

Finansdepartementet
postmottak@fin.dep.no

Deres ref:
18/1780-

Vår ref:
18-00173

Dato:
25.04.2025

Statens pensjonsfond Norge - oppfølging av forslag om enkelte mandatendringer samt vurdering av egenkapitalbevis

Vi viser til brev 20. januar 2025 fra Finansdepartementet hvor departementet ber om informasjon fra Folketrygdfondet knyttet til enkelte mandatendringer og egenkapitalbevis. Vi tar også opp bestemmelsen i mandatet knyttet til valutaavvik samt supplerer vårt brev 13. desember 2019 knyttet til enkelte andre justeringer av obligasjonsindeksen.

Enkelte mandatendringer

I brev 13. desember 2019 ga Folketrygdfondet råd om endringer i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN), for å løse problemstillinger knyttet til aksjeporteføljens størrelse på Oslo Børs. I Meld. St. 22 (2023-2024) (Statens pensjonsfond 2024) varslet regjeringen innføring av årlige uttak fra SPN for å håndtere eierandelsutfordringen.

I brev 20. januar 2025 tar departementet opp enkelte andre endringer i mandatet som Folketrygdfondet foreslo i brevet fra desember 2019, knyttet til fast statsandel på 30 prosent i referanseindeksen for obligasjonsporteføljen både i Norge og Norden for øvrig, samt flytende fordeling mellom Norge og Norden basert på justeringsfaktorer. Justeringsfaktoren angir hvor mange ganger større markedsverdien til norsk delindeks skal være sammenlignet med markedsverdien til delindeksen til de øvrige nordiske landene i indeksskonstruksjonen.

For å få et godt og oppdatert grunnlag for å vurdere disse forslagene, ber Finansdepartementet om mer informasjon fra Folketrygdfondet. Vi benytter markedssdata frem til og med 31.12.2024 for å besvare spørsmålene som krever slike data.

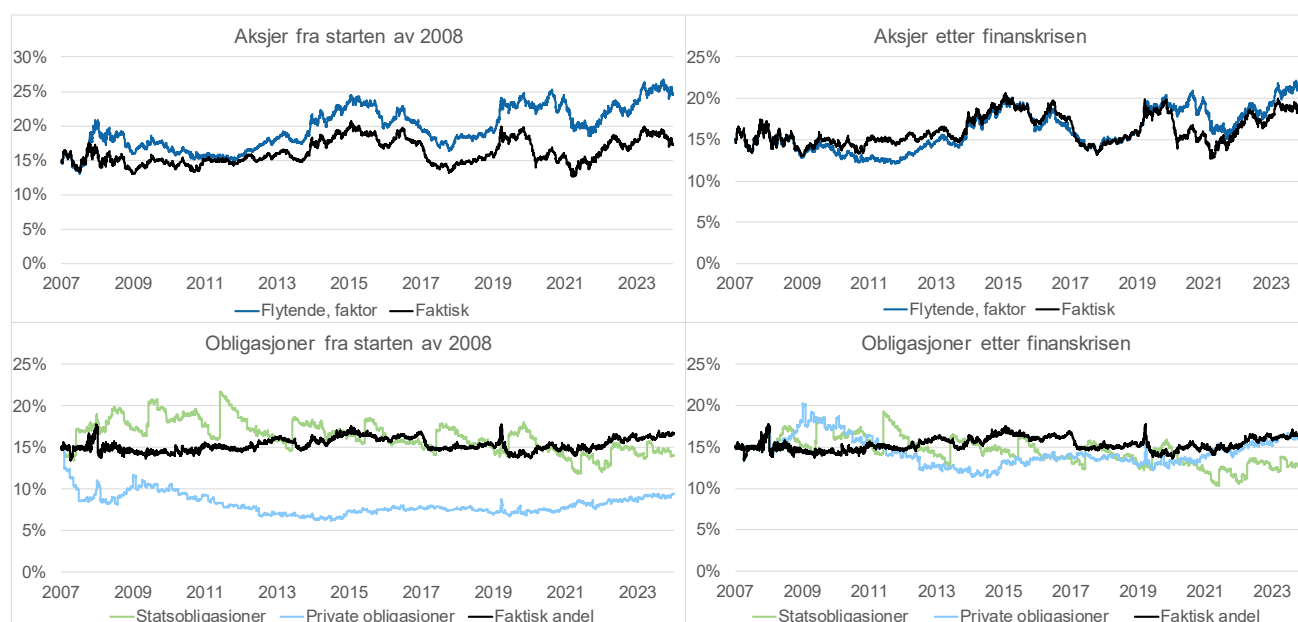
Flytende regionvekter basert på justeringsfaktorer vil gjøre utviklingen i de ulike regionenes andel av SPNs portefølje usikker.

