



FOLKETRYGDFONDET



ÅRSBERETNING 2002

# INNHALDSFORTEGNELSE

Formål og virksomhet .....	2
Nøkkeltall .....	3
Et desillusjonerende år .....	4
Styret i Folketrygdfondet .....	6
Styrets beretning for 2002 .....	7
Resultatregnskap .....	16
Balanse .....	17
Regnskapsprinsipper .....	18
Noter til regnskapet .....	19
Revisors beretning .....	26
Markedsutviklingen i 2002 .....	27
Porteføljeutviklingen i 2002 .....	31
Avkastning og risiko i 2002 .....	35
Reglement for Folketrygdfondet .....	43
Folketrygdfondets administrasjon .....	45
English summary	
Purpose and operations .....	46
Extracts of Directors' Report for 2002 .....	47
Key figures .....	52



# FORMÅL OG VIRKSOMHET

2

## OPPRETTELSE

Folketrygdfondet ble opprettet i 1967 i medhold av lov om folketrygd av 17. juni 1966. Reglementet for forvaltningen av fondet er fastsatt av Stortinget.

## FORMÅL

Fondsforvaltningen har som siktemål at Folketrygdfondet gjennom formuesoppbygging skal bli til størst mulig nytte for folketrygden.

## STYRE

Folketrygdfondet ledes av et styre på 9 medlemmer med personlige varamedlemmer, som oppnevnes av Kongen for 4 år om gangen. Styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet.

## VIRKSOMHETSOMRÅDE

Fondets midler kan plasseres

- i norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater
- som kontolån til statskassen
- som innskudd i forretnings- og sparebanker
- i aksjer i selskaper notert på norsk, svensk, finsk eller dansk børs
- i aksjer notert på OTC-listen (under gitte forutsetninger)
- i børsnoterte grunnfondsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringselskaper og
- i børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper.

Folketrygdfondet kan eie aksjer og andre egenkapitalpapirer for inntil 20 prosent av fondets kapital. Plasseringene i aksjer notert på børs i Danmark,

Finland eller Sverige skal ikke overstige 20 prosent av Folketrygdfondets ramme for aksjeplasseringer. Plasseringer i selskaper notert på OTC-listen skal ikke overstige 2,5 prosent av rammen for aksjeplasseringer.

Fondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondsbeviskapital i ett enkelt selskap i Norge. Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 3 prosent av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland eller Sverige.

## REVISJON

Folketrygdfondets regnskap revideres av Riksrevisjonen.

## FORVALTNINGSORDNING

### Stortinget

- Fastsetter reglement

### Kongen (i statsråd)

- Oppnevner styre
- Besikker administrerende direktør
- Fastsetter utfyllende bestemmelser til reglementet

### Finansdepartementet

- Fastsetter rammer og retningslinjer

### Styret

- Har ansvaret for forvaltningen av fondets midler

### Administrasjonen

- Forestår den løpende forvaltning

# NØKKELTALL

	2002	2001	2000	
Realisert resultat	5 193	6 493	8 637	mill. kroner
Verdikorrigert resultat	2 444	5 323	7 808	mill. kroner
Realisert avkastning	4,0	5,2	7,5	prosent
Verdikorrigert avkastning	1,8	4,1	6,5	prosent
Verdikorrigert avkastning - renteplasseringer	8,6	6,7	6,3	prosent
Verdikorrigert avkastning - aksjeplasseringer m.v. i Norge	-27,5	-9,6	7,0	prosent
Verdikorrigert avkastning - aksjeplasseringer resten av Norden	-43,5	1,5		prosent
Egenkapitalplasseringer, bokført verdi	22 265	19 748	15 285	mill. kroner
Egenkapitalplasseringer, markedsverdi	20 057	24 055	21 037	mill. kroner
Totale plasseringer, bokført verdi	131 919	126 729	120 121	mill. kroner
Totale plasseringer, markedsverdi	132 464	130 023	124 585	mill. kroner
FTFs kapital, bokført verdi	135 588	130 395	123 902	mill. kroner
FTFs kapital, markedsverdi	136 133	133 689	128 366	mill. kroner

# ET DESILLUSJONERENDE ÅR

4

2002 ble et desillusjonerende år.

Ved inngangen til fjoråret rådet en viss optimisme. Etter et konjunkturmessig svakt år i 2001 syntes den økonomiske utvikling å tyde på ny økonomisk oppgang. Kapitalmarkedene var i ferd med å stabilisere seg etter rystelsene som terroraksjonene den 11. september 2001 skapte. Når også sentralbankene hadde gjennomført ytterligere rentereduksjoner, syntes det å kunne være håp om at aksjemarkedene kunne hente seg inn igjen etter to år med til dels sterk kursnedgang.

2002 skulle imidlertid bli året for de helt store kursfall i aksjemarkedene. Selv om dotcom-boblen var blitt punktert i 2000 og den etterfølgende konjunktursvikt hadde ført til fortsatt kursnedgang i 2001, hadde klokken ennå ikke ringt for regnskapets time for de børsnoterte selskaper. Når de så ringte, var det ikke bare for å varsle at konjunktur nedgangen hadde medført reduserte inntekter og overskudd, men for å varsle at i mange selskaper hadde inntektene og overskuddene heller ikke vært så store under oppgangsårene som regnskapstallene hadde fortalt. Inntektstall var blitt blåst opp, driftsutgifter var blitt aktivert og gjeld var blitt kamouflert for at regnskapene skulle gi inntrykk av økonomisk fremgang og god soliditet. Regnskapsjukset summerer seg til hundrevis av milliarder kroner.

Regnskapsskandalene har for det meste vært et amerikansk fenomen, men de var knyttet til store og tidligere velrenommerte selskaper. De var koblet til overdådige opsjonsordninger for selskapenes ledere, til mangelfull innsats fra revisorer og til tvilsom medvirkning fra finansinstitusjoner og deres meglere og analytikere. Og de avdekket at mange selskapsstyrer hadde sovnet i timen.

Resultatet ble en sterk tillitssvikt til aksjemarkedet som rammet internasjonalt og førte til kraftige kursfall. Selv om aksjekursene tok seg litt opp igjen mot slutten av året, er tallenes tale tydelig. Siden toppnivået i 2000 og frem til siste årsskifte har S & P-indeksen i USA falt med 42 prosent (for teknologiindeksen Nasdaq var kursfallet på 74 prosent). Den britiske FTSE-100-indeksen har falt med 43 prosent, den tyske Dax-indeksen med 64 prosent og den japanske Nikkei-indeksen har falt med 59 prosent. I Norge var fallet i hovedindeksen for Oslo Børs på 49 prosent.

En må tilbake til børskrakket i 1929 for å finne en periode preget av større og lengre nedgang i aksjemarkedet. Som for krakket i 1929 må også de senere års kursfall sees som en reaksjon på en forutgående

kursoppgang som etter hvert hadde tapt sin forutsatte forankring i de økonomiske realiteter. For en tid hadde fiksjonsøkonomien igjen vunnet innpass i aksjemarkedene, og på ny er den blitt konfrontert med realøkonomien og på behørig måte blitt verdsett gjennom de kursfall og konkurser som har funnet sted. De siste års utvikling har vist at markedet ikke til enhver tid har rett i sin prisfastsettelse, men over tid har markedsmekanismen en viss selvkorrigerende evne selv om den kan virke brutal og ramme urettferdig. Ansatte har mistet sine jobber, mange har også tapt sine pensjoner. Aksjonærene har lidd store tap. Mange har nok for lang tid blitt vaksinert mot investeringer i aksjer gjennom de senere års begivenheter.

De selskapsskandalene som er blitt avdekket, har naturlig nok ført til krav om at styrings- og kontrollordningene i de børsnoterte selskaper må bli meget bedre, slik at nye skandaler kan unngås. Corporate governance – prinsipper og retningslinjer for god virksomhetsstyring – er i ferd med å bli en motesak. Den bør helst ikke bli en ny myte til erstatning for den nå fallerte myten om en "ny økonomi". For selv om selskapsskandalene vitner om dårlig corporate governance, og selv om de overdådige opsjonsordninger har vitnet om en forstemmende grådighet blant næringslivets ledere, er ikke disse forhold alene årsaken til de senere års kursfall. Utviklingen har nok sammenheng med flere forhold, med forhold på tilbudssiden (interne forhold i selskapene), forhold på etterspørselssiden (trekk ved investoradferden) og med forhold på "bistandssiden" (dvs. investeringsbanker, meglere, analytikere). Det er således mange faktorer som har samvirket på en uheldig måte, og som derved har resultert i den negative utvikling og de kritikkverdige foreteelser. Interessekonflikter i kombinasjon med sterke økonomiske insitamenter til å vise etisk fleksibilitet har for mange aktører og yrkesgrupper blitt en for krevende utfordring.

Utviklingen over de siste 10-20 år har blant annet vært karakterisert ved at gruppen av institusjonelle investorer har økt sterkt i betydning. Denne investorgruppen opererer med en nokså kort investeringshorisont, og den er mer opptatt av den kortsiktige kursstigning enn de langsiktige verdiskapingsmuligheter i selskapene. Så lenge bare aksjekursene økte vedvarende og sterkt, hadde man ikke de store motforestillinger til ledernes opsjonsordninger. Tvert imot var de institusjonelle investorene opptatt av at lederne hadde så "gode" opsjonsordninger at de ble like fokusert på den kortsiktige kursstigning som

investorene selv var. Og så kursfokuserte ble lederne av økonomisk egeninteresse at regnskapene på oppfinnsomme måter ble fikset på når de faktiske resultatene ikke lenger svarte til forventningene.

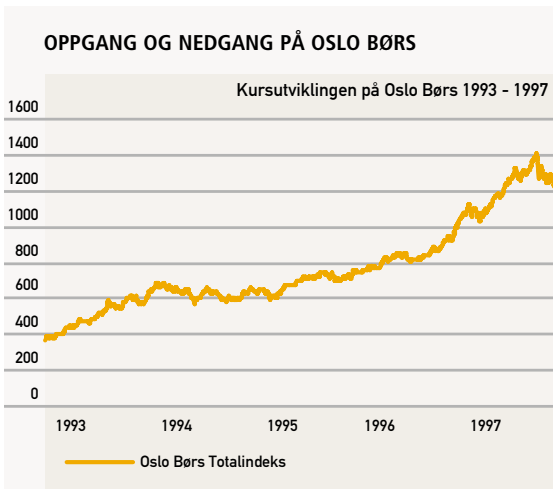
En ikke uvesentlig del av årsaken til at aksjekursene på slutten av 90-tallet steg til altfor høye nivåer, var nettopp den sammenfallende interesse som både de kortsiktige institusjonelle investorer og de

opsjonsutstyrte ledere hadde i at det ble fremlagt regnskaper kvartal etter kvartal som ga grunnlag for fortsatt sterk kursvekst. Denne fellesinteresse var finansielt attraktiv, men ikke realøkonomisk robust, og når konjunkturedgangen meldte seg måtte konsekvensene bli store – for aksjekursene, for selskapene og for investorene.

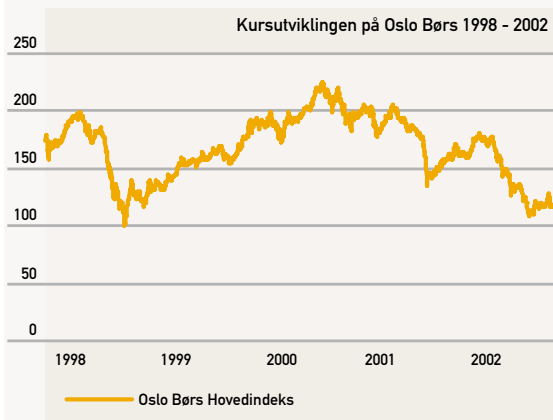
De institusjonelle investorer har imidlertid også bidratt mye til å fremme debatten om corporate governance og til at selskapenes styre i tilbørlig grad er opptatt av aksjonærenes økonomiske interesser. I det lange løp er det dog selskapenes evne til verdiskaping og industriell utvikling over tid som teller og som den bedre corporate governance skal bidra til å sikre. I denne sammenheng kan de institusjonelle investorers opptatthet av den kortsiktige kursutvikling, og deres ofte nokså forbigående eierskap, representere et dilemma for selskapene og en utfordring for investorene selv. Det aktive, langsiktige og industrielt kompetente eierskap som selskapene trenger, er et annet enn det de institusjonelle investorene har forutsetninger for å bidra med. De finansielle krav som de institusjonelle investorene stiller, må selskapenes styre og ledelse uansett forholde seg til. De senere års utvikling har imidlertid gitt erfaringer som både selskapene og investorene bør høste lærdom av. Konklusjonene gir seg ikke selv, men problemstillingene må drøftes. De eksesser og den oppblåsning og nedsmelting av aksjekurser som har funnet sted, har vært skadelig både for næringsliv og samfunn.

Folketrygdfondets eget økonomiske resultat for 2002 er nødvendigvis i betydelig grad påvirket av utviklingen i aksjemarkedet. Fondet kan imidlertid legge frem et positivt totalresultat og vise til at man igjen har "slått indeksene". I beretningen blir årsresultat, avkastningsrater og risikomål utførlig behandlet i tall og tekst, i tabeller og figurer, og i et lengre tidsperspektiv.

Årsberetningen er denne gang illustrert med et maleri av Håkon Bleken med tittel "Person foran brygge". Dessuten har forfatteren Jan Erik Vold bidratt med diktet "Sannheten forsvant", et dikt om nåtidige fenomener, tider som var og samfunnsforhold som endres. Det kan synes å ha lite med kapitalforvaltning å gjøre, men har det kanskje likevel. Noen ganger kan det trolig være nyttig for noen og enhver å se omverdenen fra et annet ståsted enn ens eget.



Femårsperioden 1993 – 1997 var preget av en nesten sammenhengende og meget sterk kursoppgang i aksjemarkedet. Målt ved totalindeksen for Oslo Børs økte aksjekursene med 242,3 prosent eller 27,9 prosent i gjennomsnitt pr. år.



I perioden 1998 – 2002 har aksjemarkedet vært preget av både sterk kursoppgang og kraftige kursfall. Målt ved den nye hovedindeksen har aksjekursene for femårsperioden sett under ett falt med 34,2 prosent, dvs. en kursnedgang på 8,0 prosent i gjennomsnitt pr. år.

Fra 31.12.92 til toppunktet 14.09. 2000 økte aksjekursene på Oslo Børs med 332,3 prosent, hvoretter kursene frem til 31.12.2002 falt med 48,8 prosent.

# STYRET I FOLKETRYGDFONDET

6



## MEDLEMMER

*Rolf Sæther, Oslo – leder \**  
*Anne Breiby, Ålesund – nestleder*  
*Harald Ellefsen, Trondheim \**  
*Vibecke Groth, Oslo \**  
*Tove Lehre, Lillehammer*  
*Per Arne Olsen, Tønsberg*  
*Linda Orvedal, Flåm \**  
*Anna Kristine Jahr Røine, Fetsund*  
*Oddvar Skaiaa, Grimstad \**

## PERSONLIGE VARAMEDLEMMER

*Trine-Lise Wilhelmsen, Oslo \**  
*Ernst Wroldsen, Tønsberg*  
*Monica Møland, Bergen \**  
*Karine Nyborg, Bærum \**  
*Roger Schjerva, Oslo \*\**  
*Terje Søviknes, Lysekloster*  
*Petter Bjærksund, Bergen \**  
*Ola Prestegarden, Tretten*  
*Liv Skaabheim, Førde \**

*\* Oppnevnt for perioden 15.05.2002 - 15.05.2006*

*\*\* Oppnevnt for perioden 27.04.2001 - 30.06.2004*

*De øvrige er oppnevnt for perioden 30.06.2000 - 30.06.2004*

# STYRETS BERETNING FOR 2002

2002 ble et nytt år preget av svake internasjonale konjunkturer. Etter at amerikansk økonomi i 2001 gikk over i resesjon, tok veksten seg noe opp i fjor, men veksttakten ligger på et relativt lavt nivå. For EU-området ble veksttakten ytterligere svekket i 2002. Også norsk økonomi er preget av relativt lav vekst. Bruttonasjonalproduktet for fastlands-Norge økte siste år med 1,3 prosent.

På bakgrunn av den negative økonomiske utvikling, reduserte den amerikanske sentralbanken i november i fjor signalrenten fra 1,75 til 1,25 prosent. 10-årsrenten i USA viste en stigende tendens i begynnelsen av 2002, men fallende aksjekurser og sviktende konjunkturutsikter førte til ny rentenedgang. Over året falt 10-årsrenten fra 5,0 prosent ved årets begynnelse til 3,8 prosent ved årets slutt. I Tyskland falt kortrenten fra 3,3 prosent til 2,9 prosent, mens 10-årsrenten falt fra 5,0 prosent til 4,2 prosent. Den europeiske sentralbanken reduserte i desember signalrenten med 0,5 prosentpoeng til 2,75 prosent.

Som følge av økt pris- og kostnadspress hevet Norges Bank signalrenten med 0,5 prosentpoeng til 7 prosent i juli, men reduserte renten til 6,5 prosent igjen i desember. Dette bidro til at den norske 3-månedersrenten økte fra 6,4 prosent ved årets begynnelse til 7,3 prosent i august, hvoretter den falt til 6,3 prosent ved utgangen av året. Den norske 10-årsrenten økte i første halvdel av 2002 fra 6,3 prosent til 7,0 prosent, men falt deretter til 5,8 prosent ved årets slutt. De norske rentene beveget seg således i hovedtrekk i samme retning som de tyske og amerikanske, men avviker fortsatt fra det utenlandske rentebildet både ved et høyere nivå og en flattere avkastningskurve.

Utviklingen i de internasjonale aksjemarkeder var preget av turbulens og kursnedgang. På Oslo Børs falt hovedindeksen i løpet av året med 31,1 prosent. Etter de siste års kursfall i aksjemarkedet var kursene ved siste årsskifte tilbake på omtrent samme nivå som i 1. halvår 1996.

## RESULTATREGNSKAP OG BALANSE

I Folketrygdfondets driftsregnskap benyttes to resultatbegreper: Realisert resultat og verdikorrigert resultat. Realisert resultat viser realiserte/opptjente inntekter fratrukket administrasjons- og forvaltningskostnader. Verdikorrigert resultat viser realisert resultat med tillegg av endring i urealiserte kursgevinster og repre-

senterer økningen i fondets kapital basert på markedsverdien av verdipapirporteføljen.

Realisert resultat for 2002 beløp seg til 5 193 millioner kroner, hvilket tilsvarer en avkastningsrate på 4,0 prosent (mot henholdsvis 6 493 millioner kroner og 5,2 prosent i 2001). Nedgangen i realisert resultat har sammenheng med at realiserte verdipapirgevinster ga et negativt resultatbidrag. Fondets samlede inntekter beløp seg siste år til 5 225 millioner kroner (6 523 millioner kroner), hvorav samlede renteinntekter beløp seg til 7 114 millioner kroner (7 136 millioner kroner). Mottatt aksjeutbytte beløp seg til 552 millioner kroner (419 millioner kroner), mens andre inntekter (garantiprovisjoner og inntekter ved utlån av aksjer) utgjorde 2 millioner kroner, mot 3 millioner kroner året før. De realiserte kursgevinster beløp seg netto til – 2 443 millioner kroner (– 1 035 millioner kroner), som fordelte seg med – 1 486 millioner kroner på kontolån, obligasjoner og sertifikater og – 957 millioner kroner på aksjer m.v. Det realiserte netto kurstap på obligasjoner har dels sammenheng med tap som er realisert i forbindelse med innfrielse av obligasjoner som har vært kjøpt til overkurs og dels kurstap som er realisert i forbindelse med de løpende omplasseringer av porteføljen. Det realiserte netto kurstap på aksjer m.v. er likeledes knyttet til tap og gevinster som er realisert i forbindelse med de løpende endringer i sammensetningen av porteføljen.

Fondets administrasjonskostnader beløp seg for 2002 til 32,1 millioner kroner som er en økning på 2,0 millioner kroner sammenlignet med året før. Økningen har i hovedsak sammenheng med økte personalkostnader og økt husleie som følge av at det i 2001 ble gjennomført en nødvendig utvidelse og oppgradering av kontorlokalene. Lønnskostnader, styrehonorarer og sosiale kostnader utgjorde i fjor 51,7 prosent av de samlede administrasjonskostnader, mot 50,8 prosent året før.

Verdikorrigert resultat beløp seg for 2002 til 2 444 millioner kroner (mot 5 323 millioner kroner året før), hvilket tilsvarer en avkastningsrate på 1,8 prosent (4,1 prosent). Endring i urealiserte kursgevinster beløp seg til – 2 749 millioner kroner (– 1 170 millioner kroner), som fordelte seg med 3 766 millioner kroner på kontolån, obligasjoner og sertifikater og – 6 515 millioner kroner på aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner. Nedgangen i urealiserte kursgevinster i egenkapitalporteføljen er en konsekvens av den meget sterke nedgangen i aksjekursene som fant sted i fjor.

Den verdikorrigerede avkastningsrate på plasseringer i rentepapirer var siste år 8,6 prosent (6,7 prosent). Avkastningsraten på plasseringer i norske aksjer og grunnfondsbevis i form av utbytte, realiserte kursgevinster og endring i urealiserte kursgevinster siste år var – 27,5 prosent (- 9,6 prosent).

