindeksen. Når det av og til oppstår situasjoner der Folketrygdfondet ved å være en engasjert eier kan styrke selskapene eller markedet som helhet, men ikke selv

oppnå meravkastning, vil vi prioritere å styrke selskapene og markedet. Det vil legge til rette for høyere avkastning for SPN i det lange løp, i tråd med vårt mandat.

Vår adferd som investor skal reflektere våre institusjonelle særtrekk og vårt langsiktige perspektiv. Videre er forvaltningsmandatet utgangspunkt for vår tilnærming til ansvarlig forvaltning. Folketrygdfondets styre har vedtatt et sett prinsipper for ansvarlig forvaltning som bygger på FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse, OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper og Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse. I tråd med prinsipper for ansvarlig forvaltning har administrerende direktør fastsatt retningslinjer for arbeid med ansvarlig forvaltning.

Vi tilpasser arbeidet og virkemiddelbruken til våre særtrekk, ulike finansielle instrumenter og porteføljer, slik at ansvarlig forvaltning bidrar til det overordnede målet om høyest mulig avkastning over tid. I denne vurderingen ser vi blant annet på i hvilken grad vi kan påvirke forhold knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG) før investering og som investor. For obligasjoner har vi størst påvirkning før vi investerer, fordi man ikke får eierrettigheter som kreditor. Derfor fokuserer vi på å gjøre gode ESG-analyser før obligasjonskjøp, slik at vi fanger opp temaer som kan påvirke kredittverdigheten. For våre investeringer i aksjer har vi, grunnet våre eierrettigheter, størst mulighet til å påvirke ESG-faktorer som investor. Derfor er

eierskapsutøvelse et prioritert virkemiddel for aksjer.

Det er i vår interesse å arbeide for velfungerende og effektive markedsplasser med hensiktsmessige rammevilkår, gode standarder og sunn adferd fra utstedere, tilretteleggere og investorer. Arbeidet inkluderer deltagelse i relevante fora og samarbeid med børser og regulatoriske myndigheter.

Vår handelsstrategi legger vekt på at transaksjoner skal gjennomføres til lave kostnader og med liten markedspåvirkning. Vår portefølje er preget av relativt lav omløpshastighet og lave transaksjonskostnader.

### 3.2 AKTIV INVESTERINGSVIRKSOMHET

*Vi skal skape meravkastning langs flere akser i tråd med våre fortrinn, og vår risikotaking vil variere over tid avhengig av investeringsmulighetene*

Referanseindeksen er et viktig instrument for å klargjøre eiers risikovilje og plassere ansvar hos Folketrygdfondet. Vi legger til grunn at finansmarkedene er relativt effektive, og at det derfor er krevende å levere høyere avkastning enn referanseindeksen.

Vi mener imidlertid at våre særtrekk og fortrinn, vårt verdigrunnlag, vår investeringsfilosofi og vår lange erfaring samlet sett gir et solid grunnlag for å skape meravkastning til lave kostnader. Når vi understreker at aktiv forvaltning egner seg bedre enn passiv forvaltning av SPN, legger vi vekt på følgende hensyn:

#### ■ Likviditet

Likviditeten i det norske finansmarkedet er varierende og tidvis dårlig. Det er derfor vanskelig å tilpasse en stor portefølje som SPN til endringer i referanseindeksen uten at dette påvirker markedsprisingen. Videre er det slik at referanseindeksen kan inneholde verdipapirer som er vanskelig tilgjengelige og lite likvide. SPN-mandatets regler om tilbakevektning av referanseindeksen ved store markedsbegivelser innebærer tidvis store transaksjonsvolum. Dette, kombinert med manglende likviditet i markedet, gjør at indekxnær forvaltning av SPN fremstår som lite hensiktsmessig.

#### ■ Risikoeksponering

Referanseindeksen preges av andre aktørers beslutninger og er ikke nødvendigvis satt sammen slik at risikoeksponeringene egner seg godt for en langsiktig investor. Indeksen tar heller ikke hensyn til markedsimperfeksjoner, som for eksempel mulig feilprising når mange investorer følger samme indeks og skal foreta samme tilpasning etter indeksendringer. Vi kan dermed oppnå en bedre porteføljesammensetning og lavere transaksjonskostnader ved å avvike fra indekseen.