Folketrygdfondet bes om å anslå landfordelingen i hhv. aksje- og obligasjonsindeksen med flytende regionvekter fra 2007. Året 2007 var et overgangsår for SPN, hvor det fortsatt var Folketrygdfondets styre som fastsatte referanseindeksen. Først i løpet av 2007 ble nordiske obligasjoner en del av referanseindeksen for SPN, og Finansdepartementet fastsatte

referanseindeksen først fra og med 2008. Vi finner det derfor hensiktsmessig å besvare dette spørsmålet med starten av 2008 som utgangspunkt.

Venstre side av figur 1 viser utviklingen i nordisk andel for aksjer og obligasjoner siden starten av 2008 med en initial landfordeling på 15 prosent i Norden. Norske aksjer falt langt mer enn nordiske aksjer i løpet av finanskrisen (2008-2009). I tillegg økte volumet av obligasjoner med fortrinnsrett fra norske utstedere sterkt i 2008, noe som førte til at markedsverdien av norske private obligasjoner i referanseindeksen steg. Høyre side av figur 1 viser utviklingen i de samme andelenene fra tidlig 2009 (i tid sammenfallende med avslutning av faktisk gjennomført tilbakevektning av aksjeandel for SPN). Her er ikke de to nevnte effektene like utslagsgivende.

Figur 1: Andel nordiske verdipapirer i referanseindeksen ved bruk av flytende vekter



I figur 1 antar vi en fast statsandel på 30 prosent, og viser andelen nordiske verdipapirer for statsobligasjoner og private obligasjoner hver for seg. Figur 1 (øverst til høyre) viser at flytende vekter for aksjer ikke medfører store avvik fra den faktiske nordenandelen til SPNs referanseindeks i perioden etter finanskrisen. For obligasjoner ser vi noe større forskjeller mellom flytende vekter og faktiske vekter for referanseindeksen. For statsobligasjoner er det størst forskjell. Forskjellen skyldes i stor grad at vi holder statsandelen konstant lik 30 prosent, men også av at emisjonstakten for statsobligasjoner i Danmark, Finland og Sverige har vært annerledes enn for norsk stat. I oppdragsbrevet blir vi bedt om å redegjøre for hvordan landfordelingen ville ha utviklet seg, mens vi i figur 1 viser fordelingen i Norden samlet. Landfordelingen er tatt med i et eget vedlegg til dette brevet.

Tabell 1: Justeringsfaktorer for norske verdipapirer i referanseindeksen

Oppstart	Aksjer	Private obligasjoner	Statsobligasjoner
01.01.2008	25,9	46,8	35,7
Etter finanskrisen (fra medio februar 2009)	33,2	24,3	41,5
Opprettholde andeler per 31.12.2024	40,4	24,3	29,2
Tilsvarende 85/15 per 31.12.2024	47,6	27,5	33,0