Med tillegg av årets resultat beløp Folketrygd-fondets kapital seg pr. 31. desember 2002 til i alt 136 133 millioner kroner, hvorav urealiserte kursgevinster utgjorde 545 millioner kroner, tilsvarende

referanseindeks. På grunn av de spesielle rammebetingelser som FTF er underlagt, finnes det ikke en enkelt markedsindeks som kan benyttes som referanseindeks for plasseringene i renteinstrumenter. Det er derfor etablert en egen referanseindeks for renteplasseringene på basis av en vektet sammensetning av ulike markedsindekser. På tilsvarende måte er etablert en referanseindeks for fondets totalportefølje. For hver av delporteføljene og for totalporteføljen har styret fastsatt rammer for risikoen målt ved rela-



0,4 prosent. De urealiserte kursgevinster fordelte seg med 2 752 millioner kroner på porteføljen av kontolån, obligasjoner og sertifikater og – 2 207 millioner kroner på porteføljen av aksjer m.v.

## FTFs INVESTERINGSVIRKSOMHET

### Rammer og risiko

FTFs investeringsvirksomhet er basert på at fondet skal oppnå en så høy avkastning som mulig på kapitalen under hensyntaken til risiko og likviditet. De enkelte verdipapirplasseringer skjer i henhold til fastlagte investeringsstrategier, retningslinjer og fullmaktsrammer fastsatt av styret. Det er utarbeidet instruksjoner og rutiner for den interne kontroll.

På porteføljnivå er det fastsatt referanseindekser for totalporteføljen og delporteføljene bestående av henholdsvis renteinstrumenter og aksjer m.v. Som et sammenfattende risikomål for hver av porteføljene benyttes størrelsen relativ volatilitet, som er et mål for hvor mye avkastningen på porteføljene relativt sett avviker fra de respektive referanseindekser.

For plasseringene i norske aksjer og andre egenkapitalinstrumenter benyttes indeksen OSEBX for Oslo Børs som referanseindeks. For porteføljen av aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige er den såkalte FTSE NOREX 30 blitt valgt som

ativ volatilitet. Det vises til egen omtale i årsberetningen om risiko- og avkastningsutviklingen for FTFs delporteføljer og totalporteføljen. Det er styrets vurdering at FTF har et betryggende risikostyringssystem og at de fastsatte rammer ligger på et forsvarlig nivå. Den relative volatilitet har i hele 2002 ligget godt innenfor de fastsatte rammer.

Finansdepartementet fastsetter for hvert år en maksimalramme for fondets netto økning av beholdningen av private og kommunale verdipapirer (obligasjoner, sertifikater, bankinnskudd, aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner). For 2002 ble denne rammen fastsatt til 1,5 milliarder kroner. Etter de regler som er fastsatt av Finansdepartementet for plasseringer i statlige verdipapirer, kan fondet fritt foreta plasseringer i stats- og statsgaranterte obligasjoner i første- og annenhåndsmarkedet innenfor en beholdningsramme på 5 milliarder kroner. (Denne del av porteføljen vil bli referert til som fondets markedsportefølje i statspapirer.) Øvrige statlige plasseringer skal som hovedregel skje i form av kontolån til statskassen på betingelser som korresponderer med de markedsbetingelser som til enhver tid gjelder for utestående statslån. Det tilligger fondet å avgjøre hvilke statlige obligasjons- og sertifikatlån som skal legges til grunn for fastsettelsen av betingelsene for de enkelte kontolånsplasseringer.

Folketrygdfondets kapital øker over tid ved at den avkastning som realiseres på plasseringene i verdipapirer fortløpende blir reinvestert. De rammebetingelser som gjelder setter relativt stramme grenser for aktivaallokeringen. Kapitaltilgangen i fondet i 2002 medførte at fondets plasseringer i verdipapirer økte med i alt 4 874 millioner kroner (etter bokført verdi). Økningen fordelte seg med 3 422 millioner kroner på stats- og statsgaranterte verdipapirer og 1 452 millioner kroner på private og kommunale verdipapirer. Beholdningen av private og kommunale renteplasseringer ble redusert med 749 millioner kroner, mens beholdningen av egenkapitalinstrumenter ble økt med 2 517 millioner kroner. Fondet har dessuten mottatt deloppgjør med 316 millioner kroner for fordring knyttet til tvangsinnløste aksjer i Aker RGI ASA.

Folketrygdfondets beholdning av verdipapirer, inklusive bankinnskudd, beløp seg pr. 31. desember 2002 til i alt 131 919 millioner kroner etter bokført verdi (kostpris). Markedsverdien på porteføljen i 2002 beløp seg til 132 464 millioner kroner, som er 0,4 prosent høyere enn bokført verdi.

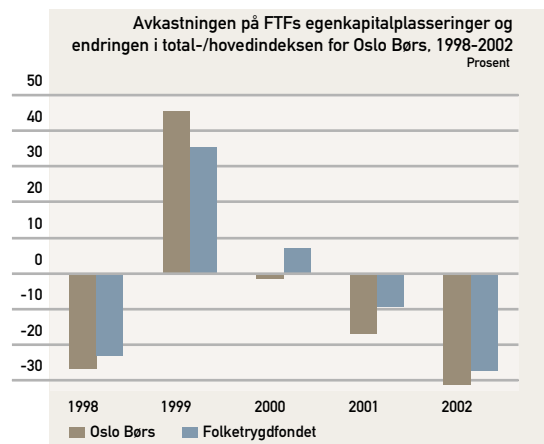
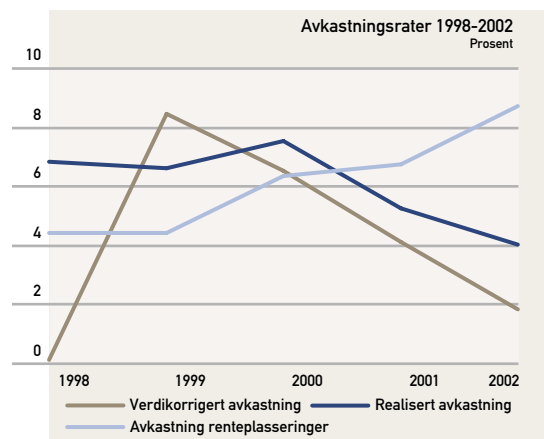
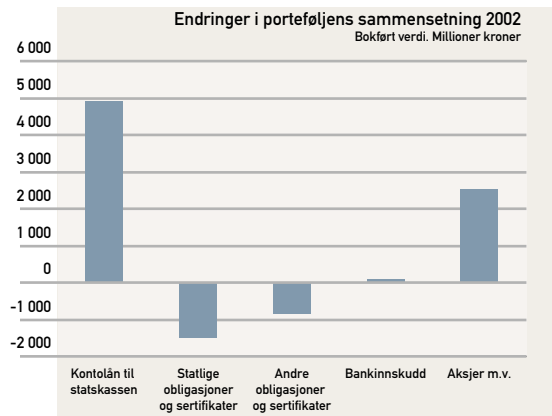
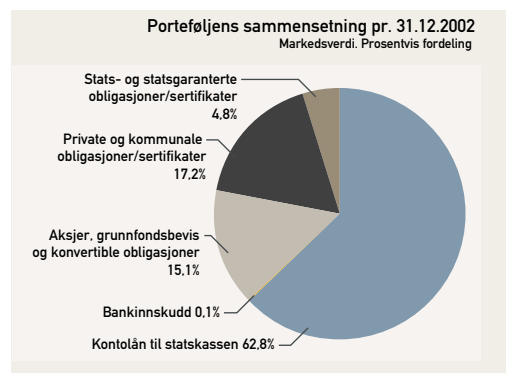
Av den samlede verdipapirporteføljen, regnet etter bokført verdi, utgjorde plasseringer i rentepapirer ved siste årsskifte 83,1 prosent og beholdningen av stats- og statsgaranterte verdipapirer 65,8 prosent. Basert på markedsverdien av porteføljen var de tilsvarende tall henholdsvis 84,9 prosent og 67,6 prosent. Utviklingen i porteføljen i løpet av 2002 er nærmere belyst på annet sted i beretningen. I det følgende vil enkelte hovedtall bli omtalt.

### Renteinstrumenter

FTFs totale beholdning av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg pr. 31. desember 2002 til 109 506 millioner kroner etter bokført verdi, hvilket er en økning på 2 582 millioner kroner siden forrige årsskifte. Markedsverdien av beholdningen av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg til 112 258 millioner kroner, som er 2 752 millioner kroner eller 2,5 prosent høyere enn bokført verdi.

De samlede plasseringer i kontolån samt stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater ble økt med 3 422 millioner kroner og beløp seg ved siste årsskifte til 86 797 millioner kroner (bokført verdi). Beholdningen av kontolån til statskassen økte med 4 935 millioner kroner til 80 578 millioner kroner, hvilket utgjorde 61,1 prosent av fondets totale plasseringer (mot 59,7 prosent ved forrige årsskifte). Fondets markedsportefølje av statspapirer utgjorde ved siste årsskifte 4 462 millioner kroner, som var 475 millioner kroner mindre enn ved forrige årsskifte.

Beholdningen av private og kommunale obligasjoner og sertifikater ble siste år redusert med 840 mil-



lions kroner og beløp seg ved årsskiftet til 22 709 millioner kroner (bokført verdi), hvilket tilsvarte 17,2 prosent av de samlede plasseringer (mot 18,6 prosent ved forrige årsskifte). Av dette utgjorde obligasjoner og sertifikater utstedt av finansforetak 65,1 prosent (64,6 prosent).

Innskudd i banker beløp seg ved siste årsskifte til 145 millioner kroner, mot 54 millioner kroner ved forrige årsskifte.

Nedgangen i beholdningen av ikke-statlige renteplasseringer må ses i sammenheng med at FTF er underlagt en maksimalramme for hvor mye beholdningen av ikke-statlige verdipapirer kan økes i det enkelte år. For 2002 fant styret det riktig å øke egenkapitalplasseringene med et større beløp enn det fastsatte rammebeløp, hvilket medførte at en måtte redusere porteføljen av ikke-statlige renteplasseringer.

#### Aksjer m.v.

Folketrygdfondets portefølje av egenkapitalplasseringer beløp seg pr. 31. desember 2002 til 22 265 millioner kroner (bokført verdi) fordelt med 22 149 millioner kroner på aksjer og 116 millioner kroner på grunnfondsbevis. Plasseringene i aksjer fordelte seg med 20 847 millioner kroner på aksjer notert på Oslo Børs og 1 302 millioner kroner på børsnoterte danske, finske og svenske aksjer.

Fondets portefølje av norske og utenlandske aksjer ble siste år økt med henholdsvis 2 445 og 313 millioner kroner. Beholdningen av grunnfondsbevis ble redusert med 175 millioner kroner, hvilket har sammenheng med at en sparebank ble omdannet til aksjeselskap. Beholdningen av konvertible obligasjoner ble redusert med 66 millioner kroner til null.

Markedsverdien av plasseringene i aksjer og grunnfondsbevis beløp seg ved siste årsskifte til 20 057 millioner kroner. De urealiserte kursgevinster beløp seg til – 2 207 millioner kroner, som tilsvarte 9,9 prosent av bokført verdi.

FTF hadde ved siste årsskifte foretatt investeringer i aksjer og grunnfondsbevis i totalt 44 selskaper notert på Oslo Børs, mot 50 selskaper ved forrige årsskifte. Investeringene i aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige omfattet i alt 26 selskaper.

Fondets markedsandel av børsnoterte norske aksjer utgjorde ved siste årsskifte 3,4 prosent av verdien av selskaper notert på Oslo Børs, mot 3,1 prosent ved forrige årsskifte.

Porteføljen av aksjer og andre egenkapitalinstrumenter utgjorde pr. 31. desember 2002 16,9 prosent av de samlede plasseringer (15,6 prosent). Folketrygdfondet har etter det reglement som er fastsatt av Stortinget, adgang til å plassere inntil 20 prosent av fondets bokførte kapital i aksjer m.v. Fondets plasseringer i aksjer m.v. utgjorde 16,4 prosent av

fondets kapital (15,1 prosent). Porteføljen av børsnoterte danske, finske og svenske aksjer utgjorde knapt 1,0 prosent av bokført kapital. Rammen for utenlandske aksjeplasseringer var for 2002 fastsatt til 1 prosent av totalkapitalen.

### SKJØNNSRETTSSAK – TVANGSINNØSNING

Som opplyst i forrige årsberetning gjennomførte hovedaksjonæren i Aker RGI ASA i begynnelsen av 2000 en tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene i selskapet i medhold av allmennaksjeloven § 4-25. FTFs tidligere aksjeinnehav i selskapet ble dermed omgjort til en fordring på hovedaksjonæren. Denne fordringen ble i fondets balanse ført opp med et beløp på 316 millioner kroner, som tilsvarte verdien etter det siste overtakelsesbud som ble fremsatt før tvangsinnløsningen.

Den endelige verdi av fordringen vil bli fastsatt ved rettslig skjønn. Skjønnsrettssak ved Oslo Tingrett ble avholdt den 8.1.-5.2. 2002. Folketrygdfondet var representert i skjønnsrettssaken ved advokatfirmaet Wiersholm, Mellbye & Bech. Dessuten var meglerfirmaet Fondsfina ASA engasjert som finansielt sakkyndig.

Dom i skjønnsretten falt 20. mars 2002. Oslo Tingrett ga i det alt vesentlige Folketrygdfondet medhold i de prinsipielle anførsler om verdisetningen av aksjer ervervet ved tvangsinnløsning etter allmennaksjeloven. Skjønnsretten fastsatte vederlag pr. aksje til 166 kroner (likt for A- og B-aksjene), hvilket var noe lavere enn FTFs verdiberegning, men 58,1 prosent høyere enn den pris som var tilbudt for A-aksjene. Etter rettens kjennelse ble FTFs aksjepost i Aker RGI således verdsatt til 502 millioner kroner. I tillegg fastsatte retten at det skulle betales 9 prosent rente på innløsningssummen fra 7. februar 2000 med tillegg av rentes rente.

Saksøker – TRG (Europe) B.V. – har anket dommen, og saken vil komme til behandling for Borgarting lagmannsrett i løpet av inneværende år.

TRG foretok den 13. august i fjor en delutbetaling for de tvangsinnløste aksjer basert på den pris som ble tilbudt ved tvangsinnløsningen, men uten tillegg av renter. FTF har således mottatt oppgjør tilsvarende det beløp fordringen var oppført med i balansen pr. 31. desember 2001. I driftsregnskapet for 2002 er for øvrig inntektsført påløpte, ikke betalte renter på TRG-fordringen med 56 millioner kroner. Rentebeløpet er etter laveste verdis prinsipp beregnet på grunnlag av den balanseverdi som var lagt til grunn for fordringen og den rentesats som har vært gjeldende for de midler som har vært deponert for de tvangsinnløste aksjer. Det vises for øvrig til note 6 i regnskapet.

FTF fremmet for skjønnsretten krav om full dekning av de utgifter som fondet var blitt påført til juridisk og annen bistand i forbindelse med rettsaken, som i alt beløp seg til 8,3 millioner kroner. Retten foretok imidlertid en avkorting av beløpet, og fondet har anket kjennelsen på dette punkt. Pr. 31. desember 2002 beløper FTFs utlegg i denne saken seg til i alt 8,9 millioner kroner. Av dette har fondet hittil fått dekket 4,7 millioner kroner, mens det gjenstående er ført som fordring i balansen pr. 31. desember 2002.

## STYRET

Oppnevningsperioden for fem av styrets medlemmer og varamedlemmer utløp siste år. Ved kronprinsregentens resolusjon av 7. mai 2002 ble følgende medlemmer og varamedlemmer oppnevnt for perioden 15. mai 2002 – 15. mai 2006: Rolf Sæther, styrets leder (personlig varamedlem Trine-Lise Wilhelmsen), Vibecke Groth (Karine Nyborg), Linda Orvedal (Petter Bjerksund), Oddvar Skaiaa (Liv Skaaheim) og Harald Ellefsen (Monica Mæland).

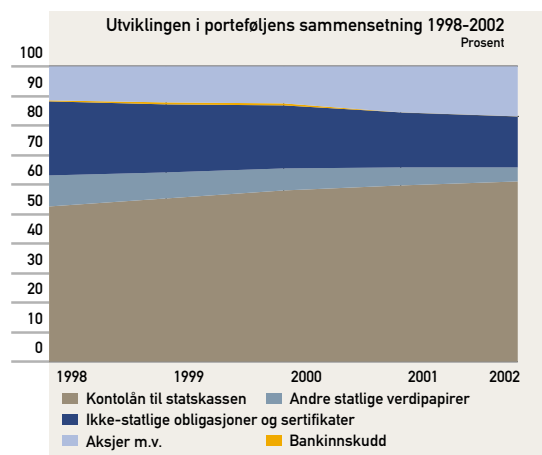
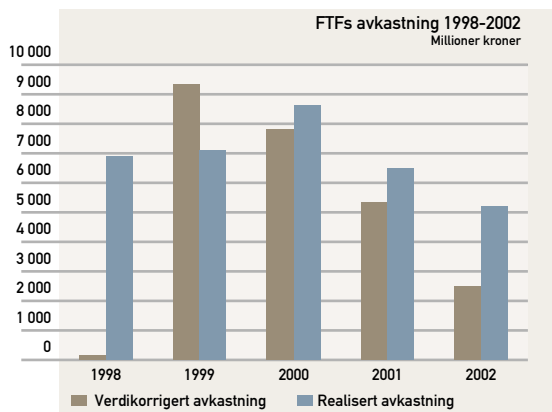
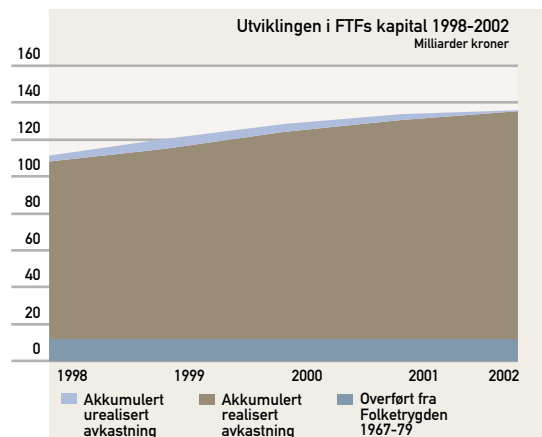
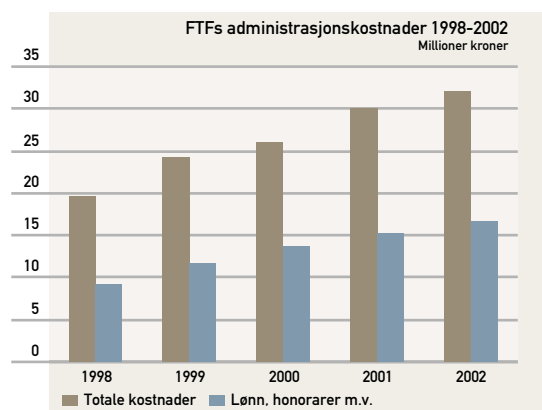
Fra samme tidspunkt fratrådte Bjørg Ven, Per Gunnar Olsen og Stein Blindheim som medlemmer av styret. Videre fratrådte Inger-Johanne Lund og Kjell Samuelsen som varamedlemmer til styret.

I styremøte 24. juni 2002 ble Anne Breiby valgt til nestleder i styret.

Styret vil i denne forbindelse takke de uttredende styremedlemmer og varamedlemmer for det arbeide som er nedlagt og de resultater som er oppnådd. Styret vil rette en særlig takk til Bjørg Ven for hennes innsats som styremedlem siden 1994 og som styrets leder i perioden 1998 – 2002.

Styret har i 2002 avholdt 7 styremøter. Styrets varamedlemmer deltar fast på det styremøte hvor fondets årsregnskap og styrets beretning blir vedtatt og på det todagers styreseminar som avholdes hver høst. For øvrig møter varamedlemmene kun ved forfall.

Styret har siste år blant annet vedtatt et nytt kredittrammesystem for fondets investeringer i ikke-statlige rentepapirer og truffet beslutning om endringer i organiseringen av administrasjonen. På bakgrunn av de volatile markedsforhold har fondets investeringsstrategi og fondets investeringspolicy hva gjelder aksjeinvesteringer vært undergitt en særlig grundig behandling. På bakgrunn av at enkelte av de organisatoriske rammebetingelser som fondet er underlagt, vurderes som noe uhensiktsmessige ut fra den forretningsmessige karakter som fondets virksomhet har, har styret foreslått for Finansdepartementet at det opprettes en arbeidsgruppe som kan foreta en vurdering av mulige endringstiltak.



## ADMINISTRASJONEN

Folketrygdfondet hadde ved siste årsskifte 22 ansatte, det samme som ved forrige årsskifte.

Fondet har over de senere år lagt stor vekt på å styrke kompetansen og videreutvikle systemene for risikostyring og avkastningsmåling. Fondets informasjons- og styringssystemer fungerer tilfredsstillende. Organisasjons- og utviklingsarbeidet har som siktemål at fondet skal fremstå som et respektert og faglig sterkt investeringsmiljø i det norske verdipapirmarkedet. Det legges stor vekt på faglig kompetanseutvikling for den enkelte medarbeider.

Med virkning fra 1. mai 2002 er organiseringen av fondet blitt endret ved at de ulike stabsfunksjoner ble samlet i en ny stabsavdeling under ledelse av viseadministrerende direktør. Den administrative styring og overvåking av investeringsvirksomheten ivaretas av investeringskomiteen som består av administrerende direktør, viseadministrerende direktør og lederne for henholdsvis rente- og aksjeavdelingen.

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

Arbeidsmiljøet i fondet er godt. Sykefraværet var siste år på 4,4 prosent.