#### ■ Ansvarlig forvaltningsvirksomhet

Vår ansvarlige forvaltningsvirksomhet er en integrert del av vår aktive kapitalforvaltning og arbeidet for høyest mulig avkastning over tid. Ved å fatte selvstendige investeringsbeslutninger som kan avvike fra indekseen, bidrar vi i tillegg til effektiv prisdannelse og velfungerende markeder.

#### Hovedkilder til meravkastning

På et overordnet nivå er det enkelte felles kilder til meravkastning som er viktige for både aksje- og renteforvaltningen:

- Vi velger kvalitetsselskaper, hvor vi er komfortable med å ha et langsiktig perspektiv
- Vi høster likviditetspremier
- Vi drar nytte av at risikopremier, og dermed forventet avkastning, varierer over tid

I tillegg søker vi å utnytte særskilte avkastningsmuligheter som følger av porteføljens særtrekk. Eksempler på dette kan være utlån av verdipapirer, effektiv likviditetsforvaltning og ulike former for arbitrasje. Dette er områder hvor vi i tillegg til å styrke SPNs avkastning også kan bidra til mer velfungerende markeder.

Historisk har vi lagt vekt på at risikotakingen i aksjeporteføljen skal være dominert av selskapsesifikke forhold, og i renteporteføljen av generell kreditt- og likviditetsrisiko<sup>2</sup>. Dette tar vi med oss videre, men vi legger samtidig vekt på at strategien må videreutvikles i årene som kommer, slik at vår investeringsvirksomhet er godt tilpasset nye utfordringer og muligheter.

Vi skal utarbeide investeringsstrategier som bidrar til å spre risikoen, samtidig som vi på en god måte skal sørge for å gjennomføre de mer konsentrerte risikoeksponeringene som ofte følger av vår virksomhet. Nye aktiviteter skal som hovedregel være avledet av våre særtrekk

<sup>2</sup> Det har vært lite risikotaking på tvers av de to aktivaklassene, såkalt taktisk aktivaallokering.

og fortrinn, og skal forventes å gi god risikojustert avkastning etter kostnader. Arbeidet med å utvikle virksomheten på utvalgte områder fortsetter.

### Risiko og forventet meravkastning

På et overordnet nivå knytter vi begrepet 'risiko' til en kvalitativ vurdering av faren for ikke å lykkes med oppdraget om å ha et godt omdømme og levere høy avkastning (minst i tråd med referanseindeksen og helst i tråd med vårt meravkastningsmål). En slik risiko ønsker vi at skal være lav, slik at vi kan regne med å lykkes med forvaltningsoppdraget.

Den vanlige bruken av begrepet 'risiko' i den operative forvaltningen har på sin side et snevrere og mer kvantitativt perspektiv og er knyttet til avvik mellom porteføljen og referanseindeksen. Denne investeringsrisikoen ønsker vi ikke å minimere. Vi ønsker at den skal være på et egnet nivå i tråd med våre ambisjoner om å utføre forvaltningen på en effektiv måte og å skape meravkastning utfra våre særtrekk og fortrinn. I SPN-mandatet er det satt en slik ytre finansiell risikoramme for forventet relativ volatilitet på 3 prosentpoeng. Folketrygdfondet legger til grunn at forvaltningen skal gjennomføres med en risikoutnyttelse for relativ volatilitet som i normale perioder vil ligge mellom 0,5 og 1,5 prosentpoeng<sup>3</sup>. I spesielle perioder kan risikomål og differanseavkastning vise store utslag.

Vi skal ha godt betalt for den investeringsrisikoen vi tar. Siden investeringsmuligheter og forventet avkastning varierer over tid, skal også vår risikotaking variere over tid. Vår størrelse og langsiktige forvaltningsstil bidrar også til at vår aktive forvaltning må vurderes med et langsiktig perspektiv. Økning i risikoen må derfor skje innenfor rammen av en slik forvaltningsmodell.

Vår aktive risikotaking har avtatt etter finanskrisen. Dette skyldes delvis at vi har holdt fast ved, og fått uttelling for, de strategiene vi har valgt. Dessuten er forventet avkastning av nye mulige strategier for tiden lav. Videre virker vår størrelse i markedet og svakere markedelikviditet begrensende på vår handlefrihet. Målt risiko har i tillegg blitt redusert som følge av eksterne markedsforhold (uavhengig av den aktive posisjonstagningen).