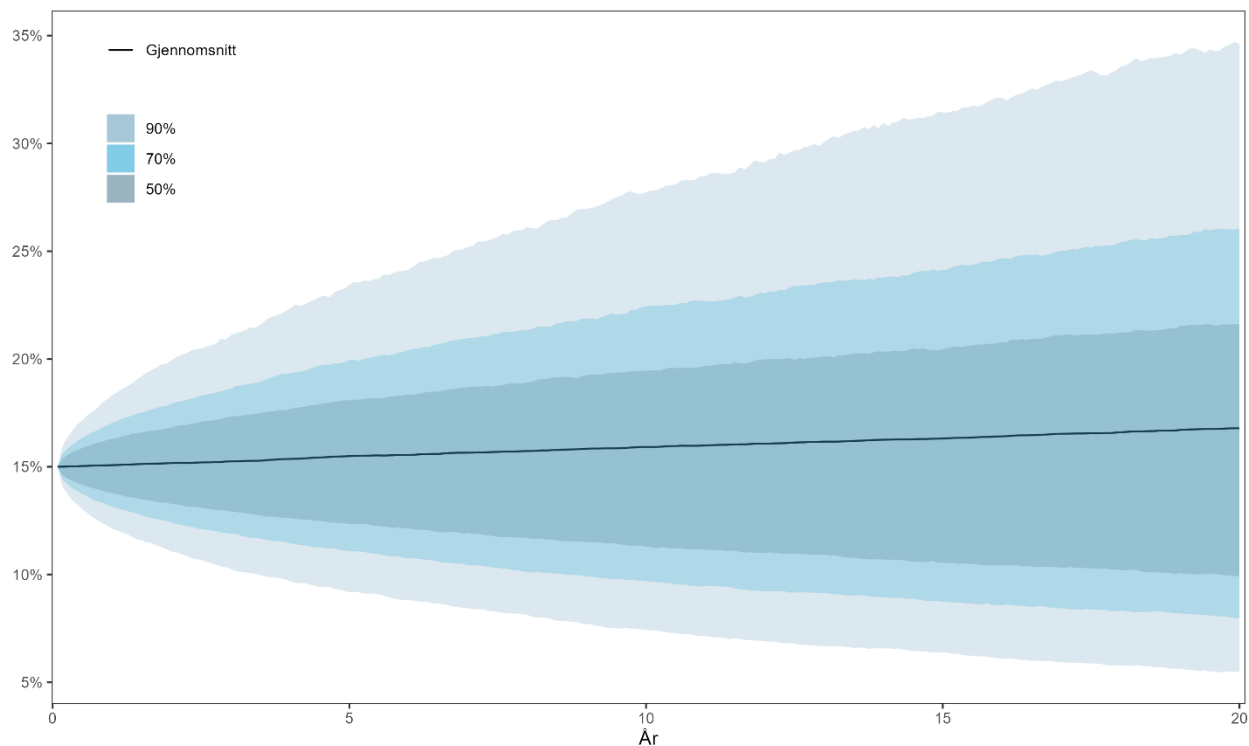
De to første linjene i tabell 1 viser justeringsfaktorer for norske verdipapirer i referanseindeksen som innebærer at andelen nordiske verdipapirer er 15 prosent på de to alternative oppstartstidspunktene. Per 31.12.2024 er den faktiske nordenandelen avvikende fra 15 prosent. De to siste linjene i tabell 1 viser hhv. justeringsfaktorene som opprettholder den faktiske nordenandelen per 31.12.2024 og som setter nordenandelen til 15 prosent.

Vi er også bedt om å utarbeide fremoverskuende anslag for den geografiske fordelingen over en 20-års periode. Et slikt fremoverskuende anslag krever enkelte forutsetninger. Vi har lagt til grunn en lognormal fordeling med like avkastnings- og risikoegenskaper for Norge og Norden. For aksjer benytter vi avkastning og standardavvik på hhv. 6,7 prosent og 17 prosent. For obligasjoner benytter vi hhv. 3,5 prosent og 5 prosent. Vi setter korrelasjonen mellom aksjer og obligasjoner til 0,1 uavhengig av region, og vi setter region-korrelasjonen til 0,6 uavhengig av aktivaklasse. Justeringsfaktoren som vektet opp markedsverdien av de norske indeksene er 47,6 for aksjer, 27,5 for private obligasjoner og 33,0 for statsobligasjoner.