Styret vil rette en takk til medarbeiderne for den innsats som ytes og de resultater som er oppnådd.

## FTFs PLASSERINGSADGANG

Som omtalt i forrige årsberetning, besluttet styret i 2001 å fremme forslag overfor Finansdepartementet om at Folketrygdfondets adgang til å investere i børsnoterte aksjer i Danmark, Finland og Sverige ble utvidet fra 1 til 5 prosent av fondets kapital og at fondets maksimale eierandel samtidig ble økt fra 0,5 til 5 prosent av det enkelte selskaps kapital. Videre ble foreslått at FTF ble gitt adgang til å investere i unoterte aksjer i norske selskaper innenfor en ramme på 2,5 prosent av fondets kapital.

Regjeringen fremmet i Nasjonalbudsjettet 2003 forslag om å utvide FTFs ramme for investeringer i børsnoterte danske, finske og svenske aksjer til 20 prosent av fondets ramme for aksjeplasseringer, hvilket tilsvarer en ramme på 4 prosent av fondets totale kapital. Det ble samtidig foreslått at fondet kan eie aksjer for inntil 3 prosent av total aksjekapital i ett enkelt selskap i Danmark, Finland og Sverige. Videre ble foreslått at fondet kan delta i emisjoner i ikke-børsnoterte norske selskaper som har søkt eller har planer om å søke om børsnotering forutsatt at selskapene er notert på den såkalte OTC-listen som administreres av Norges Fondsmeglerforbund. Plasseringer i unoterte aksjer kan ikke overstige 2,5

prosent av fondets rammer for aksjeplasseringer, tilsvarende 0,5 prosent av fondets kapital.

Stortinget vedtok 2. desember 2002 endringer i FTFs reglement i samsvar med Regjeringens forslag til endringer i fondets plasseringsadgang.

## FTFs INVESTERINGSPOLITIKK

Folketrygdfondets investeringspolitikk tar utgangspunkt i at det er fondets oppgave – under de rammebetingelser som gjelder – å oppnå en best mulig avkastning over tid med en moderat risikoprofil. Investeringspolitikken er videre basert på at avkastningsmulighetene vil være knyttet til den realøkonomiske veksttakt for samfunnsøkonomien og den verdiskapning som skjer i næringslivet. Tilsvarende vil risikoen ved investeringsvirksomheten være knyttet til fluktuasjoner i enkeltmarkeder og totaløkonomien og til sviktende verdiskapning og manglende samsvar mellom realøkonomiske og finansielle forhold på bransje- og selskapsnivå. Fondet tar således i sin investeringspolitikk i betraktning at

- de økonomiske konjunkturer vil variere på en mer eller mindre regelmessig måte over tid og medføre større eller mindre med- eller motsykliske variasjoner i de ulike økonomiske størrelser,
- aksjemarkedet er mer risikofylt enn markedene for rentepapirer og at aksjekursene vil fluktuere mer over tid enn de realøkonomiske forhold gir grunnlag for,
- de ulike bransjer utvikler seg ulikt over tid og berøres i ulik grad av konjunkturvariasjonene,
- risikoen ved investeringer i enkeltelskaper er knyttet både til makroøkonomiske, bransjemessige og selskappespesifikke forhold, og at
- selskappespesifikk risiko er knyttet både til den løpende resultatutvikling, likviditets- og gjeldsforhold og til økonomiske og organisatoriske utfordringer knyttet til ekspansjonsinvesteringer, oppkjøp og fusjoner m.v.

FTFs investeringsstrategi er basert på at fondet er en finansiell investor hvis investeringsbeslutninger fattes i et langsiktig perspektiv ut fra en vurdering hvor de fundamentale realøkonomiske forhold og utviklingstrekk tillegges større vekt enn de kortsiktige markedsfluktuasjoner. Den risiko som er forbundet med investeringsvirksomheten søkes styrt og overvåket ved at

- det er fastsatt referansporteføljer (referanseindekser) for totalporteføljen og delporteføljer,
- det er fastsatt maksimalrammer for relativ volatilitet for de enkelte porteføljer (rammer for

## DER. PAPIRBITER,

- løpende avkastningsavvik i forhold til de respektive referanseporteføljer),
- totalrisiko, målt ved standardavviket for de årlige avkastningsrater, søkes holdt lavere over tid enn den generelle markedsrisiko, og at
  - det er fastsatt maksimalrammer for fondets eksponering i enkeltelskaper, totalt sett og i henholdsvis fremmed- og egenkapitalpapirer.

I fondets investeringsvurderinger legges dessuten betydelig vekt på selskapenes dokumenterte inntjeningssevne, økonomiske soliditet og risikoprofil. Ved investeringer i aksjer legges i økende grad også vekt på kvalitative kriterier som selskapenes corporate governance-standard, bedriftskultur og informasjonspolitikk i tillegg til deres utviklingsstrategier og fremtidige inntjeningsmuligheter.

Det er et siktemål at fondet skal oppnå en høyere avkastning over tid enn for referanseporteføljene samtidig som fondets porteføljesammensetning innebærer et lavere risikonivå enn det referanseporteføljene representerer.

## AKTIVAALLOKERING OG AVKASTNINGSENTVIKLING

FTFs reglement fastsetter at aksjer og andre egenkapitalplasseringer maksimalt kan beløpe seg til 20 prosent av fondets kapital (beregnet etter bokført verdi av verdipapirporteføljen). Finansdepartementet fastsetter videre årlige rammer for hvor mye beholdningen av ikke-statlige verdipapirer kan økes med fra år til år. Over de senere år har disse rammer medført at økningen av beholdningen av ikke-statlige verdipapirer har utgjort bare en fjerdedel av økningen i totalporteføljen. Det innebærer at andelen av statlige rentepapirer i porteføljen har økt år for år fra 60,6 prosent i 1996 (da andelen var på sitt laveste) til 65,8 prosent ved utgangen av 2002 og at andelen ikke-statlige renteinstrumenter og aksjer m.v. i sum er blitt redusert tilsvarende.

FTF søker i sin aksjestrategi å kombinere langsiktighet med en motsyklisk investeringsaktivitet. Fondet har således benyttet kursnedgangen i aksjemarkedet i de siste tre år til å øke aksjeporteføljen med i alt 8 646 millioner kroner regnet etter bokført verdi. Dette har medført at beholdningen av ikke-statlige rentepapirer i samme periode er blitt redusert med i alt 3 773 millioner kroner.

Etter styrets vurdering ville det ut fra langsiktige avkastningshensyn og av hensyn til fondets handlemfrihet i det mer korte perspektiv, være ønskelig at rammene for økning av beholdningen av ikke-statlige verdipapirer var høyere enn hva som har vært tilfelle i de senere år. Derved ville en unngå en stadig

synkende andel av ikke-statlige papirer i fondets portefølje. I tillegg vil en unngå at størrelsen av de årlige økninger i aksjeporteføljen utelukkende må avveies mot de konsekvenser de får for størrelsen av den ikke-statlige porteføljen av rentepapirer. Styret vil videre peke på at allokeringen av kapitalen mellom rentepapirer og aksjer og mellom statlige og ikke-statlige verdipapirer i det lange løp har større betydning for totalavkastningen på fondets kapital enn hvordan delporteføljene er sammensatt. Dette forhold tilsier at fondets avkastning over tid vil kunne økes både ved en høyere andel ikke-statlige verdipapirer og en høyere aksjeandel.

Markedsutviklingen i 2002 var preget av et relativt høyt rentenivå og sterkt fallende aksjekurser. Det i internasjonal sammenheng høye norske rentenivå reflekterer at norsk økonomi har vært preget av en tiltakende pris- og kostnadsøkning til tross for en moderat realøkonomisk vekst. Nedgangen i rentenivået mot slutten av året førte til en økning i de urealiserte kursgevinster i fondets portefølje av rentepapirer, hvilket igjen førte til at fondets avkastningsrate for renteporteføljen ble på 8,6 prosent. Fondet oppnådde dermed siste år en avkastning på renteporteføljen som var den høyeste siden 1995 og 0,1 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen. Over de siste tre år har fondet hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på renteporteføljen på 7,2 prosent, hvilket er 0,1 prosentpoeng bedre enn for referanseindeksen.

FTFs referanseindeks for renteplasseringer ble med virkning fra 2002 endret slik at den gjennomsnittlige durasjon ble økt fra ca. 3 til vel 4 år. Durasjonen i fondets portefølje har økt i løpet av året, men er holdt noe lavere enn for referanseporteføljen, hvilket har bidratt til meravkastningen i forhold til referanseporteføljen.

De internasjonale aksjemarkeder har i de siste tre årene opplevd en kursnedgang som har vært den største og mest langvarige siden krakket på New York børsen i 1929. Kursnedgangen er i første rekke en konsekvens av at aksjekursene på slutten av 1990-tallet steg til svært høye nivåer, samtidig som den realøkonomiske utvikling i de siste par år har vært preget av svake konjunkturer både i amerikansk og europeisk økonomi. I tillegg er kursnedgangen blitt forsterket av terroraksjoner og krigsfrykt. De regnskapsskandaler m.v. som i fjor ble avdekket i store amerikanske børsnoterte selskaper har dessuten bidratt til at tilliten til aksjemarkedet er blitt vesentlig svekket både i USA og andre land.

Siden aksjekursene på Oslo Børs var på sitt høyeste i september 2000 har hovedindeksen (OSEBX) falt med 48,8 prosent. Kursnedgangen var særlig stor i 2002 da hovedindeksen, som FTF benytter som referanseindeks, falt med hele 31,1 prosent.

Folketrygdfondet fikk siste år en avkastning på porteføljen av aksjer og grunnfondsbevis på – 27,5 prosent, hvilket var 3,6 prosentpoeng bedre enn for referanseindeksen. For tredje år på rad har fondet dermed oppnådd en avkastning på porteføljen av aksjer og grunnfondsbevis som har vært klart bedre enn for referanseindeksen. Over de siste tre år har således fondets gjennomsnittlige årlige avkastning vært 5,8 prosentpoeng høyere enn for referanseindeksen. Utviklingen i aksjemarkedet har imidlertid, som nevnt, vært meget negativ i denne perioden. I perioden 2000 – 2002 har referanseindeksen i alt falt med 42,8 prosent.

Over de siste 10 år har avkastningen på fondets investeringer i aksjer likevel ligget klart over den gjennomsnittlige avkastning på investeringer i rentepapirer. For perioden 1993 – 2002 har fondets gjennomsnittlige årlige avkastning på investeringer i norske aksjer og grunnfondsbevis vært på 9,1 prosent, hvilket er 1,5 prosentpoeng høyere enn for fondets referanseindeks. Den gjennomsnittlige avkastningen på fondets investeringer i rentepapirer i samme periode har vært på 7,6 prosent, hvilket er det samme som for hovedindeksen for aksjer på Oslo Børs.

FTFs investeringspolitikk og risikoprofil innebærer at fondet vil tendere mot å gjøre det bedre enn referanseindeksen i nedgangsperioder og noe svakere enn referanseindeksen i de perioder hvor kursoppgangen i aksjemarkedet er særlig sterk. I seks av de siste ti år har fondet hatt en bedre avkastning enn referanseindeksen. I hvert av de fire årene hvor aksjemarkedet har vært preget av kursnedgang, har fondet hatt en klart bedre avkastning enn referanseindeksen. Fondet har således maktet å kombinere en lavere markedsrisiko, målt ved standardavviket, med en høyere avkastning over tid enn referanseindeksen.

Fondets meravkastning i forhold til børsindeksen har sammenheng med at fondet har vært overvektet i bransjer og selskaper som er blitt mindre berørt enn andre av sviktende konjunkturer og nedgangen i aksjemarkedene, og med at fondet har vært undervektet innenfor teknologisektoren hvor kursnedgangen over de senere år har vært særlig sterk. Selv om fondets portefølje også omfatter selskaper hvis aksjekurs har falt mer enn gjennomsnittet for aksjemarkedet, har bransjevektning og selskapssammensetning totalt sett medført at fondet avkastningsmessig over de senere år har gjort det bedre enn referanseindeksen.

For fondets portefølje av aksjer i børsnoterte selskaper i Danmark, Finland og Sverige ble 2002 et avkastningsmessig svært dårlig år. Som følge av de føringer som er lagt for rammen for relativ volatilitet, følger fondet for denne porteføljen en rendyrket indekseringsstrategi, hvilket innebærer at avkastningen år for år vil avvike lite fra avkastningen på referanseindeksen. Som referanseindeks er valgt

FTSE NOREX 30, men slik at de norske selskaper som inngår i indeksen blir ekskludert i avkastningsberegningene. FTFs avkastning på porteføljen av danske, finske og svenske aksjer var siste år på – 43,5 prosent, det samme som for referanseindeksen. Den sterke nedgang i NOREX-indeksen har sammenheng med at indeksen innbefatter en stor andel teknologiselskaper, og dette forhold sammen med visse spesifikke forhold knyttet til enkelte selskaper bidro til det sterke fall i referanseindeksen i fjor.

Det kan her bemerkes at en rendyrket indekseringsstrategi impliserer at man investerer i alle selskaper som inngår i den referanseindeksen som velges, i samsvar med den vekt selskapene har i indeksen. Dette har hatt betydning for valg av referanseindeks for fondets aksjeinvesteringer i de øvrige nordiske land. Selv om risikoen for at en kan få store avvik mellom avkastningen på fondets portefølje og avkastningen på referanseindeksen dermed er lav, vil variasjonene i avkastning fra år til år i turbulente perioder kunne bli store. Dette tilsier at overvåkingen av risikoen ved investeringer i aksjemarkedet ikke baseres bare på et enkelt risikomål, men bør ta utgangspunkt i et sett av kriterier der de ulike typer av risiki en står overfor blir vurdert i sammenheng med den avkastning som kan forventes på investeringer i aksjer på kort og lang sikt.

Denne problemstillingen har økt i betydning over de senere år ved at variasjoner i likviditetstilgangen til aksjemarkedet har forsterket kursutviklingen både i oppgangs- og nedgangsfasene. Dessuten kan det synes som kursvariasjonene for enkeltelskaper er blitt større som følge av at en betydelig andel av de institusjonelle investorer opererer med en kortsiktig investeringshorisont, ved at omfanget av såkalte “short salg” og hedgefond har økt og ved at de børsnoterte selskapene på sin side i økende grad har begynt med “guiding” hva gjelder den kortsiktige resultatutvikling. I tillegg til at slik guiding lett kan øke oppmerksomheten om den kortsiktige kursutvikling på bekostning av den mer langsiktige verdiskapning og strategiutvikling, kan guidingen føre til at de kortsiktige kursutslagene blir desto større når selskapenes resultater blir svakere enn det som forventes ut fra den guiding som er gitt.

Utviklingen i aksjemarkedet over de senere år har gitt mange indikasjoner på at den økte grad av kortsiktighet blant de finansielle investorer og selskapenes vilje til å imøtekomme ønskemål og krav fra disse investorer, kan ha bidratt til å øke volatiliteten i aksjemarkedet. Det er således mange trekk ved utviklingen som kan gi grunn til en viss bekymring hva gjelder kursdannelsen i aksjemarkedet og aksjemarkedets innvirkning på den langsiktige verdiskapning i næringslivet.

Som risikobevist og langsiktig investor er Folketrygdfondet opptatt av å begrense nedsiderisiko i porteføljen, men også av at de risikomål fondet styrer etter gir grunnlag for at investeringsbeslutninger kan fattes på basis av selskapenes langsiktige verdiskapningspotensiale og ikke ut fra hvordan aksjeindeksene varierer i det korte løp.

Styret vil i denne forbindelse peke på at fondet som en betydelig investor i det norske aksjemarkedet, legger vekt på å opptre som en forutsigbar og ansvarsbevisst aksjonær i de selskaper hvor fondet har foretatt investeringer. Det innebærer at fondet når de langsiktige avkastningsvurderinger gjør dette forsvarlig, føler ansvar for å "stå ved" selskapene i forbigående vanskelige perioder. Fondet legger videre vekt på å unngå at dets handlemåte og disposisjoner skal kunne få negative effekter for selskapenes økonomiske utvikling.

Gjennom sin investeringspolitikk bidrar fondet til å styrke innslaget av langsiktig eierskap i norsk næringsliv og til en viss aksjonærmessig stabilitet i de selskaper hvor fondet er blant de større aksjonærer. Dermed bidrar fondet indirekte til å understøtte det langsiktige strategi- og utviklingsarbeid som skjer i

selskapene. I det lange løp vil det for øvrig være den langsiktige verdiskapning i selskapene som bestemmer avkastningen på fondets kapital.

Det er styrets vurdering at fondets avkastningsresultater for 2002 er rimelig tilfredsstillende hensett til de markedsforhold som har rådet og de rammebetingelser som Folketrygdfondet er underlagt.

Det er fortsatt mange bekymringsfulle trekk i den økonomiske utvikling og det er betydelig usikkerhet knyttet til de konjunkturmessige utsikter for den nærmeste tiden fremover. Etter styrets vurdering har fondet gode forutsetninger for å kunne oppnå en avkastning over tid som minst er på høyde med de referanseindekser som fondet måles mot. Styret vil i denne forbindelse uttrykke tilfredshet med at rammene for investeringer i utenlandske aksjer er blitt utvidet, hvilket gir muligheter for at fondet på lengre sikt kan oppnå en høyere avkastning på kapitalen gjennom økte investeringer i aksjer. Selv om aksjemarkedet i de senere år har utviklet seg negativt, er det grunn til å forvente at aksjer i det lange løp vil gi en høyere avkastning enn investeringer i rentepapirer også i tiden fremover.

Oslo, den 6. mars 2003

Rolf Sæther  
Leder

Anne Breiby  
Nestleder

Harald Ellefsen

Vibecke Groth

Tove Lehre

Per Arne Olsen

Linda Orvedal

Anna Kristine Jahr Røine

Oddvar Skaiaa

# RESULTATREGNSKAP

16

Millioner kroner	Note	2002	2001
<b>REALISERTE INNTEKTER</b>			
Renteinntekter	1	7 114	7 136
Utbytte		552	419
Realiserte verdipapirgevinster	2	-2 443	-1 035
Andre inntekter	3	2	3
<b>SUM REALISERTE INNTEKTER</b>		<b>5 225</b>	<b>6 523</b>
<b>DRIFTSKOSTNADER</b>			
Administrasjons- og forvaltningskostnader	4	32	30
<b>SUM DRIFTSKOSTNADER</b>		<b>32</b>	<b>30</b>
<b>REALISERT RESULTAT</b>		<b>5 193</b>	<b>6 493</b>
Endring urealiserte verdipapirgevinster	5	-2 749	-1 170
<b>VERDIKORRIGERT RESULTAT</b>		<b>2 444</b>	<b>5 323</b>

# BALANSE

Millioner kroner	Note	2002	2001
<b>EIENDELER</b>			
Verdipapirer til kostpris	5,7		
Andre sertifikater		3 742	5 564
Kontolån til statskassen		80 578	75 643
Stats- og statsgaranterte obligasjoner		6 219	7 732
Andre ihendehaverobligasjoner		18 967	17 985
Konvertible obligasjoner		0	66
Norske aksjer og grunnfondsbevis		20 963	18 693
Utenlandske aksjer		1 302	989
Urealiserte verdipapirgevinster	5,7	545	3 294
Opptjente, ikke forfalte renter		3 606	3 298
Påløpte renter TRG	6	56	0
Fordring TRG		0	316
Andre fordringer	8	9	54
Bankinnskudd	9	145	54
Driftsmidler	10	4	4
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>136 136</b>	<b>133 692</b>
<b>GJELD OG EGENKAPITAL</b>			
Folketrygdfondets kapital	11	136 133	133 689
Gjeld	12	3	3
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>136 136</b>	<b>133 692</b>

Oslo, 31. desember 2002 / 6. mars 2003

Rolf Sæther  
Leder

Anne Breiby  
Nestleder

Harald Ellefsen

Vibecke Groth

Tove Lehre

Per Arne Olsen

Linda Orvedal

Anna Kristine Jahr Røine

Oddvar Skaiaa

Tore Lindholt  
Adm. direktør

# REGNSKAPSPRINSIPPER

18

## GENERELT

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

## VERDI AV PORTEFØLJE

I regnskapet er fremmedkapitalinstrumenter vurdert til ligningsverdi pr. årsavslutningsdato.

Egenkapitalinstrumenter er vurdert til markedsverdi pr. årsavslutningsdato. Dersom det ikke foreligger omsetningskurser på børsen, benyttes antatt markedsverdi. Kurtasje til megler ved anskaffelse av verdipapirer er inkludert i verdipapirenes kostpris. Ved salg av verdipapirer beregnes gevinst som salgssum fratrukket kurtasje og gjennomsnittlig kostpris på de solgte verdipapirer. Kjøp og salg av verdipapirer bokføres på handelsdag.

Garantiprovisjon i forbindelse med deltakelse i garantikonsortier føres til fradrag i kostpris for aksjer og obligasjoner når FTF tegner. Når FTF kun deltar

i garantikonsortiet og ikke tegner, eller får tildelt verdipapirer, inntektsføres provisjonen i sin helhet. I disse tilfellene skjer inntektsføringen når det er bekreftet at garantien ikke gjøres gjeldende.