På lang sikt legger vi fortsatt til grunn at det vil komme investeringsmuligheter der risikotakingen er konsistent med den etablerte målsettingen om at aktiv forvaltning bør skape en årlig meravkastning i forhold til referanseindeksen på 0,4 prosentpoeng (før forvaltningskostnader). På kort sikt vil imidlertid forventet meravkastning være lavere. Hvis omfanget av den aktive risikotakingen over tid skulle bli liggende i den nedre del av det ovennevnte intervallet (på 0,5-1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet), er det naturlig å vente en meravkastning nærmere halvparten av det langsiktige målet.

### Forvaltning i Norge, Danmark, Finland og Sverige

Norden oppfattes i dag i stor grad som ett felles kapitalmarked, dels på grunn av teknologisk utvikling og bedre informasjonsflyt, og dels på grunn av internasjonaliseringen av både selskaper og investorer. For en investor med et norsk hovedfokus gir det positive vekselvirkninger å være tilstede også i de øvrige nordiske landene.

Deltagelse i større og mer likvide finansmarkeder gir bedre tilgang til informasjon om endringer i forhold som også gjelder norske selskaper, slik som rammebetingelser, beste praksis, sektormessige utviklingstrekk og markedsprising. Dette setter samtidig Folketrygdfondets organisasjon under et sterkere disiplinerende press og gjør oss i bedre stand til å oppfylle forvaltningsoppdraget.

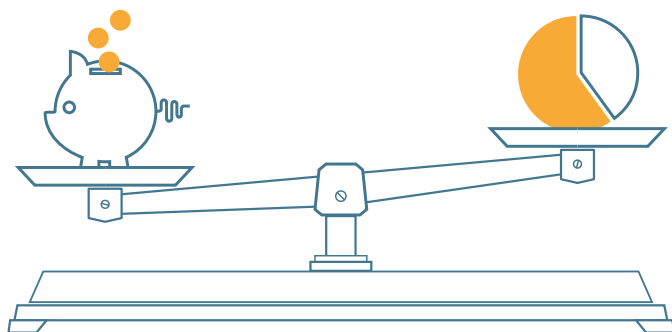
Et større investeringsunivers og mer likvid finansmarked gir oss anledning til å diversifisere våre strategier. Tilgang til et mer likvid finansmarked gir økte muligheter for å justere risikoeksponeringen i SPN, noe som er krevende i et mindre likvid norsk finansmarked. I tillegg er informasjonstilgangen vi får av å være tilstede i andre nordiske land viktig også for forvaltningen av norske verdipapirer.

Gjennom en integrert forvaltning på tvers av de nordiske markedene oppnår vi en mer dynamisk investeringsvirksomhet, høyere (risikojustert) meravkastning og bedre risikostyring. Vi mener også at integrert forvaltning på tvers av de nordiske markedene styrker vår rolle som ansvarlig eier i norske selskaper.

<sup>3</sup> I tillegg til rammen for relativ volatilitet styres risikotakingen ved at det er satt minstekrav til overlapp mellom porteføljen og referanseindeksen, og det er fastsatt utfyllende rammer for kredittisiko, likviditetsrisiko, motpartseksponering og belåning. Porteføljens eksponering og egenskaper blir også jevnlig belyst gjennom bruk av ulike typer stresstester.



## 4. INVESTERINGSAKTIVITETENE



Som ledd i arbeidet med å skape meravkastning har Folketrygdfondet ulike investeringsstrategier. I tillegg til forvaltning av aksjporteføljen og renteporteføljen, er også andre strategier, som er avledet av våre særtrekk og fortrinn, en del av kjernevirksomheten. Disse ulike investeringsaktivitetene har et felles grunnlag slik som beskrevet kapittel 3, Ansvarlig og aktiv forvaltning. All kapitalforvaltning finner sted internt i Folketrygdfondet, uten bruk av eksterne forvaltningsmandater.

### 4.1 AKSJEFORVALTNINGEN

***Vi skal levere høyest mulig aksjeavkastning over tid ved å drive aktiv forvaltning og være en aktiv og ansvarlig eier***

Vårt særpreg som en betydelig og langsiktig investor i et tidvis illikvid marked er bakgrunnen for at vi har valgt en langsiktig og verdibasert tilnærming i aksjeforvaltningen. Vi identifiserer kvalitetsselskaper vi ønsker å være investert i med vesentlige eierandeler over lengre tid, noe som skal bidra til at vi har mindre eksponering overfor selskaper som får problemer.