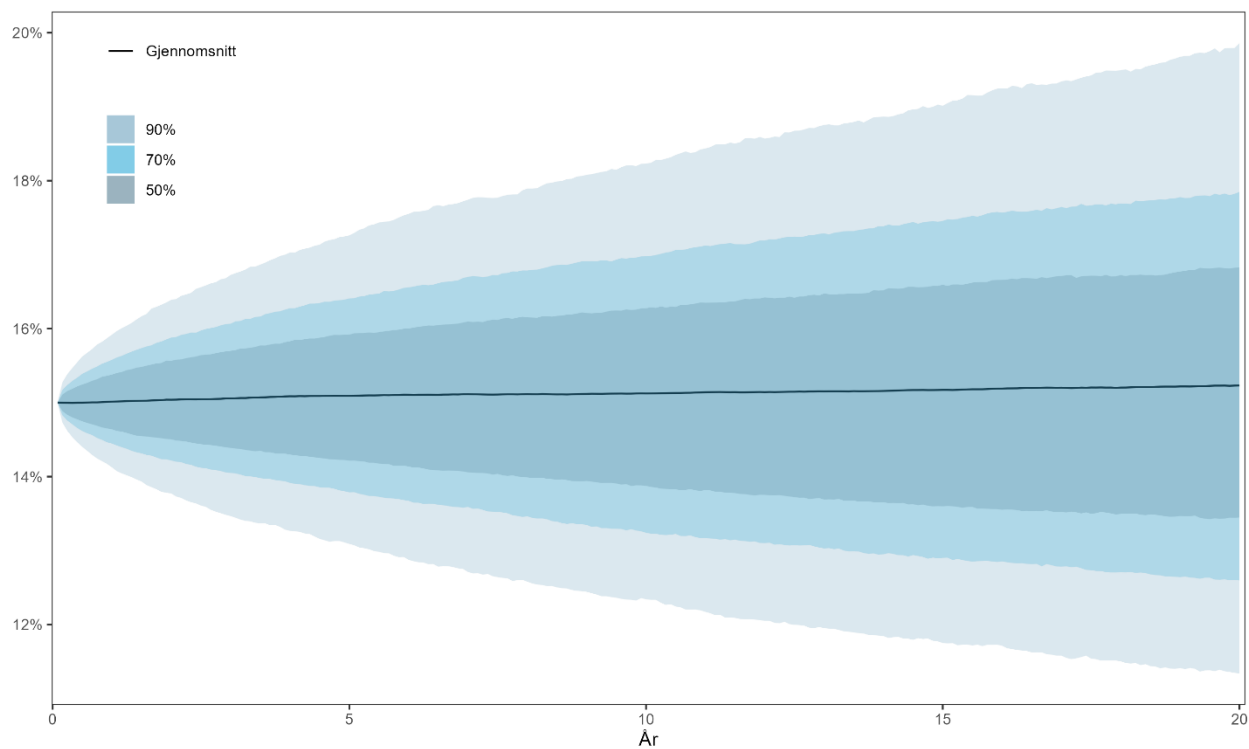
Med disse forutsetningene foretar vi anslag for utviklingen i Norden-andel ved bruk av simulering. I figur 2-4 har vi simulert utviklingen over 20 år, hvor antall simuleringer er 10 000.

Vi ser at gjennomsnittet for Norden-andelen er svakt stigende over hele 20-års perioden, men med en betydelig usikkerhet rundt dette snittet. Den svakt stigende trenden skyldes den lognormale utviklingen til aktivaprisene og den skjeve initielle regionfordelingen (hvor det er en Nordenvekt på 15 prosent). Den skjeve fordelingen fører til at svingningene som følge av endringer i Norden-avkastning relativt sett har en høyere innvirkning på Norden-andelen. Siden den lognormale fordelingen har en fet høyre hale fører dette samlet til at Norden andelen over tid drifter noe oppover. Det samme gjelder for obligasjonsindeksen, men på grunn av lavere volatilitet blir effekten liten.