## EGENKAPITAL

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

## INNTEKTSFØRINGSPRINSIPPER

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

## SKATTER

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

# NOTER TIL REGNSKAPET

## NOTE 1 - Renteinntekter

Mill. kr	2002	2001
Sertifikater (ikke-statlige)	402	1 212
Kontolån og stats- og statsgaranterte obligasjoner	5 360	4 641
Andre ihendehaverobligasjoner	1 247	1 242
Bankinnskudd	46	37
Konvertible obligasjoner	3	4
Andre renteinntekter jfr. note 6	56	0
<b>Sum</b>	<b>7 114</b>	<b>7 136</b>

## NOTE 2 - Realiserte verdipapirgevinster/-tap

Mill. kr	2002	2001
Sertifikater (ikke-statlige)	-148	8
Kontolån og obligasjoner	-1 322	-354
Konvertible obligasjoner	-16	0
Aksjer notert på norsk børs	-926	-687
Aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige	-55	-2
Grunnfondsbevis	24	0
<b>Sum</b>	<b>-2 443</b>	<b>-1 035</b>

## NOTE 3 - Andre inntekter

Andre inntekter representerer garantiprovisjon ved aksje- og obligasjonsemisjoner og utlån av aksjer

## NOTE 4 - Administrasjons- og forvaltningskostnader

Mill. kr	2002	2001
Honorarer, lønn o.l.	16,6	15,3
Andre driftskostnader	12,6	12,1
Verdipapirforvaltning Nordea/Årsavgift VPS	1,0	0,8
Avskrivninger	1,9	1,9
<b>Sum</b>	<b>32,1</b>	<b>30,1</b>

## NOTE 5a - Urealiserte verdipapirgevinster

Samlede urealiserte verdipapirgevinster og årlige endringer i disse er som følger:

Mill. kr	2002	2001
Markedsverdi portefølje pr. 31. desember	132 316	129 966
Historisk kost portefølje pr. 31. desember	131 771	126 672
Urealiserte verdipapirgevinster	545	3 294
<b>Endring urealiserte verdipapirgevinster</b>	<b>-2 749</b>	<b>-1 170</b>

**Urealiserte verdipapirgevinster pr. 31. desember 2002 fordeler seg som følger:**

	Kostpris	Markeds- verdi	Urealiserte gevinster	Endring urealiserte gevinster
Sertifikater (ikke-statlige)	3 742	3 750	8	150
Kontolån og obligasjoner	105 764	108 508	2 744	3 616
Konvertible obligasjoner	0	0	0	16
Aksjer notert på norsk børs	20 847	19 030	-1 817	-5 865
Aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige	1 302	882	- 420	-433
Grunnfondsbevis	116	146	30	-233
<b>Sum</b>	<b>131 771</b>	<b>132 316</b>	<b>545</b>	<b>-2 749</b>

**NOTE 5b**

**- Fordeling av urealiserte verdipapirgevinster for kontolåns- og obligasjonsporteføljen pr. 31.12.2002**

Mill. kr	På- lydende	Kostpris	Markeds- verdi	Urealiserte gevinster
Kontolån	82 850	80 578	83 180	2 602
Stat	5 568	6 219	6 348	129
Industri	6 045	5 869	5 692	-177
Kommuner og fylker	226	227	229	2
Finansforetak	12 965	12 871	13 059	188
<b>Sum</b>	<b>107 654</b>	<b>105 764</b>	<b>108 508</b>	<b>2 744</b>

**Note 6 - Påløpte renter TRG**

I regnskapet for 2002 er inntektsført renter på 56 millioner kroner som refererer seg til fordring Folketrygdfondet har på TRG (Europe) B.V. Fordringen er knyttet til TRGs tvangsinnløsning av fondets aksjer i Aker RGI ASA i februar 2000. Fordringen ble i løpet av 2002 nedbetalt med 316 millioner kroner hvilket tilsvarte verdien av fondets aksjepost basert på det tilbudet som ble fremsatt av TRG ved tvangsinnløsningen. Det inntektsførte rentebeløp omfatter beregnede renter på dette beløp fra 7. februar 2000 til 31. desember 2002.

Oslo Tingrett avsa 20. mars 2002 skjønn i innløsnings-saken, hvoretter de tvangsinnløste aksjene ble verdsatt til et vesentlig høyere beløp enn tilbudet og en høyere rentesats ble fastsatt enn den som er lagt til grunn for fondets beregning av opp-tjente renter i regnskapet for 2002. Skjønnsrettens kjennelse er anket til Borgarting lagmannsrett.

**NOTE 7 a - Folketrygdfondets beholdning av aksjer notert på norsk børs pr. 31. desember 2002**

Selskap	Aksjekapital pr. klasse (1000 kr)	Markedskurs 31.12.2002	Antall aksjer 31.12.2002	%-vis andel av total aksjekap. i selskapet	Markeds- verdi (1000 kr)
<b>Energi:</b>					
Fred. Olsen Energy	1 206 000	9,50	2 877 300	4,77%	27 334
Kværner	894 134	3,70	28 736 300	3,21%	106 324
Norsk Hydro	5 331 933	310,50	10 625 375	3,99%	3 299 179
ProSafe	339 579	94,50	1 845 450	5,43%	174 395
Smedvig A-aksjer	550 140	33,00	3 292 600	5,99%	108 656
Smedvig B-aksjer	279 700	28,10	2 624 100	9,38%	73 737
Statoil ASA	5 473 964	58,50	8 089 600	0,37%	473 242
Stolt Offshore	152 524	9,45	2 171 400	2,85%	20 520
TGS Nopec Geophys. Comp.	24 778	54,50	1 538 700	6,21%	83 859
<b>Materialer:</b>					
Elkem	985 600	147,00	3 885 070	7,88%	571 105
Norske Skog A-aksjer	1 331 371	98,00	11 069 000	8,31%	1 084 762
<b>Industri:</b>					
Kongsberg Gruppen	150 000	90,50	1 350 000	4,50%	122 175
Tomra Systems	178 487	45,10	17 650 300	9,89%	796 029
Veidekke	68 272	51,00	3 784 800	13,86%	193 025
Bergesen D.Y A-aksjer	105 436	132,00	3 011 100	7,14%	397 465
Bergesen D.Y. B-aksjer	43 620	112,00	700 000	4,01%	78 400
Leif Høegh & Co.	58 725	99,50	1 234 500	4,20%	122 833
Odfjell A-aksjer	168 363	110,00	533 600	3,17%	58 696
Odfjell B-aksjer	60 323	108,50	513 500	8,51%	55 715
SAS AB	1 645 000	41,00	7 057 837	4,29%	289 371
Stolt-Nielsen S.A	62 638	44,90	1 390 800	2,22%	62 447
Unitor	244 371	19,10	2 028 900	10,38%	38 752
Wilhelm Wilhelmsen A-aksjer	737 129	104,00	747 000	4,05%	77 688
Wilhelm Wilhelmsen B-Aksjer	255 621	95,00	530 000	8,29%	50 350
<b>Forbruksvarer:</b>					
A-pressen	177 711	115,00	200 000	2,25%	23 000
Ekornes	34 478	84,00	4 153 400	12,05%	348 886
Royal Caribbean Cruises Ltd.	1 920	116,00	5 232 850	2,73%	607 011
Schibsted	69 250	72,00	5 835 900	8,43%	420 185
<b>Konsumentvarer:</b>					
Orkla	1 351 885	118,00	24 537 850	11,34%	2 895 466
Rieber & Søn A-aksjer	795 757	47,50	9 018 700	11,33%	428 388
<b>Helsevern:</b>					
Amersham PLC	35 064	61,50	24 262 500	3,46%	1 492 144
Axis-Shield	16 987	13,50	2 599 500	5,36%	35 093

Finansielle tjenester:

Avantor	19 427	45,00	2 097 200	10,80%	94 374
Bolig og Næringsbanken	487 710	180,00	926 000	9,49%	166 680
Den norske Bank	7 705 905	32,60	28 320 200	3,68%	923 239
Gjensidige NOR ASA	8 699 647	227,00	1 542 250	1,77%	350 091
Olav Thon Eiendom	107 082	210,00	974 544	9,10%	204 654
Storebrand	1 389 012	26,00	27 761 600	9,99%	721 802

Informasjonsteknologi:

EDB Business Partner	158 532	18,50	8 872 100	9,79%	164 134
InFocus Corporation	0	40,00	2 550 000	6,57%	102 000
Nera	247 059	7,50	13 122 600	10,62%	98 420
Tandberg	128 817	40,00	6 799 400	5,28%	271 976
Visma	156 219	39,90	2 475 133	7,92%	98 758
VMetro	12 441	15,50	2 428 900	9,76%	37 648

Telekommunikasjon og tjenester:

Telenor ASA	10 820 557	26,50	44 524 000	2,47%	1 179 886
-------------	------------	-------	------------	-------	-----------

<b>Sum markedsverdi</b>					<b>19 029 891</b>
<b>Urealiserte kursgevinster/tap</b>					<b>-1 816 653</b>
<b>Bokført kostpris</b>					<b>20 846 544</b>

**NOTE 7 b - Folketrygdfondets beholdning av grunnfondsbevis notert på norsk børs pr. 31. desember 2002**

Selskap	Grunnfonds- kapital (1000 kr)	Markedskurs 31.12.2002	Antall andeler 31.12.2002	%-vis andel av total grunnfondskap. i selskapet	Markedsverdi (1000 kr)
Grunnfondsbevis:					
Sparebanken Midt-Norge	614 806	145,00	294 300	4,79%	42 674
Sparebanken Nord-Norge	659 702	127,50	290 000	4,40%	36 975
Sparebanken Rogaland	753 819	180,00	366 600	4,86%	65 988
<b>Sum markedsverdi</b>					<b>145 637</b>
<b>Urealiserte kursgevinster/tap</b>					<b>29 199</b>
<b>Bokført kostpris</b>					<b>116 438</b>

**NOTE 7c - Folketrygdfondets beholdning av aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige  
pr. 31. desember 2002**

Selskap	Lokal valuta	Selskapets antall aksjer 31.12.2002	Markedskurser 31.12.2002 i NOK	Antall aksjer 31.12.2002	%-vis andel av aksjer utstedt i selskapet	Markedsverdi (1000 kr) i NOK
<b>Finansielle tjenester:</b>						
Danske Bank	DKK	732 000 000	114,64	584 000	0,08%	66 951
Foreningssparbanken	SEK	527 808 843	82,30	315 800	0,06%	25 990
Investor B	SEK	455 484 186	41,55	361 000	0,08%	14 999
Nordea	SEK	2 971 815 693	30,68	2 379 000	0,08%	72 992
Sampo Plc	EUR	555 088 265	52,72	221 100	0,04%	11 656
Skandinaviska Enskilda Banken A	SEK	673 784 123	57,93	538 600	0,08%	31 200
Svenska Handelsbanken A	SEK	649 949 619	92,68	518 500	0,08%	48 057
<b>Forbruksvarer</b>						
Electrolux B	SEK	328 687 438	109,86	262 200	0,08%	28 806
Hennes & Mauritz B	SEK	730 336 000	134,23	437 000	0,06%	58 660
<b>Materialer:</b>						
Svensk Cellulose B	SEK	190 500 706	234,91	151 500	0,08%	35 589
Stora Enso R	EUR	717 461 614	73,08	576 200	0,08%	42 106
UPM Kymmene	EUR	260 115 975	222,50	207 300	0,08%	46 124
<b>Telekommunikasjon og tjenester:</b>						
Europolitan Vodafone AB	SEK	410 226 660	32,76	97 900	0,02%	3 207
Tele Danmark	DKK	216 459 540	168,53	129 550	0,06%	21 833
Tele 2 B	SEK	125 670 371	184,17	100 250	0,08%	18 464
TeliaSonera	SEK	4 605 756 725	26,21	1 102 197	0,02%	28 886
<b>Informasjonsteknologi:</b>						
Ericsson B	SEK	15 318 040 038	4,87	12 220 400	0,08%	59 563
Nokia	EUR	4 783 870 469	110,16	908 950	0,02%	100 129
<b>Industri:</b>						
Assa Abloy AB	SEK	346 742 711	79,50	206 200	0,06%	16 393
Atlas Copco A	SEK	139 899 016	135,83	83 700	0,06%	11 369
Group 4 Falck	DKK	88 862 400	146,49	53 170	0,06%	7 789
Sandvik	SEK	258 709 350	155,41	206 400	0,08%	32 077
Securitas B	SEK	345 626 326	83,10	274 500	0,08%	22 810
Skanska B	SEK	382 871 163	40,75	305 000	0,08%	12 429
Volvo B	SEK	302 915 940	113,46	241 700	0,08%	27 424
<b>Helsevern:</b>						
Novo Nordisk B	DKK	300 950 560	200,38	180 100	0,06 %	36 088
<b>Sum markedsverdi</b>						<b>881 596</b>
<b>Urealiserte kursgevinster/tap</b>						<b>-420 635</b>
<b>Bokført kostpris</b>						<b>1 302 231</b>

#### NOTE 8 – Andre fordringer

Andre fordringer består av:	31.12.2002	31.12.2001
Uoppgjorte verdipapirhandler	2	48
Diverse fordringer, inkl. påløpt utbytte	4	4
Pantelån Rikstrygdeverket	3	3
<b>Sum</b>	<b>9</b>	<b>55</b>

#### NOTE 9 – Bankinnskudd

Mill. kr	2002	2001
Folioinnskudd	30	15
Kortsiktige plasseringer	115	38
<b>Totalt</b>	<b>145</b>	<b>53</b>

#### NOTE 10 – Driftsmidler

Mill. kr	Maskiner og inventar
Anskaffelseskost	
Anskaffelseskost pr. 31.12.2001	6,6
+ Tilgang 2002	1,6
- Avgang 2002 (tilbakeføring av nedskrivninger)	0,8
<b>Anskaffelseskost pr. 31.12.2002</b>	<b>7,4</b>
Akkumulerte avskrivninger pr. 31.12.2001	2,0
+ Ordinære avskrivninger 2002	1,9
- Avskrivninger på avgang 2002 (tilbakeføring av nedskrivninger)	0,8
= Akkumulerte avskrivninger pr. 31.12.2002	3,1
<b>Bokført verdi etter avskr. pr. 31.12.2002</b>	<b>4,3</b>

#### NOTE 10 - Folketrygdfondets kapital

Mill. kr	
Overført fra folketrygden m.v. i perioden 1967-1979	11 778
Akkumulert resultat 1967-2001	121 911
Folketrygdfondets kapital pr. 1. januar 2002	133 689
Verdikorrigert resultat 2002	2 444
<b>Folketrygdfondets kapital pr. 31. desember 2002</b>	<b>136 133</b>

#### NOTE 12 - Gjeld

Mill. kr	31.12.2002	31.12.2001
Gjelden består av:		
Diverse gjeld (Skattetrekk, Statens Pensjonskasse etc.)	3	3
<b>Sum</b>	<b>3</b>	<b>3</b>

## SANNHETEN FORSVANT

Av Jan Erik Vold

I

Jeg er ingen postmodernist.  
Jeg er ingen modernist.  
Det jeg har å  
si

er  
at  
sannheten  
fins. Altså er jeg ingen premodernist, heller. Hvis

du ikke  
tror  
meg, ta  
en tur med trikken.

•

Et engelsk pund  
var tyve  
kroner  
verdt. En amerikansk

dollar  
stod i 7,15. Vi visste  
lengden  
på en meter. Og at en alen

var en underarm. En  
favn – da slo vi armene ut. Det var  
ikke noe  
juks med det.

•

Pelle opp  
ting  
fra  
gata, som ikke skulle være

der. Papirbiter,  
bøss. De fikk ingenting  
for  
det. Jeg tok alltid

dét som en definisjon  
på gamle mennesker. Jeg kjente  
ikke  
ordet definisjon.

•

Under fortaustrappa  
ligger  
nøklene. Ligger  
øynene. Ligger de gamle

årgangene  
av Detektiv  
Magasinet. Jeg husker ikke handlingen. Bare  
omslaget. Bare lukten. Den

okergule bygningen  
til Møllergata 19. Vi kjøpte gamle hefter  
på Bladkompaniets  
kontor like ved.



# REVISORS BERETNING

26



**Riksrevisjonen**  
Office of the Auditor General  
of Norway

Vår sakbehandler	Per-Kristian Holte, 22 24 11 68
Vår dato	Vår referanse
06.03.2003	2003/479
	Arkivkode
	682
Dens dato	Dens referanse

Folketrygdfondet  
Håkon VII gate 2  
Postboks 1845 Viken  
0123 Oslo

## Regnskapet for 2002 - avsluttende revisjonsbrev

Riksrevisjonen har revidert Folketrygdfondets regnskap for 2002.

Revisjonen er utført i henhold til gjeldende bestemmelser og god revisjonsskikk i Riksrevisjonen. Vår oppgave er å kontrollere at Folketrygdfondets inntekter og utgifter, beholdninger og verdier av enhver art regnskapsføres etter gjeldende regler og i henhold til prinsipper som er alminnelig akseptert for aksje- og obligasjonsfond, og vurdere om disposisjonene som ligger til grunn for regnskapet kan aksepteres. Vi har foretatt de revisjonshandlinger som vi har ansett nødvendige i utvalgte deler av grunnlagsmaterialet.

Riksrevisjonen har ingen merknader av betydning til regnskapet.

I henhold til lov om Statens Revisjonsvesen av 8. februar 1918 tilligger det Riksrevisjonen å godkjenne regnskapene til virksomhetene underlagt departementene.

Riksrevisjonen godkjenner regnskapet for 2002 for Folketrygdfondet.

Etter fullmakt

  
Erna Jørgensen Lea  
avdelingsdirektør

  
Per-Kristian Holte  
rådgiver

Kopi: Finansdepartementet

Postadresse  
Postboks 8130 Dep  
0032 Oslo

Kontrolladresse  
Placstrødet 42  
0167 Oslo

Telefon  
22 24 10 00

Telefax  
22 24 10 01

E-post/Internet  
riksrevisjonen@riksrevisjonen.no  
www.riksrevisjonen.no

Bankkonto  
7884 05 06/74

Org.nr.  
81670843

# MARKEDSUTVIKLINGEN I 2002

## RENTEMARKEDET

Utviklingen i rentemarkedene i 2002 ble preget av svake konjunkturutsikter, kursfall i aksjemarkedene og frykt for ny Irak-konflikt. Særlig gjorde dette seg gjeldende utover i annet halvår.

Utviklingen i amerikansk økonomi øver en betydelig innflytelse på utviklingen i de internasjonale kapitalmarkeder. I første kvartal var de fleste makroøkonomiske nøkkeltall for USA bedre enn forventet. De fleste konjunkturindikatorer ga signaler om økonomisk oppgang, samtidig som veksten i amerikansk økonomi ble betydelig sterkere enn hva som var forventet. Den amerikanske sentralbanken (Fed) holdt i perioden signalrenten uendret på 1,75 prosent og gikk over til en nøytral grunnholdning. Den amerikanske 10-årsrenten fluktuerte rundt 5 prosent i årets første måneder. Utsiktene til en bedring i økonomien trakk imidlertid renten opp mot årets høyeste nivå på 5,43 prosent i slutten av mars.

Utover våren ble det avdekket stadig flere regnskapsskandaler i amerikanske selskaper. Dette førte til en tillitskrise i forhold til aksjeinvestorene og påfølgende markerte kursfall i det amerikanske aksjemarkedet. Dette smittet over på den generelle tilliten til den økonomiske utviklingen fremover, og utover sommeren var det et klart fall i de fleste forventingsindikatorer. Utviklingen i kapitalmarkedene var preget av stor usikkerhet knyttet til konjunkturutviklingen og frykt for at amerikansk økonomi skulle gå inn i en ny resesjon. Dette medførte at de lange amerikanske rentene falt betydelig i løpet av sommeren og høsten. I oktober var den 10-årige amerikanske statsrenten 3,57 prosent som er det laveste nivået på mange tiår. I begynnelsen av november ble den amerikanske signalrenten satt ned til 1,25 prosent. Ved årets slutt lå 10-årsrenten på 3,82 prosent og 3-månedersrenten på 1,38 prosent.

I euroområdet var utviklingen preget av svak økonomisk vekst. Den europeiske sentralbanken senket likevel ikke sin signalrente før i desember, da renten ble redusert med 0,5 prosentpoeng til 2,75 prosent. Frem til dette tidspunkt hadde de korte rentene holdt seg stabile. Ved utgangen av året var det priset inn flere rentekutt, og ved årets slutt nådde 3-månedersrenten årets laveste nivå på 2,87 prosent. Lange europeiske renter fulgte de amerikanske rentebevegelsene, og den tyske 10-årsrenten nådde årets høyeste nivå på 5,28 prosent i mars. I mai falt amerikanske lange renter under de europeiske, og det kraftige rentefallet i USA utover høsten førte til at diffe-

ransen økte til 0,73 prosentpoeng i oktober. Mot årets slutt falt også de lange tyske renter, og ved årets slutt lå 10-årsrenten på 4,19 prosent og 3-månedersrenten på 2,87 prosent.

Ved inngangen til 2002 hadde Norges Bank en ekspansiv grunnholdning i pengepolitikken. Forventningene i markedet var preget av at banken rett før årsskiftet hadde senket renten med 0,5 prosentpoeng. Ved inngangen til året var det priset inn ytterligere rentekutt og 3-måneders pengemarkedsrenten falt i januar til det som skulle vise seg å bli årets laveste nivå på 6,19 prosent. I sitt rentemøte i februar gikk Norges Bank over til en nøytral grunnholdning. På rentemøtet i mai uttrykte Norges Bank at med uendret rente så banken det som mer sannsynlig at inflasjonen om to år ville bli høyere enn inflasjonsmålet 2,5 prosent. I sin inflasjonsrapport i juni oppjusterte banken sine anslag på lønnsveksten, og i det etterfølgende rentemøtet ble signalrenten hevet med 0,5 prosentpoeng samtidig som den kontraktive grunnholdning ble opprettholdt. I oktober gikk Norges Bank igjen over til en nøytral grunnholdning.