Det er krevende å oppnå ønsket sammensetning av en portefølje i et marked preget av svak likviditet. Vi legger derfor vekt på å utnytte mulighetene som ligger i en bred nordisk forvaltning til å forbedre porteføljens likviditetsegenskaper og etablere en mer balansert risikoeksponering. I tillegg til fleksibilitet og likviditet i den løpende porteføljetilpasningen, er det er betydelige forvaltningsmessige synergier ved at vi får kunnskap og kompetanse. Gjennom å følge selskaper gjennom ulike sektorer på tvers av Norden styrker vi avkastningsmulighetene.

Det er avgjørende for vår langsiktige avkastning at selskapene vi har investert i leverer gode resultater på lang sikt og at markedene er effektive og velfungerende. Våre investeringsbeslutninger baseres på bred informasjonstilgang, analyser og kontakt med selskaper, og inkluderer vurderinger av miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring (ESG-analyser).

I Folketrygdfondet har vi en teambasert forvaltning av den samlede aksjporteføljen, med fokus på én aksjportefølje med én forvaltningsfilosofi. Investeringsprosessen er preget av systematiske gjennomganger av de viktigste faktorene som påvirker selskapers verdiutvikling på sikt. Dette kombinerer vi med en grundig gjennomføring, oppfølging og kontroll av aksjeinvesteringene. Vi skal ha disiplinert risikotaking og en balansert portefølje.

Vår strategi for å skape meravkastning bygger på verdipapirvalg som reflekterer en avveining av kvalitative og kvantitative vurderinger på både selskapsnivå og overordnet porteføljenivå. Vi foretar kvantitative analyser som beskriver porteføljens overordnede risikoegenskaper (herunder faktoreksponeringer). Videre legger vi vekt på kvalitative analyser knyttet til økonomiske konjunkturer, reguleringer, politiske utviklingstrekk, strukturelle trender, sektordynamikk og andre vesentlige endringer i rammebetingelser.

Også de selskappspesifikke vurderingene deles i kvalitative og kvantitative kriterier. Sistnevnte innebærer at vi ser vår verddivurdering av et selskap opp mot aksjekursen. Vi prioriterer videre å bruke tid og ressurser på å gjøre kvalitative vurderinger av temaer knyttet til strategi, selskapsstyring og konkurranseposisjon, herunder en bærekraftig forretningsmodell.

Den samlede porteføljen reflekterer dermed både overordnede og selskapsespesifikke vurderinger med så vel kvalitative som kvantitative perspektiver.

I vårt arbeid for å skape høyere avkastning og lavere risiko over tid er følgende elementer sentrale:

#### ■ Kvalitetsselskaper

Vi legger vekt på å identifisere selskaper som i stor grad oppfyller våre kvalitative kriterier. Risikoen kan framstå som lavere ved at vi investerer i selskaper med mindre variasjon i resultatene og mindre variasjon i markedsprisingen enn selskapene i referanseindeksen.

#### ■ Strukturelle trender

Vi søker å være tidlig ute med å identifisere og utnytte vesentlige endringer i rammebetingelser som kan påvirke forretningsmuligheter for sektorer og selskaper.

#### ■ Motsyklisk

Vår langsiktighet og risikobærende evne brukes til å utnytte sykliske trender og stille kapital til rådighet når den er attraktivt priset (for eksempel ved å variere porteføljesammensetningen over tid og ved å delta i restruktureringer og oppkapitaliseringer). Det er et mål å øke porteføljens markedsrisiko (beta) når risikopremiene er høye, og omvendt.

#### ■ Unngå overoptimisme/overdreven pessimisme

Vi søker å dra nytte av at markedet i perioder kan ha i overkant optimistiske eller pessimistiske forventninger til inntjeningen i selskaper når vi velger våre undervekter og overvekter.

Med vår investeringsstrategi vil vi ofte være overvektet i en del store selskaper og ha relativt mindre investeringer i små- og mellomstore bedrifter. Denne forvaltningsstilen har en tendens til å gi porteføljen en viss defensiv eksponering sammenliknet med det brede markedet.

#### Eierskapsutøvelse

Møter med selskapenes styreleder og ledelse er den mest brukte arbeidsformen når Folkestrygdfondet utøver sitt eierskap. Andre viktige arenaer er generalforsamlinger, bedriftsforsamlinger og valgkomiteer. Vi stemmer på generalforsamlingene i selskapene vi er investert i.

Vi skal ha et solid informasjonsgrunnlag for våre investeringsbeslutninger gjennom regelmessig oppfølging av selskapene. Gjennom samtalen med selskapenes ledelse får vi et grunnlag for å forstå resultatutvikling, strategi, konkurransesituasjon og vekstmuligheter. Vi erfarer at aktiv forvaltning og eierskapsutøvelse er gjensidig avhengige. Vår eierskapsutøvelse gjør oss til en bedre forvalter. Rollen som stor eier betyr samtidig at vi må være oss bevisst vårt ansvar for en skjønnsom utøvelse av innflytelse og likebehandling av aksjonærer.

Vi har definert sentrale eierspørsmål som vi vil engasjere oss i:

- Finansielle mål og kapitalstruktur
- Styresammensetning
- Lederlønn
- God selskapsstyring
- Rapportering og åpenhet

Vi er i tillegg opptatt av at selskapene håndterer vesentlige muligheter og utfordringer knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring (ESG). For å gjøre dialogen med selskapene mest mulig effektiv for begge parter, har vi laget veiledende dokumenter som formidler våre forventninger i sentrale spørsmål knyttet til miljø, samfunn og selskapsstyring.

Folketrygdfondet deltar ikke i selskapenes styrer, og vi er opptatt av at det skal være tydelig ansvarsfordeling mellom styre og aksjonær. Vi følger de samme prinsippene for vår eierskapsutøvelse i danske, finske og svenske selskaper som norske. I de nordiske markedene utenfor Norge er imidlertid Folketrygdfondets eierposter mindre og spredt på flere selskaper, og eierskapsutøvelsen tilpasses dette.

## 4.2 RENTEFORVALTNINGEN

***Vi skal være en aktiv, motsyklisk og ansvarlig renteforvalter med en portefølje preget av god risikospredning og et langsiktig perspektiv***

Folketrygdfondet er en kostnadseffektiv og motsyklisk renteforvalter med en portefølje preget av god risikospredning og lav risiko for tap på hovedstol. Renteforvaltningen reflekterer at markedet vi investerer i tidvis kan være lite likvid, og at vi derfor må legge et langsiktig

perspektiv til grunn og være forberedt på å sitte på verdipapirene til de forfaller.

Vi har en teambasert forvaltning av den samlede renteporteføljen, kombinert med sektorbasert porteføljeoppfølging. Risikoeksponeringen domineres av kredittforvaltning. Risikotakingen skal være gjennomtenkt og disiplinert med stor vekt på grundige analyser med ulike perspektiver.

Sammensetningen av renteporteføljen skal reflektere en kombinasjon av (i) analyse av makro-økonomi og marked for å kalibrere det ønskede samlede kredittisikonivået, (ii) selskapsanalyse for å unngå obligasjoner som ender med mislighold, samt (iii) andre investeringsanalyser for å gi en mer diversifisert risikotaking.

Sammenlignet med referanseindeksen, som består av vel 30 prosent statspapirer og knapt 70 prosent private obligasjoner, skal vi søke å skape meravkastning i tråd med våre særtrekk og fortrinn langs følgende linjer:

#### ■ Porteføljeoptimalisering

Bygge en mer diversifisert portefølje enn referanseindeksen. Vår referanseindeks er basert på Barclays Global Aggregate, og har krav til størrelse og ekstern kredittvurdering som gjør at mange utstedere og lån ikke kvalifiserer.

#### ■ Strukturell kredittpremie

Legge vekt på solid kredittanalyse for å bygge en balansert kredittportefølje med lav risiko for kreditttap, siden det å unngå slike tap i praksis er en viktig kilde til meravkastning. Vi søker å dra nytte av at det er en tendens til ulik risikojustert avkastning i ulike kredittkategorier på grunn av markedssegmentering<sup>4</sup>.