Sentralbankens renteendringer og uttalelser har i sterk grad påvirket de korte pengemarkedsrentene i Norge gjennom 2002. Ved inngangen til året priset markedet inn en rentereduksjon. Dette ble avløst av forventninger om tilstramming etter hvert som lønnsoppgjøret utviklet seg. Den norske 3-månedersrenten steg til årets høyeste nivå i august på 7,37 prosent. Utover høsten dannet det seg forventninger i rentemarkedet om rentekutt til tross for at Norges Bank fortsatt hadde en nøytral grunnholdning. Det var spesielt den kraftige kroneappresieringen og effekten av dette på norsk industri som lå bak forventningsdannelsen.

Da sentralbanksjefen i en tale 3. desember uttrykte at det var skjedd en avmatning i norsk økonomi, ble dette oppfattet som et signal om lettelse i pengepolitikken, og allerede den 11. desember ble foliorenten redusert med 0,5 prosentpoeng samtidig som det ble varslet ytterligere lettelse. Dette medførte at den norske 3-månedersrenten falt markant ved årets slutt og endte året på 6,32 prosent.

Lange norske obligasjonsrenter startet året med en oppadgående tendens som varte helt frem til juni da den 10-årige statsrenten nådde årets høyeste nivå på 6,97 prosent. Utover høsten trakk den internasjonale rentenedgangen de norske rentene ned. I siste halvdel av året fulgte norske lange renter den europeiske rentenedgangen. Helt mot slutten av året ble dette

forsterket av kortrentenedgangen og frykt for en ytterligere konjunkturavmatning. Dette førte til et markert fall i lange norske renter i årets siste måned, slik at 10-årsrenten endte på 5,79 prosent.

Rentedifferansen mot Tyskland endret seg relativt mye gjennom året. Ved årets begynnelse lå lange norske renter 1,3 prosentpoeng over tilsvarende tyske renter, og differansen økte til 1,9 prosentpoeng i juni da norske lange renter var på sitt høyeste.

I annet halvår ble rentedifferansen redusert, og den var ved årets slutt 1,6 prosentpoeng.

Omsetningen i obligasjonsmarkedet steg i 2002 og endte på 568,8 milliarder kroner utenom repohandler. Dette tilsvarer et daglig omsetningsvolum på 2,3 milliarder kroner, hvilket er 8,8 prosent høyere enn året før. Av omsetningen utgjorde statsobligasjoner 77,9 prosent. Repoomsetningens andel økte fra 66,4 prosent til 75,1 prosent. Det ble i 2002 emittert obligasjoner for 107,6 milliarder kroner, hvilket er hele 63,3 prosent høyere enn året før. Av dette utgjorde stats- og statsgaranterte obligasjoner 26,0 milliarder kroner, mens kommune- og fylkeskommunale obligasjoner utgjorde 1,4 milliarder kroner. I privat sektor ble det emittert obligasjoner for 65,4 milliarder kroner, hvorav finansiell sektor alene sto for 46,7 milliarder kroner. Andre utstedere som statsforetak og utlendinger stod til sammen for 14,8 milliarder kroner.

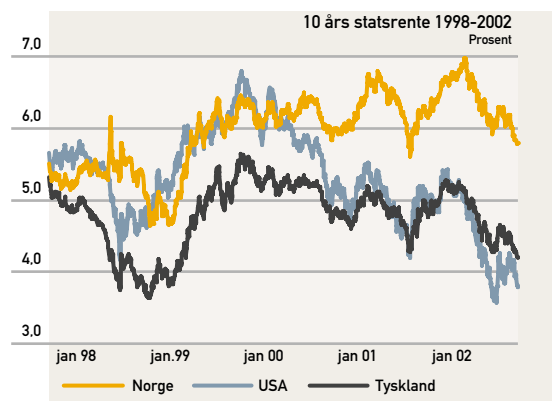
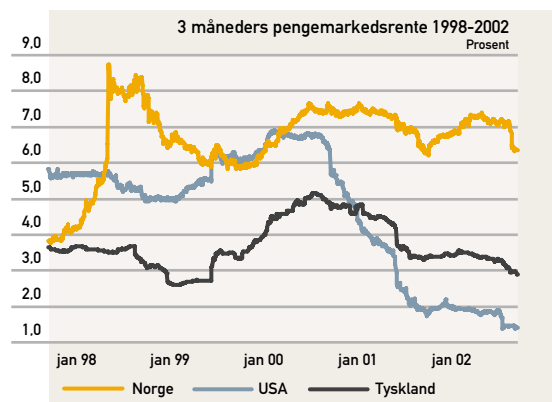
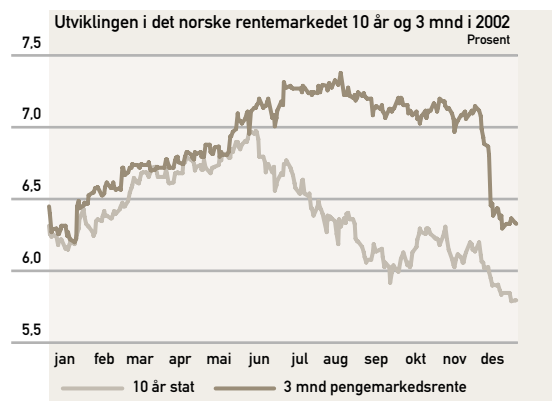
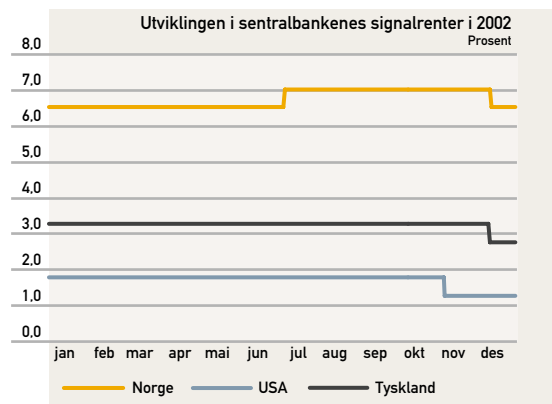
## AKSJEMARKEDET

De internasjonale aksjemarkeder var i 2002 preget av turbulens, selskapsskandaler, krigsfrykt og sterke kursfall. Disse forhold preget også utviklingen i det norske aksjemarkedet.

Oslo Børs innledet året med en svak periode, hovedsakelig som følge av fremleggelse av skuffende årsresultater fra de børsnoterte selskapene. Fra siste halvdel av februar frem til begynnelsen av april steg imidlertid hovedindeksen for Oslo Børs (OSEBX) med 12,8 prosent. Denne kursstigning reflekterte en fornyet optimisme knyttet til de makroøkonomiske utsikter og forventninger til bedret inntjening for de børsnoterte selskaper.

Utover våren – frem til slutten av mai – holdt aksjekursene seg på omtrent samme nivå. I løpet av de neste to månedene falt imidlertid aksjekursene med ca. 25 prosent. Kursfallet i denne perioden var dels en følge av at enkelte makroøkonomiske indikatorer viste svakere utvikling enn forventet, og dels en følge av generell svekket tillit til verdipapirmarkedene som følge av de regnskapsskandaler som var blitt avdekket i store børsnoterte selskaper i USA.

Oslo Børs viste en relativt stabil kursutvikling fra utløpet av juli til slutten av august. Deretter falt



aksjekursene med ytterligere 20 prosent til årets laveste kursnotering den 24. september på 108,5 målt ved OSEBX. Kursfallet i september var blant annet en følge av nedjusterte forventninger til regnskapstallene for tredje kvartal og for 2003 under ett. Fra utløpet av september og frem til begynnelsen av desember viste Oslo Børs en moderat kursstigning, før markedet avsluttet året på indekssnivå 115,2.

For året under ett ble resultatet en betydelig kursnedgang. Målt ved OSEBX falt aksjekursene i 2002 med 31,1 prosent fra årets begynnelse da OSEBX ble notert til 167,2. Over de fem siste årene har aksjekursene dermed falt med 34,2 prosent.

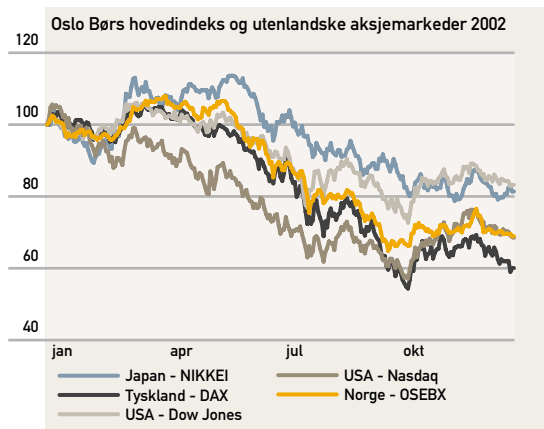
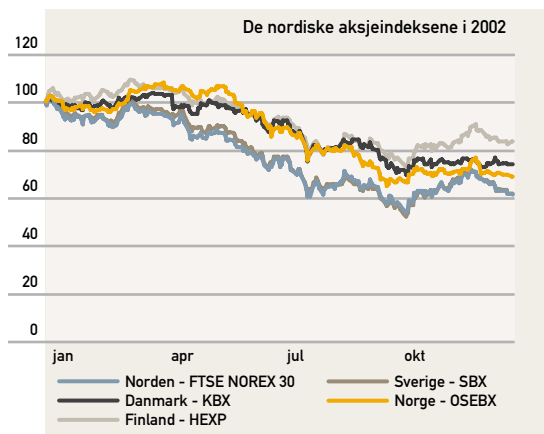
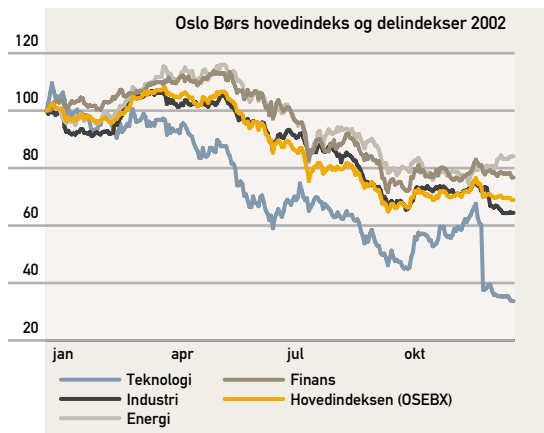
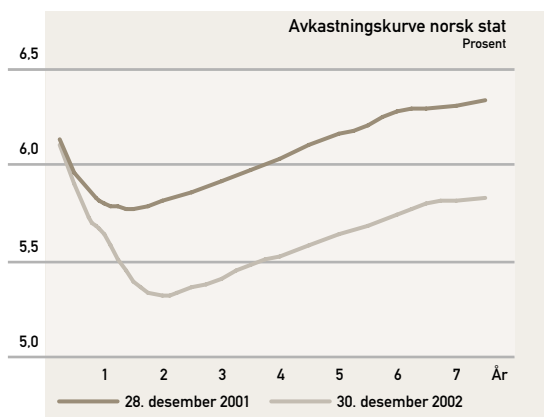
Av delindeksene på Oslo Børs var det teknologiindeksen og helsevernindeksen som falt mest siste år med henholdsvis 63,3 og 38,0 prosent. Forbruksvareindeksen, forsyningsindeksen og energiindeksen hadde den minst negative kursutviklingen med et fall på henholdsvis 12,6, 15,3 og 15,9 prosent. Energiindeksen holdt seg relativt godt gjennom 2002 som følge av den høye oljeprisen, hvilket må sees i sammenheng med den ansente internasjonale situasjonen.

De nordiske aksjemarkedene hadde også en betydelig kursnedgang i 2002. Sverige hadde den svakeste utviklingen med et fall i SBX indeksen på 38,6 prosent. Den finske HEXP indeksen falt 16,7 prosent, mens den danske KBX indeksen falt 26,0 prosent.

Det amerikanske aksjemarkedet hadde også en sterkt negativ utvikling i 2002. Den bredt sammensatte indeksen S&P 500 falt 23,4 prosent, mens Dow Jones falt med 16,9 prosent. Også i det amerikanske markedet falt teknologiselskaper mer i verdi enn markedet som helhet. Således falt den teknologidominerte NASDAQ-indeksen med 31,3 prosent. Det europeiske markedet målt ved FTSE Eurotop 30 falt til sammenligning 32,5 prosent i løpet av året, mens den japanske Nikkei-indeksen falt med 18,6 prosent.

Det var også en nedgang i antallet børsnoterte selskaper i 2002. Ved utgangen av året var 203 selskaper notert på Oslo Børs mot 212 ved utgangen av 2001. Den totale kapitaliserte verdi av selskapene var 564 milliarder kroner ved siste årsskifte. Det ble emittert aksjer for i alt 5,6 milliarder kroner i løpet av året, mot 28,5 milliarder kroner året før. Totalomsetningen på Oslo Børs utgjorde 444,4 milliarder kroner i 2002 mot 566,4 milliarder kroner i 2001. Den gjennomsnittlige daglige omsetning falt således fra 2,3 milliarder kroner til 1,8 milliarder kroner.

Eiersammensetningen på Oslo Børs ble noe endret fra 2001 til 2002. Statens eierandel er økt til 43,1 fra 38,2 prosent i 2001, hvilket i stor grad skyldes endringene i markedsverdien for de børsnoterte selskapene. Utlendingenes eierandel er redusert fra 28,0



prosent i 2001 til 27,0 prosent i 2002. Private pensjonsfond (inkludert livsforsikringselskaper) har redusert sin eierandel fra 4,9 prosent i 2001 til 2,9 prosent i 2002. Aksjefondenes andel ble også redu-

sert, fra 5,2 prosent til 4,2 prosent. Privatpersoner reduserte sin eierandel fra 5,9 prosent til 5,4 prosent. Eierandelen til gruppen "andre selskaper" økte fra 13,5 prosent til 14,1 prosent.



# PORTEFØLJEUTVIKLINGEN I 2002

## PORTEFØLJEUTVIKLINGEN

Folketrygdfondets verdipapirportefølje, inkludert bankinnskudd, beløp seg pr. 31. desember 2002 til i alt 131 916 millioner kroner (regnet etter bokført verdi), jf. tabell 1. Dette innebærer en økning på 5 190 millioner kroner siden forrige årsskifte. Økningen tilsvarer fondets realiserste resultat (5 194 millioner kroner) med fradrag av netto fordringsøkning (4 millioner kroner). Netto fordringsøkning utgjøres av en oppgang i påløpte, ikke forfalte renter på 308 millioner kroner samt en reduksjon i andre fordringer med 304 millioner kroner. Økningen i den bokførte verdi av porteføljen fordelte seg med 3 422 millioner kroner på stats- og statsgaranterte verdipapirer og 1 768 millioner kroner på plasseringer i private og kommunale verdipapirer. FTFs fordring knyttet til tvangsinnløste aksjer i Aker RGI ble i 2002 nedbetalt med 316 millioner kroner. Hensyn tatt til dette forhold økte fondets portefølje av ikke-statlige verdipapirer med 1 452 millioner kroner. Markedsverdien av verdipapirporteføljen utgjorde ved siste årsskifte 132 461 millioner kroner eller 0,4 prosent mer enn bokført verdi. Merverdien utover bokført verdi utgjøres av urealiserte kursgevinster som fordelte seg med - 2 207 millioner kroner på porteføljen av aksjer og grunnfondsbevis og 2 752 millioner kroner på porteføljen av kontolån, obligasjoner og sertifikater.

De samlede plasseringer i renteinstrumenter utgjorde 83,1 prosent av verdipapirporteføljen regnet etter bokført verdi og 84,9 prosent av porteføljen regnet etter markedsverdi.

## RENTEINSTRUMENTER

Folketrygdfondets plasseringer i renteinstrumenter beløp seg pr. 31. desember 2002 til 109 651 millioner kroner etter bokført verdi som innebærer en økning på 2 674 millioner kroner siden forrige årsskifte. Økning av kontolån til statskassen utgjorde 4 934 millioner kroner, mens markedsplasseringer i statspapirer ble redusert med 475 millioner kroner. Den øvrige delen av statsplasseringene som i hovedsak utgjøres av eldre illikvide statsobligasjoner, ble redusert med 1 037 millioner kroner. Andelen statlige plasseringer utgjør dermed 65,8 prosent av totalporteføljen, det samme som året før.

Som følge av at fondet fant å ville øke egenkapitalplasseringene med mer enn rammebeløpet på 1 500 millioner kroner som Finansdepartementet hadde

fastsatt for maksimal økning av beholdningen av private og kommunale verdipapirer, ble beholdningen av ikke-statlige rentepapirer redusert med 749 millioner kroner. Andelen ikke-statlige renteplasseringer ble dermed redusert fra 18,6 prosent av fondets samlede plasseringer ved forrige årsskifte til 17,2 prosent ved siste årsskifte.

Markedsverdien av beholdningen av renteinstrumenter (inkl. bankinnskudd) beløp seg ved siste årsskifte til 112 404 millioner kroner, som er 2 753 millioner kroner eller 2,5 prosent høyere enn bokført verdi på 109 651 millioner kroner. Den urealiserte kursgevinsten ble økt med 3 782 millioner kroner i løpet av 2002, hvilket har sammenheng med rentenedgangen i andre halvår.

Markedsverdien av beholdningen av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg pr. 31. desember 2002 til 112 258 millioner kroner, som er 2,5 prosent høyere enn bokført verdi på 109 506 millioner kroner, jf. tabell 2.

Av den bokførte verdien utgjorde statlige papirer 79,3 prosent, som er en økning fra 78,0 prosent ved forrige årsskifte. Private og kommunale obligasjoner utgjorde 17,3 prosent, mens beholdningen av private sertifikater beløp seg til 3,4 prosent. Beholdningen av private og kommunale obligasjoner ble i løpet av året økt med 982 millioner kroner, mens beholdningen av private sertifikater ble redusert med 1 822 millioner kroner. Av de ikke-statlige plasseringene utgjorde finansobligasjoner og -sertifikater 65,1 prosent av den ikke-statlige porteføljen, mens industriobligasjoner og -sertifikater utgjorde 33,9 prosent og kommunale og fylkeskommunale obligasjoner sto for 1,0 prosent av Folketrygdfondets ikke-statlige renteplasseringer.

Sammensetningen av den ikke-statlige renteporteføljen bestemmes primært ut fra en vurdering av hvorvidt den forventede avkastningen står i et rimelig forhold til den risiko som plasseringene representerer i forhold til statsplasseringer. Med et til tider meget begrenset marked for ikke-statlige renteplasseringer blir porteføljesammensetningen også påvirket av tilgjengeligheten av verdipapirer. Fordelingen av de ikke-statlige plasseringene må derfor ses i lys av at finanssektoren utgjør den klart største delen av det private sertifikat- og obligasjonsmarkedet. For å kunne diversifisere renteporteføljen ytterligere ville det vært ønskelig med et bredere og mer likvid marked også innenfor industrisektoren. Folketrygdfondets beholdning av kommunale- og fylkeskommunale ver-

**Tabell 1 - FTFs portefølje av verdipapirer (inkl. bankinnskudd) pr. 31. desember 2002**

	Bokført verdi		Markedsverdi	
	Mill. kr	Prosent	Mill. kr	Prosent
Stats- og statsgaranterte verdipapirer	86 797	65,8 %	89 528	67,6 %
Private- og kommunale rentepapirer	22 709	17,2 %	22 731	17,2 %
Bankinnskudd	145	0,1 %	145	0,1 %
Renteplasseringer i alt	109 651	83,1 %	112 404	84,9 %
Aksjer og grunnfondsbevis	22 265	16,9 %	20 057	15,1 %
Totale plasseringer	131 916	100,0 %	132 461	100,0 %

**Tabell 2 - FTFs portefølje av kontolån, obligasjoner og sertifikater pr. 31. desember 2002**

	Bokført verdi		Markedsverdi	
	Mill. kr	Prosent	Mill. kr	Prosent
<b>Stats- og statsgaranterte verdipapirer:</b>				
Kontolån til statskassen	80 578	73,6 %	83 180	74,1 %
FTFs markedsportefølje:				
Statsobligasjoner/statssertifikater	4 462	4,1 %	4 552	4,1 %
Andre stats- og statsgaranterte obligasjoner/sertifikater	1 757	1,6 %	1 796	1,6 %
Sum statlige kontolån, obligasjoner og sertifikater	86 797	79,3 %	89 528	79,7 %
<b>Private og kommunale obligasjoner og sertifikater:</b>				
Kommune- og kommunegaranterteobligasjoner/sertifikater	227	0,2 %	229	0,2 %
Industriobligasjoner m.v./sertifikater	7 704	7,0 %	7 531	6,7 %
Finansobligasjoner/sertifikater	14 778	13,5 %	14 970	13,3 %
Sum private og kommunale obligasjoner og sertifikater	22 709	20,7 %	22 730	20,2 %
Sum kontolån, obligasjoner og sertifikater	109 506	100,0 %	112 258	100,0 %

dipapirer har i de siste år utgjort en stadig mindre andel av fondets renteplasseringer. Dette har sammenheng med at fondet, med en meget begrenset ramme til ikke-statlige plasseringer, ut fra avkastnings- og risikohensyn har valgt å prioritere verdipapirer som gir en noe større rentemargin i forhold til statsplasseringer.