#### ■ Strukturell likviditetspremie

Investere i flere og mindre likvide obligasjoner enn dem som inngår i referanseindeksen. Våre investeringsspeiler i større grad bredden i obligasjonsmarkedet med mange utstedelser også av moderat størrelse.

#### ■ Tidsvarierende likviditetspremie og kredittpremie

Være motsyklisk og variere sektorvektene og utstedervektene over tid. Vi søker å øke/reducere innslaget av kreditt- og likviditetsrisiko i porteføljen i perioder hvor slik risiko er høyt/lavt priset.

#### ■ Renteavvik

Justere renteeksponeringen i porteføljen når markedssituasjonen tilsier det.

Det meste av den aktive risikotakingen i renteporteføljen knytter seg til høsting av kreditt- og likviditetspremier. Det er et mål å utvikle denne forvaltningen videre, herunder utnytte investeringsuniverset og mulighetene som ligger i en tettere integrering av forvaltningen på tvers av Norden. I tillegg skal vi søke å spre risikotakingen og skape meravkastning også fra andre kilder enn kredittpapirer.

En vesentlig del av vår underliggende eksponering overfor kreditt- og likviditetsrisiko kommer gjennom vår portefølje av ansvarlige lån og høyrentepapirer, det vil si obligasjoner med en lavere kredittvurdering enn «investment grade»-obligasjonene i referanseindeksen. Høyrenteobligasjoner utgjør en stor del av det norske markedet for industriobligasjoner og reflekterer norsk næringsstruktur med mye virksomhet innen olje, offshore og shipping. For denne type obligasjoner må man forvente svak likviditet i perioder med markedsuro. Vi legger derfor stor vekt på solid kredittanalyse i forkant av obligasjonskjøp. Vår konsentrasjon om norske utstedere har de siste årene blitt utvidet med en noe bredere nordisk forvaltning, som gir porteføljen bedre likviditetsegenskaper og en mer diversifisert eksponering.

Den dynamiske forvaltningen med endring av risikoeksponeringen over tid oppnås primært i andre og mer likvide deler av porteføljen enn i høyrentepapirene. Det er ulike måter å justere porteføljen sykliske risikoeksponering på. Eksempelvis vil porteføljen eksponering bli mer defensiv når vi øker andelen som er investert i statspapirer eller obligasjoner med fortrinnsrett, og samtidig reduserer andelen bankobligasjoner, ansvarlige lån og høyrentepapirer. Tilsvarende kan vi internt i de ulike sektorene velge utstedere med lavere kreditt- og likviditetsrisiko. Vi kan også få en liknende effekt om kredittporteføljen gjennomsnittlige løpetid reduseres, siden kortere løpetid (lavere kreditturasjon) gjør porteføljen mindre eksponert overfor generelle endringer i markedets kredittpåslag. En annen dimensjon som påvirker porteføljen sykliske risikoegenskaper er å justere porteføljen følsomhet for absolutte eller relative renteendringer.

<sup>4</sup> Eksempelvis har det historisk vært god risikojustert avkastning knyttet til å kjøpe obligasjoner som akkurat faller utenfor den solide «investment grade» kategorien, noe som igjen kan skyldes at en rekke investorer ikke kan bli sittende med obligasjoner som blir nedgradert under denne kategorien.

Renteporteføljen er preget av litt høyere forventet avkastning og risiko enn referanseindeksen. Våre motsykliske investeringsstrategier kan innebære mindreavkastning i perioder der risikopremiene øker og vi i tillegg er i prosess med å øke risikoen i renteporteføljen. Slike perioder vil bli etterfulgt av perioder med en større meravkastning. En annen viktig egen-skap ved vår forvaltning er at risikoprofilen ved slik kredittforvaltning er skjevfordelt. Det er gjerne positive bidrag i det lange løp, men det kan være sjeldne perioder med store tap.

#### **Ansvarlig kredittforvaltning**

Vår integrerte forvaltning betyr at porteføljen skal betraktes som en helhet og reflektere en god balanse mellom ulike hensyn, herunder hensyn til miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring (ESG). Våre prioriterte virke-midler er beskrevet i 3.1. Vi har størst oppmerk-somhet om ESG-faktorer i forvaltningen av høyrentepapirer, siden det er i dette segmentet vi vurderer at nytten av ESG-perspektivet er betydelig. Ved å ta hensyn til ESG-faktorer i vår kredittvurdering før vi investerer, oppnår vi en portefølje med bedre risikoegenskaper og et bedre grunnlag for meravkastning.

Folketrygdfondet er opptatt av solide låne-kontrakter og legger vekt på at selskapene offentliggjør informasjon som er relevant for obligasjonseierne. Vi arbeider bredt for å bidra til en velfungerende markeds plass gjennom vår investeringsadferd og ved å være pådriver for gode markedsstandarder og -praksis. Folke-trygdfondet følger opp alle forespørsler om obligasjonseiermøter. I tilfeller der et selskap misligholder sine lånekontrakter er vi som obligasjonseier bevisst våre kreditorrettigheter. Vi avgir alltid stemme på obligasjonseiermøter, og om nødvendig engasjerer vi oss i eventuelle restrukturingsprosesser med sikte på å bidra til gode løsninger.

#### **4.3 AVLEDEDE STRATEGIER**

***Våre avledede strategier skal med utgangspunkt i våre særtrekk skape merverdier og styrke markedsplassens funksjonsmåte***

I tillegg til forvaltning av aksjeporteføljen og renteporteføljen inngår også andre strategier avledet av våre særtrekk og fortrinn som en del

av kjernevirksomheten. I arbeidet med å videre-utvikle investeringsstrategiene for å skape mer-avkastning har det derfor de siste årene vært oppmerksomhet om slike avledede strategier.

Avledede strategier knyttes gjerne opp mot særtrekk som porteføljen størrelse (gir kritisk masse på organisasjonens størrelse til å utvikle teknisk og analysekapasitet), porteføljen langsiktighet og risikobærende evne (gir rom for å høste likviditetspremier og ha en motsyklisk adferd), og det at vi har en annen regulering enn våre motparter (kan tjene på å bidra til en mer effektiv og velfungerende markeds plass med større mangfold, samtidig som det også må vurderes om det er særskilte omdømmeproblemstillinger).

Eksempler på avledede strategier er:

- Utlån av verdipapirer, dvs. vi utnytter lang-siktigheten til SPN ved å låne ut aksjer og obligasjoner hvor en er langsiktig eier
- Likviditetsforvaltning, dvs. vi utnytter SPNs størrelse og soliditet til å skape en mer-avkastning på hovedporteføljen likviditet og replasering av mottatt kontantsikkerhet
- Volatilitetsstrategier, dvs. vi utnytter SPNs risikobærende evne og langsiktighet til å høste premier fra strategier med skjev avkastningsprofil

En effektiv utføring av slike strategier følger av forvaltningsoppdraget og kan medføre en viss bruk av belåning. Risikoprofilen ved avledede strategier er annerledes enn det man kjenner fra for eksempel aksjeforvaltning. Det er gjerne positive bidrag i det lange løp, men det kan være sjeldne perioder med store tap. Det er viktig at dette er konsekvenser som er godt kommunisert og forankret, slik at vår investeringsadferd opprettholdes i tråd med strategien også når de ventede ekstremperiodene oppstår.

Avledede strategier har i dag et omfang som gir et viktig bidrag til meravkastningen. Vår erfaring er at slike strategier har flere positive sider. Foruten å gi et viktig bidrag til meravkastningen, er slike strategier også med på å profesjon-alisere organisasjonen og bidra til mer velfunger-ende kapitalmarkeder. Det er en målsetting å videreutvikle dette virksomhetsområdet, hvor det legges vekt på at strategiene bygges gradvis opp i takt med kunnskap og erfaring.

## 5. ORGANISASJON OG ÅPENHET



### 5.1 VÅR ORGANISASJON

Folketrygdfondet skal være et ledende finansielt miljø i Norge. For å lykkes med investeringsvirksomheten, må vi ha medarbeidere med høy kompetanse, omstillingsevne, forretningsmessig forståelse, personlig integritet og respekt for Folketrygdfondets rolle. Vi vil ivareta og videreutvikle en sterk organisasjonskultur. Et felles verdigrunnlag og felles forståelse i organisasjonen mener vi er nødvendig for å lykkes over tid og under skiftende markedsforhold.

En teknologisk utvikling med store og raske endringer krever at vi evner å fornye og effektivisere forvaltningen samtidig som vi opprettholder høy kvalitet. Vi legger stor vekt på å videreutvikle en engasjert organisasjon med et sterkt fagmiljø. Vi mener at interessante oppgaver og positiv meravkastning over tid gir oss godt grunnlag for å tiltrekke oss nødvendig kompetanse.