Folketrygdfondets likviditet varierer gjennom året i henhold til porteføljens rente- og forfallsstruktur og gjennomføringen av investeringsstrategien. Overskuddslikviditeten blir i hovedsak plassert i interbankmarkedet. Ved årsskiftet var 145 millioner kroner plassert som bankinnskudd mot 54 millioner kroner ved forrige årsskifte.

Renterisikoen i Folketrygdfondets renteportefølje ble økt noe i løpet av 2002, og durasjonen var ved utgangen av året på 4,0 år mot 3,5 år ved forrige årsskifte.

Renteporteføljen hadde i 2002 en samlet avkastning på 9 354 millioner kroner, fordelt med 7 058 millioner kroner på renteinntekter (ekskl. renter på

fordring TRG), 1 486 millioner kroner på realiserte kurstap og 3 782 millioner kroner knyttet til økning i urealiserte kursgevinster. Dette gir en verdikorrigert avkastning på 8,6 prosent mot 6,7 prosent i 2001.

I forhold til den valgte referanseindeks fikk FTF i 2002 en meravkastning på 0,1 prosentpoeng, hvorav porteføljens kreditteksponering bidro med -0,2 prosentpoeng og renteeksponeringen med 0,3 prosentpoeng. Det negative avkastningsbidraget fra kreditteksponeringen kan i stor grad henføres til fondets deltakelse i refinansieringen av Kværner ASA.

For de siste tre årene har Folketrygdfondet hatt en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,1 prosentpoeng i forhold til fondets referanseindeks.

## AKSJER OG GRUNNFONDSBEVIS

FTFs portefølje av aksjer og grunnfondsbevis beløp seg ved årsskiftet til 22 265 millioner kroner (bokført verdi) fordelt med 20 847 millioner kroner på

norske aksjer, 1 302 millioner kroner på aksjer i øvrige Norden og 116 millioner kroner på grunnfondsbevis. Beholdningen av aksjer og grunnfondsbevis ble i løpet av 2002 økt med 2 583 millioner kroner. Markedsverden av porteføljen beløp seg pr. 31. desember 2002 til 20 057 millioner kroner som var 2 208 millioner kroner mindre enn bokført verdi.

FTF oppnådde i 2002 en verdikorrigert avkastning på porteføljen av aksjer og grunnfondsbevis på - 6 934 millioner kroner, noe som innebærer utbytte på 552 millioner kroner, realiserte kurstap på 957 millioner kroner, endring i urealiserte kursgevinster på - 6 531 millioner kroner og inntekter gjennom utlån av aksjer på 2 millioner kroner.

Porteføljen av norske aksjer og grunnfondsbevis ble økt med 2 270 millioner kroner målt etter bokført verdi. Fondet legger i sin investeringspolitikk vekt på å kombinere langsiktighet med en moderat risikoprofil. På bakgrunn av markedsutviklingen ble det siste år gjennomført en økning av aksjeporteføljen. Denne økningen innebar enkelte endringer i bransje og selskapsmessig sammensetning av aksjeporteføljen. Samtidig ble antall selskaper i porteføljen redusert. Av økningen utgjorde investeringer i selskaper som inngår i industriindeksen 742 millioner kroner, selskaper i materialindeksen 627 millioner kroner og selskaper i telekommunikasjonsindeksen 443 millioner kroner.

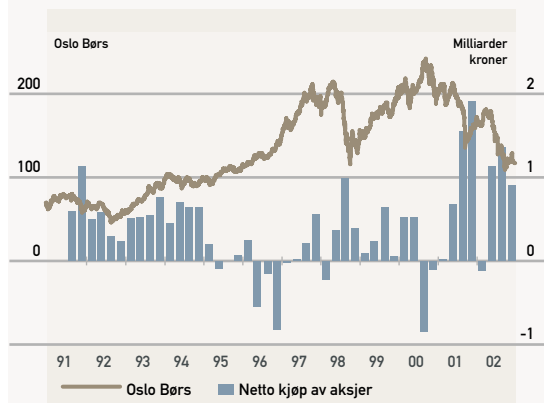
I kombinasjon med endringer i markedsverdiene innebærer de porteføljeendringer som ble foretatt i 2002 at selskaper som inngår i industriindeksen har økt sin relative andel fra 11,0 prosent til 12,2 prosent av porteføljens markedsverdi. Selskaper som inngår i materialindeksen har øket sin andel av porteføljen med 1,0 prosentpoeng til 8,6 prosent. Selskaper i telekommunikasjonsindeksen, som i praksis betyr Telenor, utgjorde ved siste årsskifte 6,2 prosent av porteføljens markedsverdi mot 4,9 prosent ett år tidligere.

FTF foretok i løpet av 2002 investeringer i ett nytt selskap, mens 7 selskaper gikk ut av porteføljen. I et selskap (Gjensidige Nor ASA) ble FTFs investering konvertert fra grunnfondsbevis til aksjer. Den norske aksjeporteføljen omfattet ved årets slutt investeringer i aksjer i 41 selskaper hvorav fire er utenlandsregistrerte. Fondet har videre investert i grunnfondsbevis i tre sparebanker.

Målt etter markedsverdi svarte de ti største plasseringene for 70,8 prosent av FTFs samlede investeringer i norske aksjer og grunnfondsbevis ved utgangen av året. Dette er en økning på 3,4 prosentpoeng sammenlignet med forrige årsskifte. De ti største selskapenes andel av hovedindeksen utgjorde til sammenligning 60,1 prosent ved utgangen av året.

I figur 1 er den bransjemessige sammensetning av FTFs portefølje av norske aksjer og grunnfondsbevis

### Kursutviklingen i aksjemarkedet og Folketrygdfondets netto kjøp av aksjer og grunnfondsbevis notert på Oslo Børs 1991-2002



Folketrygdfondets investeringer i det norske aksjemarkedet har variert betydelig over tid fra de første investeringene ble foretatt i august 1991.

Fra 1991 til og med 1994 ble porteføljen bygget opp med et relativt jevnt nivå på de årlige nettoinvesteringene. Fra 1995 til sommeren 1998 lå nettoinvesteringene gjennomgående på et nokså lavt nivå. I forbindelse med kursnedgangen i 1998 økte nettoinvesteringene, hvoretter de avtok under den etterfølgende kursoppgangen. Fra og med 2. halvår 2001 har fondet foretatt en markert økning av den norske aksjeporteføljen.

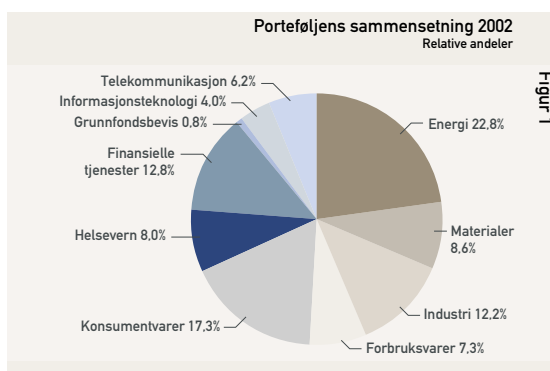
Som det fremgår av figuren har fondets aksjeinvesteringer i stor grad vært foretatt motsyklisk. Det vises særlig tydelig i årene 2001 og 2002 hvor det ble foretatt store kjøp på lavere kursnivåer enn det markedet kunne vise til i perioden før disse kjøpene. En ser det samme bildet høsten 1998, og ved at det i andre perioder med høye kursnivåer kun var mindre netto kjøp, eller netto salg av aksjer.

illustrert. Sektoren energiselskaper svarer for den største andelen. Den nest største sektoren er konsumentvarer og den tredje største er finansielle tjenester.

Avkastningsraten for porteføljen av norske aksjer og grunnfondsbevis var siste år på - 27,5 prosent. Målt mot referanseindeksen som hadde en negativ avkastning på 31,1 prosent, var meravkastningen på 3,6 prosentpoeng.

Meravkastningen fondet oppnådde i 2002 forklares i større grad av fondets aksjeutvelgelse enn av den sektormessige sammensetning av porteføljen. På sektornivå bidro imidlertid også fondets høye andel av aksjer innen konsumvaresektoren og fondets relativt lave andel av teknologiaksjer til meravkastningen.

Folketrygdfondet gjennomførte i 2002 en moderat



økning av aksjer i utenlandske selskaper. Målt etter bokførte verdier økte fondets investeringer i aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige med 313 millioner kroner. Markedsverdien av porteføljen av utenlandske aksjer utgjorde ved siste årsskifte 882 millioner kroner. FTFs beholdning av aksjer i øvrige Norden omfatter 26 selskaper.

På bakgrunn av de rammebetingelser som gjelder for investeringene i aksjer i de øvrige nordiske land følger fondet inntil videre en indekseringsstrategi for denne porteføljen. Markedsindeksen NOREX 30 er valgt som referanseindeks.

# AVKASTNING OG RISIKO I 2002

I FTFs reglement § 5, 1. ledd, heter det at “Styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensyntaken til tryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet. Styret skal påse at det er etablert et tryggende risikostyringssystem for fondets forvaltning.” Bestemmelsen i siste setning impliserer at ansvaret for å fastsette risikorammer for kapitalforvaltningen er tillagt styret i Folketrygdfondet.

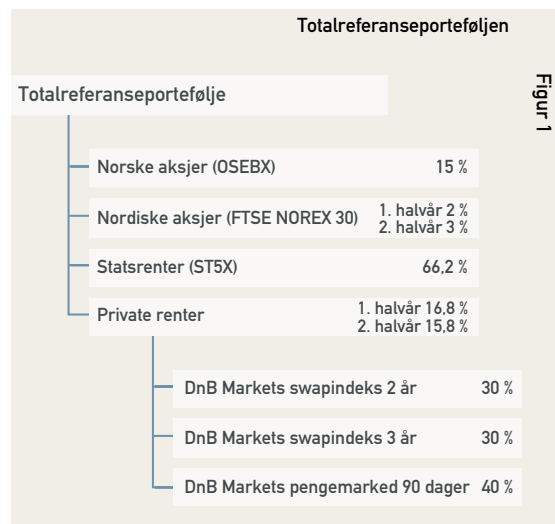
FTFs styring av risiko tar utgangspunkt i ulike metoder og kriterier. Et sentralt risikomål er forventet relativ volatilitet, som gir uttrykk for hvor mye avkastningen på en gitt portefølje forventes å variere (positivt eller negativt) i forhold til utviklingen i en definert referanseportefølje. FTFs styre har definert referanseportefølje og fastsatt rammer for forventet relativ volatilitet både for fondets totalportefølje og for henholdsvis renteporteføljen, den norske aksjeporteføljen og den nordiske aksjeporteføljen. I det følgende vil avkastnings- og risikoutvikling for fondet totalt og for delporteføljene belyses.

## REFERANSEPORTEFØLJER

For plasseringer i norske aksjer og andre egenkapitalinstrumenter har FTFs styre fastsatt at fondets referanseportefølje er hovedindeksen for Oslo Børs (OSEBX).

For den nordiske aksjeporteføljen har styret fastsatt at indeksen FTSE NOREX 30 er utgangspunkt for fondets referanseportefølje, og at norske selskaper som inngår i denne indeksen ekskluderes ved beregningen av fondets referanseportefølje.

Med de rammebetingelsene som gjelder for FTFs investeringer i renteinstrumenter, finnes det ingen enkeltstående markedsindeks som kan utgjøre en naturlig og egnet referanseramme. For renteporteføljen har styret derfor fastsatt en referanseportefølje basert på en kombinasjon av ulike markedsindekser som anses å kunne reflektere FTFs rammevilkår på en hensiktsmessig måte. For 2002 har denne referanseporteføljen vært sammensatt av Statsobligasjonsindeks 5 år (ST5X), samt tre referanseindekser for ikke-statlige papirer (DNB Markets pengemarked 90 dager, DnB Markets swapindeks 2 år og DnB Markets swapindeks 3 år). Fordelingen mellom statlige og ikke-statlige renteindekser i referanseporteføljen reflekterte initielt andelen statlige og ikke statlige papirer i fondets renteportefølje ved inngangen til fjoråret. Durasjonen for den samlede rentereferanse-



porteføljen var om lag 4,2 år ved utgangen av 2002.

For fondets totalportefølje har styret fastsatt en referanseportefølje som er basert på referanseporteføljene for henholdsvis norske aksjer, nordiske aksjer og renter. Norske aksjer utgjorde initielt 17,25 prosent av totalreferanseporteføljen, som tilsvarte andelen i fondets portefølje ved inngangen til 2002. Referanseporteføljen for nordiske aksjer ble initielt satt lik den maksimale rammen på 1 prosent av fondets bokførte kapital. Referanseporteføljen for renter utgjorde med det initielt 81,75 prosent.

Andelene ble ikke revektet gjennom året 2002, og var således styrt av markedsutviklingen.

Styret har for 2003 endret aktivaforordelingen i referanseporteføljen noe i forhold til det som gjaldt i 2002. I figur 1 er oppbyggingen av fondets totalreferanseportefølje vist, slik denne var pr. 31.12.2002 (tallene i figuren reflekterer bokførte størrelser). Den nye aktivaforordelingen tar utgangspunkt i den aktivaforordelingen som fondets reglement gir anledning til. For 2003 har rammen for aksjeplasseringer i Norden økt fra 1 prosent av fondets bokførte kapital til 4 prosent. Styret har som følge av denne endringen i reglementet valgt å øke andelen nordiske aksjer i fondets totalreferanseportefølje til 2 prosent ved inngangen til året, og ytterligere til 3 prosent fra inngangen av 2. halvår. Styret har videre fastsatt andelen norske aksjer til 15 prosent. Aksjeandelen i fondets totalreferanseportefølje blir dermed 17 prosent i 1. halvår og 18 prosent i 2. halvår, mens regelverket gir en ramme på inntil 20 prosent aksjer. Andelen private renter i fondets totalreferanseportefølje

**Tabell 1 - Gjennomsnittlige avkastningsrater for perioden 1993-2002 (prosent)**

<b>Totalportefølje</b>			
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanse
2002	1,8%	1,2%	0,6%
2000-2002 (3 år)	4,1%	3,0%	1,1%
1998-2002 (5 år)	4,1%	3,4%	0,7%
1993-2002 (10 år)	7,4%		
<b>Rentepordefølje</b>			
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanse
2002	8,6%	8,5%	0,1%
2000-2002 (3 år)	7,2%	7,1%	0,1%
1998-2002 (5 år)	6,1%	5,9%	0,2%
1993-2002 (10 år)	7,6%		
<b>Norsk aksjepordefølje</b>			
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanse
2002	-27,5%	-31,1%	3,6%
2000-2002 (3 år)	-11,2%	-17,0%	5,8%
1998-2002 (5 år)	-6,2%	-9,4%	3,2%
1993-2002 (10 år)	9,1%	7,6%	1,5%
<b>Nordisk aksjepordefølje</b>			
Beregningsperiode	FTF	Referanseporteføljen	Differanse
2002	-43,5%	-43,5%	0,0%
2001-2002 (fra 08.05.2001)	-33,6%	-33,5%	-0,1%

endres fra 2. halvår samtidig som andelen nordiske aksjer øker.

De andeler som er vist i figur 1 og omtalt i avsnittet over forutsetter at det ikke er avvik mellom fondets bokførte kapital og tilsvarende markedsverdier. De ulike aktivaklassene inngår i fondets totalreferanseportefølje med den andel som målt ved markedsverdi tilsvarer en bokført andel på hhv. 15 og 2 (3) prosent for fondets portefølje. Denne tilpasningen er nødvendig for at aktivasammensetningen for fondets totalreferanseportefølje ikke skal komme i konflikt med fondets reglement som følger bokførte størrelser.

Styret har videre fastsatt at aktivasammensetningen i 2003 skal rebalanseres hvert kvartal, slik at aksjandelene settes til 15 prosent for norske aksjer ved inngangen til hvert kvartal og at andelen nordiske aksjer settes til 2 prosent ved inngangen til 1. og 2. kvartal og 3 prosent ved inngangen til 3. og 4. kvartal.

## TIDSVEKTET AVKASTNING

I det etterfølgende vil avkastningsutviklingen for FTFs investeringer for renteinstrumenter og aksjer bli sammenlignet med referanseporteføljene for de enkelte år, jf. tabell 1. For perioden 1995-2000 sammenlignes rentepordeføljen med den tentative rentereferanseporteføljen som ble omtalt i årsberetningen for 2000. Det bemerkes i denne forbindelse at FTFs norske aksjepordefølje her også innbefatter grunnfondsbevis som ikke inngår i referanseindeksen, samt at fondet for perioden frem til 1999 ikke hadde anledning til å investere i utenlandske selskaper på Oslo Børs (med visse unntak). Grunnfondsbevis utgjorde ved siste årsskifte 0,8 prosent av den norske aksjepordeføljen - etter at grunnfondsbevisene i Sparebanken Nor ble omgjort til aksjer i Gjensidige NOR ASA i 2002.

I beregningene av avkastning i tabell 1 er det benyttet tidsvektet avkastning. For tiden etter 1999 er det beregnet daglig avkastning for aksjepordeføljen som er geometrisk sammenvektet. For perioden for

**Tabell 2 - Årlig avkastning for FTF og referanseporteføljene**

År	Norske aksjer		Renter		Nordiske aksjer		Totalporteføljen	
	FTF	Ref.port	FTF	Ref.port	FTF	Ref.port	FTF	Ref.port
2002	-27,5%	-31,1%	8,6%	8,5%	-43,5%	-43,5%	1,8%	1,2%
2001	-9,6%	-15,6%	6,7%	6,9%	-9,9%	-9,6%	4,1%	3,1%
2000	7,0%	-1,7%	6,3%	5,8%			6,5%	4,7%
1999	35,4%	45,5%	4,4%	4,2%			8,4%	9,5%
1998	-23,4%	-26,7%	4,4%	4,3%			0,1%	-1,1%
1997	25,9%	31,5%	6,0%	6,2%			8,4%	9,9%
1996	31,4%	32,1%	7,5%	7,8%			10,2%	10,8%
1995	12,1%	11,6%	12,6%	12,8%			12,5%	12,6%
1994	6,3%	7,1%	0,8%				1,3%	
1993	66,3%	64,8%	19,8%				22,3%	

dette er det tilsvarende beregnet ukentlig avkastning. Aksjeporteføljene er i avkastningsberegningene for perioden etter 1997 verdsatt til den pris og valutakurs som indeksleverandørene, hhv Oslo Børs Informasjon og FTSE, har benyttet i indeksberegningene. Før dette ble sluttkurs på Oslo Børs benyttet i avkastningsberegningene. For renteporteføljen er det benyttet daglig avkastning først fra og med 2000, som er geometrisk sammenkoblet. Før det er det benyttet månedlige avkastningstall. Renteporteføljen er verdsatt på basis av ligningskurser ved årets start og slutt, tilsvarende er rentereferanseporteføljen omregnet til de verdier som ligningskursene impliserer. Gjennom året er renteporteføljen verdsatt på basis av de kurser Oslo Børs Informasjon har benyttet i indeksberegningene. Rentepapirer som ikke inngår i disse renteindeksene (dvs. alle utenom de største statslånene) er gjennom året verdsatt på basis av de kredittpåslag som observeres i markedet. For en av markedsindeksene som inngikk i referanseporteføljen for renter frem til utgangen av 2001 foreligger det ikke data for perioden før 1995 som er sammenlignbare med perioden etter. Derfor er beregningene for renteporteføljen og totalporteføljen sammenlignet med referanseporteføljene bare foretatt for perioden fra 1995. Avkastningsberegningene for den norske aksjeporteføljen går imidlertid tilbake til 1993. Avkastningen for totalporteføljen er sammenlignet med totalreferanseporteføljen. Det vises til tidligere årsberetninger for omtale av aktivsammensetningen i fondets totalreferanseportefølje for perioden før 2002.

Avkastningen for fondets norske aksjeplasseringer var i 2002 på -27,5 prosent, hvilket var 3,6 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning. FTF hadde dermed en meravkastning for den norske aksjeporteføljen, slik tilfellet var også i de to foregående årene. FTF har med dette hatt en gjennomsnittlig årlig meravkastning på den norske aksjeporteføljen for treårsperioden 2000-2002 på 5,8 prosentpoeng sammenlignet med utviklingen i referanseindeksen.

For den nordiske aksjeporteføljen oppnådde FTF en avkastning på -43,5 prosent beregnet i norske kroner, som var identisk med referanseporteføljens avkastning.

For fondets renteportefølje var avkastningen siste år på 8,6 prosent, som var 0,1 prosentpoeng bedre enn for rentereferanseporteføljen. Også for treårsperioden 2000-2002 hadde fondet en gjennomsnittlig meravkastning for renteporteføljen på 0,1 prosent.

For fondets totalportefølje var avkastningen siste år 1,8 prosent, hvilket var 0,6 prosentpoeng høyere enn for totalreferanseporteføljen. For treårsperioden 2000-2002 var totalporteføljens avkastning i gjennomsnitt 1,1 prosentpoeng høyere pr. år enn for totalreferanseporteføljen.

## PENGEVEKTET AVKASTNING

Fondets avkastning for hele 10-års perioden 1993-2002, jf. tabell 1, var på 7,4 prosent i årlig gjennomsnitt, mens den tidsvektede avkastningen for fondets renteportefølje for den samme perioden var 7,6 prosent i årlig gjennomsnitt og for fondets norske aksjeportefølje 9,1 prosent. Årsaken til at avkastningen over 10-årsperioden var lavere for fondets totalportefølje enn for både renter og den norske aksjeporteføljen, er at fondet har hatt et større investert beløp (andel) i aksjer de siste to årene, hvor markedet har vært preget av nedgang, enn det fondet hadde de første årene av perioden.