Vi er en resultatorientert organisasjon med måloppfølging av hver enkelt medarbeider. Alle ansatte skal kjenne sitt ansvarsområde og vite hva som forventes i organisasjonen. Alle skal ha innflytelse på eget arbeid innen gitte rammer. Styringsstrukturen skal være tydelig, og den skal bidra til at den enkelte medarbeider tar ansvar og får motivasjon. Folketrygdfondet skal ha konkurransedyktig lønnsnivå, men ikke være lønnsledende. Godtgjørelsesordningene

har et visst innslag av variabel lønn for å bidra til en god gjennomføring av investeringsstrategien og sikre nødvendig kompetanse.

Det skal være etablert en gjennomarbeidet og god strategi for å oppnå meravkastning på de ulike områdene, og de ansatte skal ha et bevisst og disiplinert forhold til å ta risiko. Vi legger vekt på god risikostyring, betryggende gjennomføring og effektiv kontroll. Egnede analyser av posisjonstagning, avkastning og risiko understøtter en god risikostyring.

Vår organisasjon er preget av en kostnadseffektiv drift basert på anerkjente standarder og effektiv forvaltningsstil. Dette skal fortsatt være et viktig bidrag til at vi over tid oppnår positiv meravkastning etter kostnader.

### 5.2 ÅPENHET OG KOMMUNIKASJON

For en forvalter av fellesskapets midler er det nødvendig med stor grad av åpenhet. For å kunne utføre forvalteroppdraget er Folketrygdfondet avhengig av tillit og godt omdømme. Ærlig og åpen kommunikasjon med omverdenen er en forutsetning for dette.

Vår langsiktige og motsykliske investeringsstrategi gjør at vi ofte vil øke eller redusere risikoen i porteføljen når de fleste andre aktører gjør det motsatte. En slik langsiktig strategi kan

i perioder gi oss svak avkastning. En vellykket gjennomføring av vår langsiktige investeringsstrategi krever derfor at hovedprinsippene for investeringsvirksomheten er kjent og godt forankret.

Offentligheten skal ha innsyn i de retningslinjer og overordnede risikorammer kapitalen forvaltes etter. Folketrygdfondets hjemmeside, [www.ftf.no](http://www.ftf.no), er en viktig kanal for å formidle informasjon om forvalteroppdraget og vår måte å løse oppdraget på.

Mandatet fastsetter at det skal offentliggjøres kvartals- og årsrapporter om forvaltningen av SPN, og det stilles krav til stor grad av åpenhet om resultater, kostnader, forvaltningsstrategier og risiko. Samtidig setter Folketrygdfondets relative størrelse i markedene noen begrensninger på åpenheten. Det er ikke hensiktsmessig å offentliggjøre så detaljert informasjon at andre markedsaktører på forhånd kan forutsi hvilke disposisjoner Folketrygdfondet vil komme til å gjøre. Vi må videre unngå å uttale oss på en slik måte at vi kan påvirke kursutviklingen i selskaper eller markeder.

Det er viktig for Folketrygdfondet at vår tilnærming til ansvarlig forvaltning er godt kjent og kommuniseres på en måte som skaper tillit og godt omdømme. Dette er sentralt for å opprettholde en finansielt motivert tilnærming til ansvarlig forvaltning.

I den forbindelse legger vi vekt på å begrunne vår tilnærming til ansvarlig forvaltning, møte interessentforventninger om økt åpenhet, samt å bidra til å utvikle god praksis på området. For Folketrygdfondet betyr god praksis innen ansvarlig forvaltning at markedet forstår risikoer og muligheter knyttet til ESG. For å lykkes med dette, er det viktig at ulike ESG-initiativ legger til rette for diskusjon rundt dilemmaer og avveininger knyttet til hva som er bærekraftig. Dette innebærer en forståelse av at spørsmål knyttet til bærekraft sjelden er svart/hvitt.

Vi legger vekt på å være forutsigbare i vår eierskapsutøvelse og i vår oppfølging av kreditorrettigheter. Som en hjelp til å oppnå dette er det utarbeidet og publisert forventningsdokumenter som brukes i dialogen med selskapene.