I tabell 3 er den pengevektede avkastningen for fondets norske aksjeportefølje og for den nordiske aksjeporteføljen vist sammen med den tidsvektede avkastningen for de samme periodene som i tabell 1. Beregningene som ligger bak tabell 3 er for periodene som går lengre tilbake enn 2001, basert på

**Tabell 3 - Pengevektet avkastning 1991-2002 (årlig prosent)**

<b>Norsk aksjeportefølje</b>		
Beregningsperiode	Pengevektet avkastning	Tidsvektet avkastning
2002	-27,0	-27,5
2000-2002 (3 år)	-11,6	-11,2
1998-2002 (5 år)	-6,5	-6,2
1993-2002 (10 år)	6,1	9,1
1991-2002 (11 år og 4 mnd.)	5,0	

<b>Nordisk aksjeportefølje</b>		
Beregningsperiode	Pengevektet avkastning	Tidsvektet avkastning
2002	-44,9	-43,5
2001-2002 (fra 08.05.2001)	-24,3	-33,6

**Tabell 4 - Den norske aksjeporteføljen, risikoberegninger for perioden 1995-2002 (prosent)**

Risikomål	Beregningsperiode	FTFs norske aksjeportefølje	Referanseportefølje
	2002	23,6%	24,8%
Standardavvik	2000-2002 (3 år)	20,2%	22,2%
	1998-2002 (5 år)	22,1%	23,8%
	1995-2002 (8 år)	19,5%	20,7%
	2002	0,95	
$\beta$	2000-2002 (3 år)	0,88	
	1998-2002 (5 år)	0,91	
	1995-2002 (8 år)	0,91	
	2002	2,7 %	
Relativ volatilitet	2000-2002 (3 år)	5,4 %	
	1998-2002 (5 år)	5,2 %	
	1995-2002 (8 år)	4,9 %	
	2002		

visse beregningstekniske forenklinger. Det antas derfor at beregningene har en feilmargin på +/- 0,2 prosentpoeng.

Det har ikke vært tilførsel til eller uttak fra fondets kapital i den perioden som er vist i tabell 3. Det medfører at det ikke er forskjell mellom pengevektet og tidsvektet avkastning for fondets totalportefølje. For renteporteføljen er det en viss forskjell, men denne er langt mindre enn for aksjeporteføljene.

Den pengevektede avkastningen for den norske aksjeporteføljen har fra 1993 vært større enn renteporteføljens tidsvektede avkastning helt frem til starten av september 2002. Det er altså fallet i aksjemarkedet i 2. halvår 2002 som gjør at rentebærende papirer har vært en bedre investering for fondet enn aksjer denne 10-års perioden.

## RISIKO

Det kan benyttes ulike metoder for beregning av risikoen knyttet til investeringer i ulike verdipapirer. I dagligtale omtales ofte begrepet risiko som faren, eller sannsynligheten, for at noe kan gå galt. I finansteorien vil normalt såkalte gale utfall, dvs. perioder med kursfall, ha sitt motstykke i muligheten for at resultatet også kan bli bedre enn forventet. Det forhold at en investering anses å være forbundet med risiko, innebærer således at det er en viss målbar sannsynlighet for at man kan oppnå enten en gevinst eller alternativt et tap. Et mye brukt risikomål er standardavviket til avkastningen på en portefølje. Standardavviket indikerer i hvilken grad avkastningen varierer over tid. I finansmarkedene har det historisk vært slik at avkastningen i ulike påfølgende tidsperioder har vekslet mellom stabil utvikling og stor

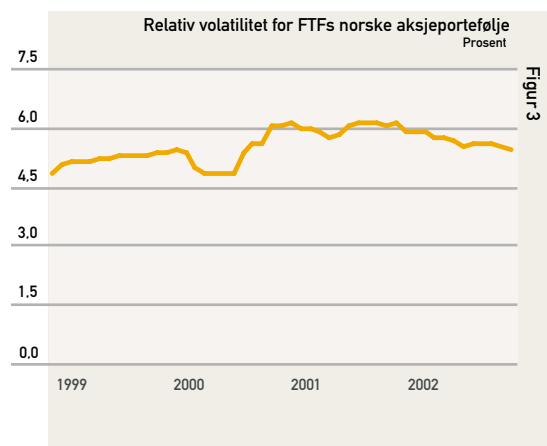
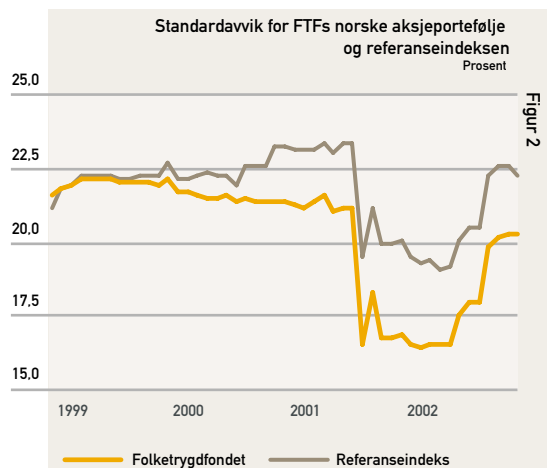
turbulens. Det beregnede standardavviket vil derfor kunne variere alt etter hvilke tidsperioder beregningene gjelder for. For perioden 1998-2002 var standardavviket for FTFs totalportefølje 3,8 prosentpoeng, mens den gjennomsnittlige årlige avkastningen for denne perioden var 4,2 prosent. Et standardavvik på 3,8 prosentpoeng sammenholdt med en gjennomsnittlig avkastningsrate på 4,2 prosent gir, under visse forutsetninger, uttrykk for at den årlige avkastningen i to av tre år kan forventes å ligge mellom 0,4 og 8,0 prosent. Tall for perioden 1998-2002 viser at fondets verdikorrigerede avkastning for totalporteføljen faktisk har vært innenfor dette intervallet i 4 av 5 år, mens avkastningen i 1998 var utenfor dette intervallet med en avkastning på 0,1 prosent. Standardavviket til totalreferanseporteføljen var for perioden 1998-2002 på 4,2 prosentpoeng, dvs. at totalreferanseporteføljen var forbundet med noe høyere risiko enn fondets totalportefølje i denne perioden.

For fondets renteportefølje var standardavviket for perioden 1998-2002 på 2,3 prosentpoeng, mens den årlige avkastningen var på 6,1 prosent. Standardavviket til renteporteføljen var således lavere enn for totalporteføljen, hvilket reflekterer at renteporteføljen har lavere risiko enn totalporteføljen. Dette har sammenheng med at standardavviket til totalporteføljen også reflekterer risikoen i aksjeporteføljen, som naturlig nok er vesentlig høyere enn for renteporteføljen. Standardavviket for referanseporteføljen til renteporteføljen var for den samme femårsperioden på 2,5 prosentpoeng.

For fondets portefølje av norske aksjer (og grunnfondsbevis) var standardavviket for perioden 1998-2002 på 19,5 prosentpoeng, som var 1,2 prosentpoeng lavere enn standardavviket til den norske aksjeporteføljens referanseindeks.

Beregningsresultatene i tabell 4 viser at standardavviket for FTFs aksjeportefølje har vært lavere enn referanseindeksens standardavvik også dersom en måler standardavviket for kortere perioder. Kombinasjonen av bedre avkastning og lavere risiko, målt ved standardavviket, indikerer at FTF har hatt en fordelaktig porteføljesammensetning i denne perioden, jf. tabell 4.

Det forhold at standardavviket til avkastningsseriene for FTFs aksjeportefølje (målt på basis av løpende 36 måneders avkastningstall) som er vist i figur 2 var fallende frem til sommeren 2002 mens referanseindeksen først viste en oppgang i standardavviket og senere en svakere nedgang enn for FTF, har medført at den historiske relative volatiliteten for FTFs norske aksjeportefølje økte i løpet av 2000 og holdt seg på dette nivået i ett års tid. For 36 måneders perioden frem til 2. halvår 2002 steg standardavviket både for FTFs norske aksjeportefølje og for



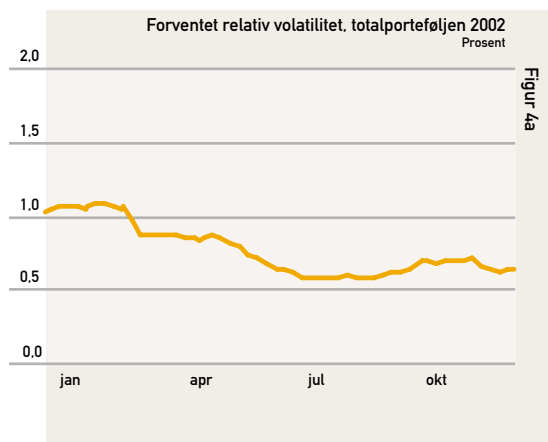
referanseindeksen, men raskere for FTFs portefølje. I 2002 har dermed forskjellen i standardavvik for fondets norske aksjeportefølje og referanseindeksen blitt noe redusert. Samtidig har den historiske relative volatilitet også blitt redusert. Den viktigste bidragsyteren til denne utviklingen er at innslaget av særskilt bedriftsspesifikk risiko i referanseindeksen fra selskaper som ikke inngår i FTFs norske aksjeportefølje, først steg og deretter ble redusert i takt med at IT-boblen sprakk. I figur 3 vises endringen i relativ volatilitet som den ulike avkastningsutviklingen for FTFs norske aksjeportefølje og referanseindeksen har medført. (Kurven beskriver utviklingen basert på løpende 4-årsperioder.)

De to risikomålene standardavvik og relativ volatilitet viser altså en ulik utvikling for FTFs norske aksjeportefølje. I den første perioden (frem til 2001 i de to figurene) reduseres standardavviket for FTFs norske aksjeportefølje mer enn referanseindeksens standardavvik, samtidig som relativ volatilitet derimot økte. I 2002 økte altså standardavviket til FTFs norske aksjeportefølje mer enn for referanseindeksen (men er fortsatt mindre enn for referanseindeksen)

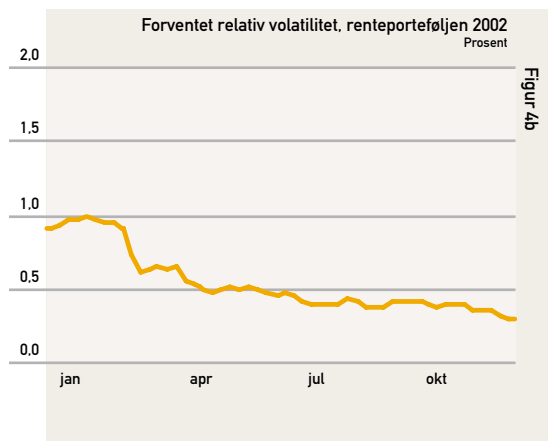
samtidig som relativ volatilitet ble redusert.

Det kan synes som et paradoks at FTFs aksjeforfølje synes å ha hatt et annerledes utvikling i risikonivået når en fokuserer på relativ volatilitet, enn vurdert ut fra standardavviket. Dette forholdet tilsier at en i risikostyringen og -oppfølgingen ikke ensidig bør fokusere på ett enkelt risikomål, men helst bør se på flere ulike risikomål og hvordan disse utvikler seg over et lengre tidsrom.

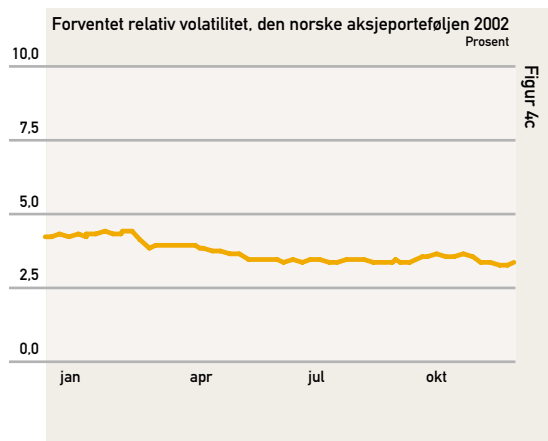
Relativ volatilitet som vist i figur 3 og i tabell 3 er historisk relativ volatilitet. I risikostyringen er ikke historisk relativ volatilitet et egnet styringsverktøy. FTFs styre har derfor fastsatt rammer for forvaltningen knyttet til forventet relativ volatilitet. Forvaltningen har i 2002 vært klart innenfor de rammer styret har satt på delporteføljenivå og for totalporteføljen. Utviklingen gjennom året for forventet relativ volatilitet er vist i figur 4 a for totalporteføljen, i figur 4 b for renteporteføljen og i figur 4 c for den norske aksjeforføljen. Forventet relativ volatilitet for den nordiske aksjeforføljen har vært svært lav og var på det høyeste 0,1 prosent. Det reflekterer det forhold at FTF i 2002 fulgte en nokså rendyrket indeksstrategi for investeringer i utenlandske aksjer. Nedgangen i forventet relativ volatilitet for den norske aksjeforføljen fra et nivå på 4,1 til 3,2 skyldes bla. at selskaper hvor FTF har vært undervektet har falt mer enn markedet, og at undervekten dermed har blitt redusert. I enkelte selskaper hvor FTF har vært undervektet har undervekten også blitt redusert fordi fondet har benyttet de lave kursnivåene til å øke eksponeringen i enkelte selskaper.



Figur 4a



Figur 4b



Figur 4c

•

Sverre Vegenor. Sivas  
øye. Olga  
Barcowa  
het Thomas Ryers

hjertenskjær. Eller  
var det  
erkefiende? Jerven, Brede  
og Knut

Gribb. Aas, Haugli  
og Hjalmar  
Andersen. Vi visste forskjell  
på gull og bronse.

•

Vi visste forskjell  
på opp  
og  
ned. Trodde vi

visste. Gikk ut fra  
vi visste. Inntil det  
motsatte  
var bevist. Pucken gikk inn i målet. Ansiktet

kom ut  
av speilet. Solen  
var vår morgenavis. Om kvelden  
spiste vi brødskiver.

•

Det er ikke det at  
vi elsket  
det norske  
flagg. Men vi hadde ingenting imot

å holde  
det i hånden  
en dag eller to  
i året. Vi ropte HURRA

uten å tenke.  
Hva  
skulle det  
motsatte være?

•

En tysker  
med hakekors  
i  
pannen. Da behøvde

man ikke  
tenke. Samle granat  
splinter  
i Sofiesgate. Den vant

som fant  
den  
største.  
Skrape med neglene i rillene.



## RESULTATUTVIKLING 1998 – 2002

I Folketrygdfondets driftsregnskap benyttes to resultatbegreper: Realisert resultat og verdikorrigert resultat. Det realiserte resultat viser de inntekter som faktisk er realisert/opptjent i løpet av året fratrukket fondets administrasjons- og forvaltningskostnader. Det verdikorrigerede resultat består av realisert resultat med tillegg av netto endring i urealiserte kursgevinster og tilsvarer økningen i fondets kapital i løpet av året basert på markedsverdien av verdipapirporteføljen.

De realiserte inntekter består av renteinntekter på bankinnskudd og på fondets investeringer i obligasjoner og sertifikater, av mottatt utbytte på aksjer og grunnfondsbevis og kursgevinster som er realisert ved salg av verdipapirer. Av dette utgjør renteinntektene den klart største del og et stabiliserende element i resultatutviklingen. Verdien av fondets beholdning av aksjer og obligasjoner vil imidlertid kunne variere meget fra år til år avhengig av endringer i rentenivået og kursbevegelsene i aksjemarkedet. Mens det realiserte resultat i perioden 1998 – 2002 har variert fra 5,2 til 8,6 milliarder kroner i de enkelte år, har endringen i de urealiserte kursgevinster variert fra – 2,1 til 3,8 milliarder kroner for renteporteføljens vedkommende og fra – 6,5 til 4,3 milliarder kroner for aksjeporteføljens vedkommende. I enkelte år har kursbevegelsene i rentemarkedet og aksjemarkedet gått i samme

retning og i andre år i motsatt retning, hvilket har ført til at netto endring i urealiserte kursgevinster har variert fra – 6,7 til 2,2 milliarder kroner. Dette innebærer at den verdikorrigerede avkastningsraten over tid vil variere mer enn den realiserte avkastningsraten.

Som det fremgår av nedenstående tabell, har den realiserte avkastningsraten likevel variert fra 4,0 til 7,5 prosent i perioden 1998 – 2002. Variasjonene i den realiserte avkastningsraten fra år til år har i stor grad sammenheng med at størrelsen av realiserte kursgevinster/-tap vil variere avhengig av forfall/endringer i obligasjonsporteføljen og endringene i sammensetningen av aksjeporteføljen. Den verdikorrigerede avkastningsraten har i samme periode variert fra 0,1 prosent til 8,4 prosent hvilket reflekterer at det i enkelte år kan skje meget store kursendringer både i aksje- og obligasjonsmarkedet.

Over de siste fem år har fondet et samlet realisert resultat på 34,3 milliarder kroner, mens det verdikorrigerede resultat i sum beløper seg til 25,0 milliarder kroner. Dette tilsvarer en realisert avkastningsrate på 6,0 prosent i gjennomsnitt pr. år, mens dens verdikorrigerede avkastningsrate i gjennomsnitt var på 4,1 prosent pr. år. Årsaken til den lavere verdikorrigerede avkastningsrate har sammenheng med de meget store kursfall som en har hatt i aksjemarkedet i de siste to år.

		1998	1999	2000	2001	2002	1998-2002
Rente- papirer*	Realisert resultat	6 186	6 355	6 686	6 790	5 628	31 645
	Urealisert gevinst	-2 157	-2 109	-301	268	3 782	-508
	Verdikorrigert resultat	4 029	4 246	6 385	7 058	9 410	31 137
Aksjer og grunnfonds- bevis	Realisert resultat	724	784	1 977	-267	-403	2 815
	Urealisert gevinst	-4 589	4 308	-528	-1 438	-6 531	-8 787
	Verdikorrigert resultat	-3 865	5 092	1 449	-1 705	-6 934	-5 972
Driftskostnader		-19	-24	-26	-30	-32	-131
Totalt	Realisert resultat	6 891	7 115	8 637	6 493	5 193	34 329
	Urealisert gevinst	-6 746	2 199	-829	-1 170	-2 749	-9 295
	Verdikorrigert resultat	145	9 314	7 808	5 323	2 444	25 034
Avkastningsrater (prosent)							
	Realisert	6,8	6,6	7,5	5,2	4,0	33,9
	Verdikorrigert	0,1	8,4	6,5	4,1	1,8	22,5

\* Inkludert renter på fordring TRG i 2002, jf. note 6 i regnskapet

# REGLEMENT FOR FOLKETRYGDFONDET

Regler om administrasjon av Folketrygdfondet og om forvaltning av midlene, revisjon m.v. Fastsatt av Stortinget 20. juni 1997 i medhold av § 23-11 fjerde ledd i lov av 28. februar 1997 nr. 19 om folketrygd, med siste endring av 2. desember 2002.

## § 1

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

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

## § 2

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

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

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

Styret skal ha sete i Oslo.

## § 3

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

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

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

## § 4

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

Utgifter til forvaltning av Folketrygdfondet dekkes av fondets midler.

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

De øvrige tjenestemenn tilsettes av styret. Deres lønns- og arbeidsvilkår fastsettes av styret med godkjenning av vedkommende departement.

Styret har ansvaret for å fastsette nærmere instruks for direktøren.

## § 5

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

Fondets midler kan plasseres i norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater, som kontolån til statskassen og som innskudd i forretnings- og sparebanker. Innenfor en ramme på 20 prosent av forvaltningskapitalen kan fondets midler plasseres i aksjer notert på norsk børs eller på børs i Danmark, Finland eller Sverige, og, etter godkjenning fra Finansdepartementet, i aksjer i norske selskaper ellers hvor aksjene er gjenstand for regelmessig og organisert omsetning, børsnoterte grunnfondsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringselskaper, og børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper. Plassering i aksjer notert på børs i Danmark, Finland eller Sverige må samlet ikke overstige 20 prosent av Folketrygdfondets ramme for aksjeplasseringer. Innenfor rammen for aksjeplasseringer kan fondet delta i emisjoner i ikke-børsnoterte aksjer i norske selskaper som har søkt eller har konkrete planer om å søke børsnotering. Selskapene skal være notert på den såkalte OTC-listen, som administreres av Norges Fondsmeglerforbund. Plassering i denne type aksjer kan ikke overstige 2,5 prosent av rammen for aksjeplasseringer.

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

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

gruppe av kreditorene deltar, og hvor siktemålet for fondet alene er å trygge fondets egne interesser.

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

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

#### § 6

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

#### § 7

Revisjonen av regnskapene skal utføres av Riksrevisjonen.

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

#### § 8

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

#### § 9

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

#### § 10

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

# FOLKETRYGDFONDETS ADMINISTRASJON

## Administrerende direktør

**Tore Lindholt**

## AKSJEAVDELINGEN

**Rune Selmar**, investeringsdirektør

**Nils Bastiansen**, stedfortredende investeringsdirektør

**Ann Kristin Brautaset**, porteføljeforvalter

**Per Gunnar Rymer**, porteføljeforvalter

**Lill E. Aafos**, porteføljeforvalter

### Aksjeavdelingen har ansvar for

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

## RENTEAVDELINGEN

**Bjarne Andersson**, fungerende investeringsdirektør

**Anett Christin Hansen**, makroanalytiker

**Hege Huse**, porteføljeforvalter

### Renteavdelingen har ansvar for

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

## STABSAVDELINGER

### Viseadministrerende direktør

**Lars Tronsgaard**

## ADMINISTRASJONSAVDELINGEN

**Lisbeth Johansen**, administrasjonssjef

**Kari Margrethe Gigernes**, resepsjonsekretær

**Mai Lindegård**, administrasjonsekretær

**Eva Sletten**, administrasjonskonsulent

**Lisa Wennesland**, sjefssekretær

### Administrasjonsavdelingen har ansvar for

- administrativ drift og saksbehandling
- organisasjonsutvikling og personalfunksjoner
- resepsjons-, sentralbord- og forværelsestjenester, tekstbehandling, arkiver m.v.

## ANALYSEAVDELINGEN

**Jørn Nilsen**, analysesjef

**Vetle Bolstad**, finansanalytiker

**Geirr Ellefsen**, finansanalytiker

**Jørn Terje Krekling**, finansanalytiker

### Analyseavdelingen har ansvar for

- rapportering og analyser om avkastnings- og risikoutvikling m.v.
- utvikling av metoder og systemer for risikoovervåking og -styring

## ØKONOMIAVDELINGEN

**Rune Møien**, økonomisjef

**Edel Schøyen Cederkvist**, regnskapskonsulent

**Jostein Haugen**, økonomikonsulent

**Monika Paulsen**, oppgjørskonsulent

### Økonomiavdelingen har ansvar for

- budsjettoppfølging, regnskapsføring og -rapportering og kontrollfunksjoner
- oppgjør vedrørende kjøp/salg av verdipapirer
- drift og overvåking av IT-systemene

# PURPOSE AND OPERATIONS

46

## ESTABLISHMENT:

The National Insurance Scheme Fund was established pursuant to the National Insurance Act of 17 June 1966. Regulations regarding the management of the Fund are stipulated by the Storting (Parliament).

## PURPOSE:

The primary purpose of the Fund is to make an optimal contribution to the national insurance through the accumulation of wealth.

## BOARD OF DIRECTORS:

The Fund is headed by a Board consisting of nine members with personal deputies, appointed by the King for a term of office of four years at the time.

The Board is responsible for ensuring that the Fund's capital is invested with an aim to secure the best possible return, based on a satisfactory risk profile and maintenance of adequate liquid funds.

## OPERATIONS:

The Fund's capital may be invested in

- Norwegian bearer bonds and commercial paper
- sight deposits with the Treasury
- shares in companies listed on Norwegian, Swedish, Finnish or Danish stock exchanges

- shares in companies listed on the Norwegian OTC-list (under certain conditions)
- listed primary capital certificates in Norwegian savings banks, loan associations and mutual insurance companies and
- listed convertible bonds and listed bonds with purchase options on shares in Norwegian companies.

The Fund may own shares and other equity instruments for up to 20 per cent of the Fund's total capital. The total value of investments in shares listed on Danish, Finnish or Swedish stock exchanges must not exceed 20 per cent of the Fund's limit for share investments. The total value of investments in shares quoted on the Norwegian OTC-list must not exceed 2.5 per cent of the Fund's limit for share investments.

The Fund may have an interest of up to 15 per cent of the total share capital or total primary capital certificates of an individual company. The Fund may have an interest of up to 3 per cent of the total share capital of an individual company in Denmark, Finland or Sweden.

## AUDIT:

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

## EXTRACTS OF DIRECTORS' REPORT FOR 2002

### INTRODUCTION

2002 was yet another year marked by the downturn in the global economy. Norwegian economic growth was also weak. GDP for Mainland Norway increased by 1.3 per cent during the year.

As a consequence of higher price and cost pressure, Norges Bank (the central bank of Norway) raised key rates to 7 per cent in July, but reduced rates to 6.5 per cent in December. The Norwegian 3-month money market rate thus rose from 6.4 per cent at the beginning of the year to 7.3 per cent in August, and then declined to 6.3 per cent towards the end of the year. The Norwegian ten-year government bond yield rose from 6.3 per cent to 7.0 per cent during the first half of 2002, but fell to 5.8 per cent at year-end.

The benchmark index on the Oslo Stock Exchange declined by 31.1 per cent during the year. The collapse in share prices over the past few years brought prices at the end of 2002 back to the level prevailing in the first half of 1996.

### PROFIT AND LOSS ACCOUNT AND BALANCE SHEET

Two different profit terms are used in the accounts of Folketrygdfondet (the National Insurance Scheme Fund): realised profits and value-adjusted profits. Realised profits represent realised income less administration and management costs. Value-adjusted profits are realised profits with the addition of changes in unrealised gains/losses on securities and thus represent the increase in the Fund's capital based on the market value of the securities portfolio.

Realised profits totalled NOK 5,193 million in 2002, representing a rate of return of 4.0 per cent (compared with NOK 6,493 million and 5.2 per cent respectively in 2001). The main reason for the decline in realised profits in 2002 is the negative contribution from realised losses on securities. The Fund recorded total income of NOK 5,225 million in 2002 (NOK 6,523 million), with total interest income at NOK 7,114 million (NOK 7,136 million). Dividends received came to NOK 552 million (NOK 419 million), while other income (guarantee commissions and income from equities lending) was NOK 2 million, down from NOK 3 million the previous year. A net loss of NOK 2,443 million was realised on securities, compared with a NOK 1,035 million loss in 2001, representing a loss of NOK 1 486 million on sight deposits, bonds and commerci-

al paper and a loss of NOK 957 million on shares etc.

The Fund's administrative expenses were NOK 32.1 million in 2002, a rise of NOK 2.0 million on the previous year.

Value-adjusted profits came to NOK 2,444 million in 2002 (NOK 5,323 million in 2001), corresponding to a rate of return of 1.8 per cent (4.1 per cent). Unrealised gains on securities declined by NOK 2,749 million in 2002 and by NOK 1,170 million the previous year. Gains on sight deposits, bonds and commercial paper were up NOK 3,766 million, while gains on shares, primary capital certificates and convertible bonds were down NOK 6,515 million. The reduction in unrealised gains in the equity portfolio is a consequence of the sharp fall in share prices during the year.

The value-adjusted return on the Fund's interest-bearing securities was 8.6 per cent in 2002 (6.7 per cent). There was a negative rate of return of 27.5 per cent on investments in Norwegian shares and primary capital certificates in the form of dividends, realised gains/losses and changes in unrealised gains/losses, compared with a negative return of 9.6 per cent in 2001.

With the addition of profits for the year, the Fund's total capital was NOK 136,133 million as at 31 December 2002, of which unrealised gains on securities represented NOK 545 million or 0.4 per cent. There were unrealised gains of NOK 2,752 million on holdings of sight deposits, bonds and commercial paper, while unrealised losses on investments in shares etc. came to NOK 2,207 million.

### THE FUND'S INVESTMENT ACTIVITY

Every year, the Ministry of Finance stipulates a maximum limit for net increases in the Fund's investments in corporate and municipal securities (bonds, commercial paper, bank deposits, shares, primary capital certificates and convertible bonds). For 2002, this limit was set at NOK 1.5 billion. Pursuant to the rules stipulated by the Ministry regarding investments in government securities, the Fund is free to invest up to a maximum of NOK 5 billion in government and government-guaranteed bonds in the primary and secondary markets. As a general rule, other investments should be in the form of sight deposits with the Treasury according to prevailing market terms for outstanding government

loans. The Fund is free to choose the government bonds and commercial paper on which the terms for the individual investments in sight deposits should be based.

As the return realised on securities holdings is continuously reinvested, the Fund's capital increases over time. Prevailing regulations stipulate relatively strict limits for the allocation of assets. Based on the rise in capital managed by the Fund through 2002, holdings of securities rose by a total of NOK 4,874 million according to book value. The increase comprised NOK 3,422 million in government and government-guaranteed securities and NOK 1,452 million in corporate and municipal securities. The portfolio of corporate and municipal interest rate instruments declined by NOK 749 million, while the portfolio of equity instruments expanded by NOK 2,517 million. In addition, the Fund received partial settlement of NOK 316 million for claims on shares subject to mandatory redemption in Aker RGI ASA.

The Fund's holdings of securities, including bank deposits, totalled NOK 131,919 million as at 31 December 2002 according to book value (acquisition cost). The portfolio's market value at the end of the year was NOK 132,464 million, which is 0.4 per cent above book value.

A breakdown of the Fund's securities portfolio according to book value as at 31 December 2002 shows that 83.1 per cent represented interest-bearing securities and 65.8 per cent government and government-guaranteed securities. Based on market values, the corresponding figures were 84.9 per cent and 67.6 per cent respectively.

#### **Interest rate instruments**

The Fund's holding of sight deposits, bonds and commercial paper totalled NOK 109,506 million as at 31 December 2002 according to book value, an increase of NOK 2,582 million since the end of 2001. The market value of the holdings of sight deposits, bonds and commercial paper was NOK 112,258 million, which is NOK 2,752 million or 2.5 per cent above book value.

During 2002, the portfolio of sight deposits, government and government-guaranteed bonds and commercial paper increased by NOK 3,422 million, totalling NOK 86,797 million at year-end (book value). Sight deposits with the Treasury rose by NOK 4,935 million to NOK 80,578 million, which represented 61.1 per cent of the Fund's total investments, compared with 59.7 per cent at the end of 2001. The Fund's market portfolio of government bonds represented NOK 4,462 million at end-December 2002, down NOK 475 million since year-end 2001.

The holding of corporate and municipal bonds and commercial paper was brought down by NOK 840 million during the year and stood at NOK 22,709 million (book value) as at 31 December 2002, corresponding to 17.2 per cent of total investments (18.6 per cent). Bonds and commercial paper issued by financial institutions represented 65.1 per cent (64.6 per cent).

Deposits with banks were NOK 145 million at year-end 2002, compared with NOK 54 million a year previously.

The decline in the holding of non-government interest rate instruments must be viewed in light of the fact that the Fund is subject to a maximum limit for annual increases in the holding on non-government securities. In 2002, the Board considered it prudent to increase equity instruments beyond the stipulated limit, which necessitated a reduction in the portfolio of non-government interest rate instruments.

#### **Equities etc.**

The Fund's equity investments totalled NOK 22,265 million (book value) as at 31 December 2002, of which NOK 22,149 million represented shares and NOK 116 million primary capital certificates. NOK 20,847 million of equity investments represented shares listed on the Oslo Stock Exchange and NOK 1,302 million shares listed on the Danish, Finnish and Swedish exchanges.

The Fund's portfolios of Norwegian and foreign equities increased by NOK 2,445 million and NOK 313 million respectively in 2002. The holding of primary capital certificates was reduced by NOK 175 million, which is attributable to the conversion of a savings bank to a limited company. The holding of convertible bonds was scaled back by NOK 66 million to nil.

The market value of investments in shares and primary capital certificates totalled NOK 20,057 million at year-end 2002. Unrealised losses totalled NOK 2,207 million, representing 9.9 per cent of book value.

At year-end, the Fund carried investments in shares and primary capital certificates in 44 companies listed on the Oslo Stock Exchange, down from 50 companies a year earlier. The Fund had investments in a total of 26 companies listed on the Danish, Finnish and Swedish exchanges.

At the end of 2002, the Fund's market share represented 3.4 per cent of the total market capitalisation of the companies listed on the Oslo Stock Exchange, as against 3.1 per cent at the end of 2001.

The Fund's portfolio of shares and other equity instruments represented 16.9 per cent of total investments as at 31 December 2002 (15.6 per cent). In accordance

•

De sa: Bli  
norsk! Og jeg ble norsk. Dropp  
islam! Og jeg ble  
ateist. Gift deg

norsk! Og jeg glemte  
min slørbrud. Skaff deg  
utdannelse! Og jeg tok opp lån  
og ble

diplomarkitekt. Nå går jeg som  
oppvasker  
på syvende året. Hvorfor sa de aldri:  
We don't want you.

•

En Jaffa-appelsin  
er ingen  
Jaffa  
appelsin. Den smaker av oliventrær

rykket  
opp med roten  
av fiendens  
gravemaskiner. Dette

er ikke  
sant. Det som er sant  
er at svastika  
har lange armer.

•

Mary  
Queen of Scots, syng en sang  
mens det ennå  
er tid. Snøen hviler

et par decimeter  
høy. Lik prognoser som ennå ikke  
har  
kollapset. Det var engang

en vinter, det var engang  
en snø. Det var engang  
mulig  
å sette spor.

•

Du sier: Det  
fins  
ingen  
Briskebytrikk. Jeg

svarer: Nei, men  
det  
fantes.  
Sannheten forsvant

like  
lite  
som  
trikken.



with rules laid down by the Norwegian parliament, the Fund has the right to place up to 20 per cent of its recorded capital in shares etc. The Fund's investments in shares etc. represented 16.4 per cent of the Fund's total capital (15.1 per cent). Shares in companies listed on the Danish, Finnish and Swedish stock exchanges represented just below 1.0 per cent of recorded capital, while the limit for such investments has been set at 1 per cent of total capital for 2002.

## THE FUND'S INVESTMENT REGULATIONS

As mentioned in the annual report for 2001, the Board of Directors presented a proposal to the Ministry of Finance in 2001 to raise the Fund's limit for investments in shares listed in Denmark, Finland and Sweden from 1 to 5 per cent of the Fund's capital and similarly to lift the limit for maximum holdings from 0.5 to 5 per cent of the individual company's capital. Also, the Board proposed that the Fund be allowed to invest in shares of unlisted Norwegian companies for a maximum of 2.5 per cent of the Fund's capital.

In the National Budget for 2003, the Norwegian government proposed an increase in the Fund's limit for investments in shares listed in Denmark, Finland and Sweden to 20 per cent of the Fund's total limit for share investments, which corresponds to 4 per cent of the Fund's total capital. It was also proposed that the Fund be allowed to hold shares for up to 3 per cent of individual Danish, Finnish or Swedish companies' share capital. A third proposal aimed to give the Fund the opportunity to subscribe for shares in initial public offerings of unlisted companies which have applied for or intend to apply for a stock exchange listing, provided that the companies are listed on the so-called OTC list administered by the Association of Norwegian Stockbroking Companies. Investments in unlisted shares cannot exceed 2.5 per cent of the Fund's limit for share investments, which corresponds to 0.5 per cent of the Fund's capital.

On 2 December 2002, the Norwegian parliament approved changes in the rules applying to the Fund's investment activity in accordance with the government proposals.

## ASSET ALLOCATION AND RETURN

According to current regulations, maximum 20 per cent of the Fund's capital (based on the book value of the securities portfolio) can be invested in shares and other equity investments. In addition, the Ministry of Finance each year sets limits for annual

increases in the holding of non-government securities. Due to these limits, the increase in the holding of non-government securities has represented only one-fourth of the increase in the total portfolio over the last few years. The holding of government securities in the portfolio has thus risen gradually from 60.6 per cent in 1996 (its lowest level) to 65.8 per cent at the end of 2002, while the total holding of non-government interest rate instruments and shares etc. has been reduced accordingly.

The Fund's equity strategy is based on combining a long-term perspective with counter-cyclical investment operations. On the back of sliding share prices over the past three years, the Fund has thus chosen to expand its share portfolio by a total of NOK 8,646 million according to book value. As a result, the holding of non-government interest rate instruments has been reduced by a total of NOK 3,773 million during the same period.

In 2002, the market situation was characterised by relatively high interest rates and a pronounced slide in share prices. The high Norwegian interest rate level in an international perspective reflects rising price and cost growth in spite of moderate expansion in the real economy. Declining interest rates towards the end of the year resulted in an increase in unrealised gains in the Fund's portfolio of interest rate instruments, which in turn brought the return on interest-bearing securities to 8.6 per cent. The Fund's return on interest-bearing securities was thus the highest since 1995 and 0.1 percentage point above the reference index (benchmark). Over the last three years, the Fund has recorded an average annual return on interest rate instruments of 7.2 per cent, 0.1 percentage point above the reference index.

With effect from 2002, the Fund's reference index for interest rate instruments was changed, whereby the average duration expanded from around three to just over four years. The duration in the Fund's portfolio increased during the year, but has been held somewhat lower than in the reference portfolio, which has helped the Fund record a better return.

Since share prices on the Oslo Stock Exchange peaked in September 2000, the benchmark index (OSEBX) has declined 48.8 per cent. The slide in share prices was most significant in 2002, when the benchmark index, which the Fund uses as reference index, fell by as much as 31.1 per cent.

The Fund recorded a negative return of 27.5 per cent on shares and primary capital certificates in 2002, which was 3.6 percentage points better than the return on the reference index. For the third consecutive year, the Fund has thus clearly outperformed the reference index with respect to returns on shares and primary capital certificates, with an avera-

ge annual return 5.8 percentage points above the return on the reference index. As mentioned above, however, stock market developments were very unfavourable during this period. During the period 2000 to 2002, the reference index plunged by a total of 42.8 per cent.

Over the past ten years, the return on the Fund's share investments has nevertheless been significantly higher than the average return on investments in interest rate instruments. For the period 1993 to 2002, the Fund's average annual return on investments in Norwegian shares and primary capital certificates was 9.1 per cent, 1.5 percentage points higher than the return on the reference index. During the same period, the average return on the Fund's investments in interest rate instruments was 7.6 per cent, which corresponds to the return on the benchmark index for shares on the Oslo Stock Exchange.

Based on the Fund's investment policy and risk profile, the Fund will tend to show returns above the reference index in a falling market and slightly weaker returns in periods with particularly high growth in share prices. The Fund has outperformed the reference index in six of the last ten years. In each of the four years with falling stock markets, the Fund has clearly outperformed the reference index. The Fund has thus succeeded in combining a lower market risk, measured in terms of the standard deviation, with a higher long-term return than the reference index.

The reason why the Fund outperformed the index can be attributed to the fact that the Fund was overweighted in sectors and companies which were less seriously affected than others by the business downturn and stock market slide, while the Fund was underweighted within information technology, which has experienced a dramatic fall in share prices in recent years. Though the Fund's portfolio includes companies whose share prices have declined more than the stock market average, the overall weighting of sectors and companies has ensured that the Fund's returns over the past few years have been higher than that achieved by the reference index.

The Fund's portfolio of shares listed on stock exchanges in Denmark, Finland and Sweden yielded very poor returns in 2002. Based on current parameters for the limit for relative volatility, the Fund follows a pure index strategy for this portfolio, which implies that annual returns will be fairly consistent with returns on the reference index. The Nordic index FTSE NOREX 30 has been chosen as reference index, though the Norwegian companies included in the index have been excluded. The Fund recorded

a negative return of 43.5 per cent on the portfolio of Danish, Finnish and Swedish shares during 2002, the same as for the reference index. The steep fall in the NOREX index can be ascribed to the fact that the index includes a large number of technology companies, which in combination with specific aspects related to individual companies contributed to the steep fall in the reference index in 2002.

As a risk-conscious and long-term investor, the Fund is committed to reducing the downside risk in the portfolio. In addition, the risk targets underlying the Fund's strategy should provide the basis for making investment decisions based on the companies' long-term potential for value creation rather than short-term fluctuations in share indices.

In this connection, the Board would like to point out that the Fund, as a major investor in the Norwegian stock market, gives priority to acting as a predictable and responsible shareholder in the companies in which it has invested. When prospects of long-term returns render this strategy prudent, the Fund feels responsible for 'standing by' the companies during short-term difficulties. Moreover, the Fund's actions and transactions should not have negative effects on the companies' financial performance.

Through its investment policy, the Fund contributes to strengthening long-term ownership interests in the Norwegian business community and to ensuring a certain stability in ownership in companies where the Fund is among the largest shareholders. The Fund thus indirectly supports the long-term strategies and development activities of these companies. In the longer run, long-term value creation in the companies will be the factor determining returns on the Fund's capital.

In the opinion of the Board, the returns achieved in 2002 are fairly satisfactory in light of prevailing market conditions and current parameters for the Fund.

Economic developments still give reason for concern, and there is great uncertainty with respect to short-term economic prospects. The Board believes that the Fund is well-positioned to achieve a long-term return which at least is on a level with returns on relevant reference indices. In this connection, the Board is pleased to note that the limits for investments in international shares have been expanded, which gives the Fund the opportunity, in the longer run, to achieve higher returns on capital by increasing share investments. In spite of the negative stock market developments over the past few years, there is reason to believe that shares will continue to yield a higher long-term return than interest rate instruments.

# KEY FIGURES

52

		2002	2001	2000	
Realised profits	NOK	5 193	6 493	8 637	million
Value-adjusted profits	NOK	2 444	5 323	7 808	million
Realised rate of return		4,0	5,2	7,5	per cent
Value-adjusted rate of return		1,8	4,1	6,5	per cent
Value-adjusted rate of return - interst-bearing securities		8,6	6,7	6,3	per cent
Value-adjusted rate of return - shares and primary capital certificates		-27,5	-9,6	7,0	per cent
Value-adjusted rate of return - shares in rest of Scandinavia		-43,5	1,5		per cent
Equity investments at year-end, book value	NOK	22 265	19 748	15 285	million
Equity investments at year-end, marked value	NOK	20 057	24 055	21 037	million
Total investments at year-end, book value	NOK	131 919	126 729	120 121	million
Total investments at year-end, marked value	NOK	132 464	130 023	124 585	million
Total capital at year-end, book value	NOK	135 588	130 395	123 902	million
Total value-adjusted capital at year-end	NOK	136 133	133 689	128 366	million

Folketrygdfondet  
Haakon VII's gate 2  
Postboks 1845 Vika, 0123 Oslo  
Telefon: 23 11 72 00  
Telefax: 23 11 72 10  
E-post: [Folketrygdfondet@ftf.no](mailto:Folketrygdfondet@ftf.no)  
[www.ftf.no](http://www.ftf.no)