Figur 2: Anslag for Norden-andel i aksjeindeksen

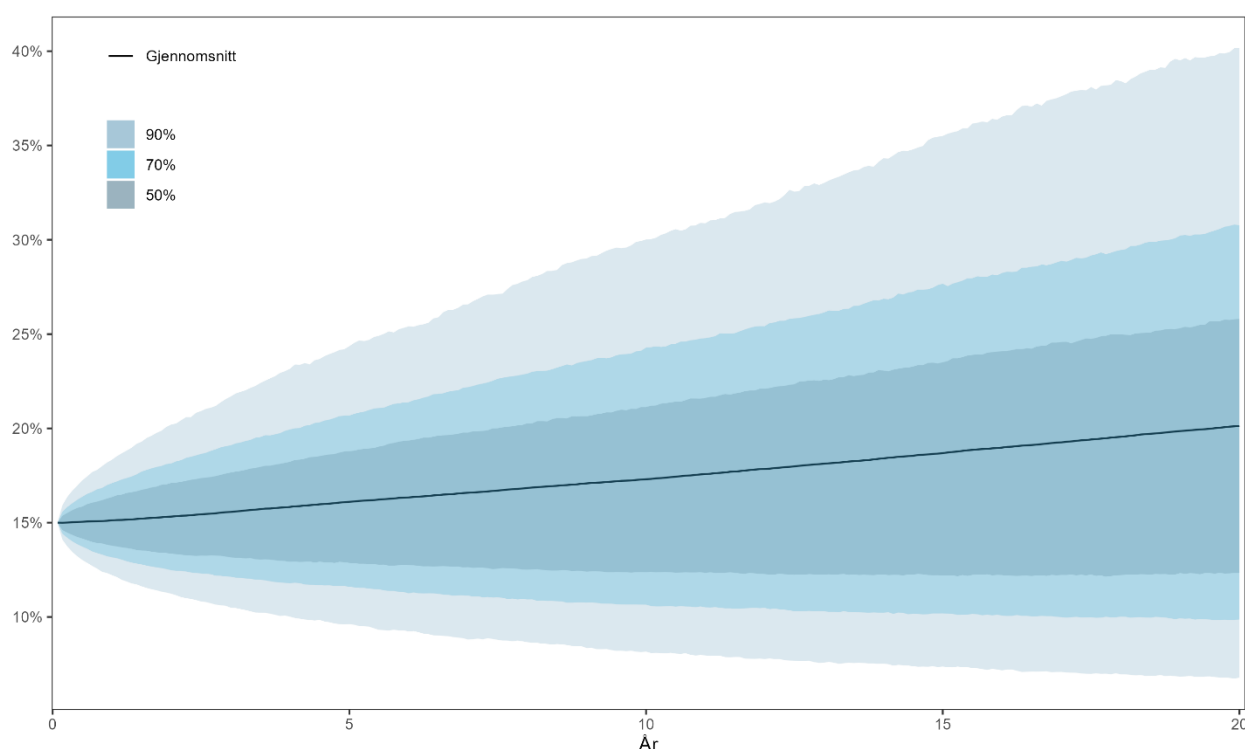


Figur 3: Anslag for Norden-andel i obligasjonsindeksen



De siste årene har utbyttebetaling fra norske selskaper vært høyere enn i resten av Norden. Vi har derfor sett på et scenario hvor forskjellen i utbyttebetaling er 1,2 prosent høyere i det norske markedet enn i det nordiske markedet. Figur 4 viser at en slik markedsutvikling innebærer at den forventede Norden-andelen øker. Denne effekten oppstår fordi markedsverdien på regionindeksene utvikler seg ulikt. Utbyttebetalinger medfører at markedsverdien synker, og høyere utbytte i Norge fører dermed til lavere markedsverdi selv om den prosentvise avkastningen i de to markedene er forutsatt å være lik. Forventet Norden-andel ender på om lag 20 prosent etter 20 år i dette scenarioet.

Figur 4: Anslag for Norden-andel med utbyttedifferanse



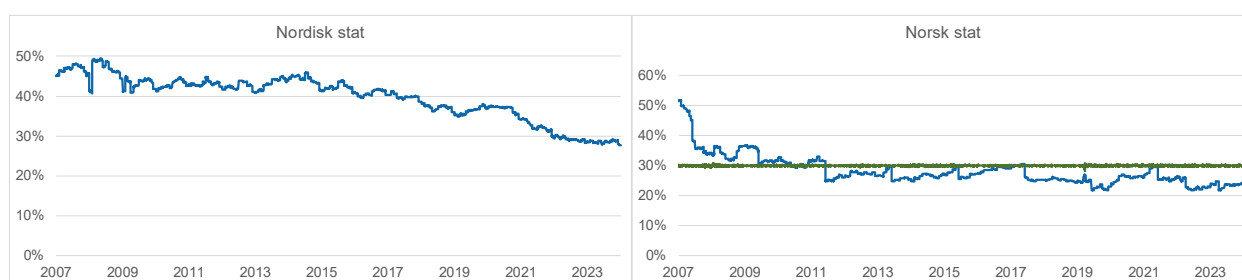
Bruk av flytende vekter og faktor innebærer at referanseindeksen følger utviklingen i markedene. Det innebærer at dersom vi over tid beveger oss i utkanten av de de anslagene for Norden-andel som vises i figur 4 vil den foreslåtte endringen til flytende vekter ikke innebærer behov for transaksjoner. Dagens regelverk hvor Norden-andelen skal bringes tilbake til 15 prosent gjennom en tilbakevektning vil derimot innebære et større behov for transaksjoner dersom vi beveger oss i utkanten av de anslag for Norden-andel i figur 4.

For referanseindeksen for obligasjoner bes Folketrygdfondet om å gjøre rede for statsandelen i dag i den nordiske delen av obligasjonsindeksen, den historiske variasjonen i statsandelen og de ulike landenes andel.

Statsandelen (her vist som «treasury», altså stat i egen valuta) i den nordiske delen av obligasjonsindeksen er i dag 28,4 prosent. Venstre del av figur 5 viser statsandelen i den nordiske delen av obligasjonsindeksen. Høyre del av figur 5 viser den faktiske statsandelen for den norske

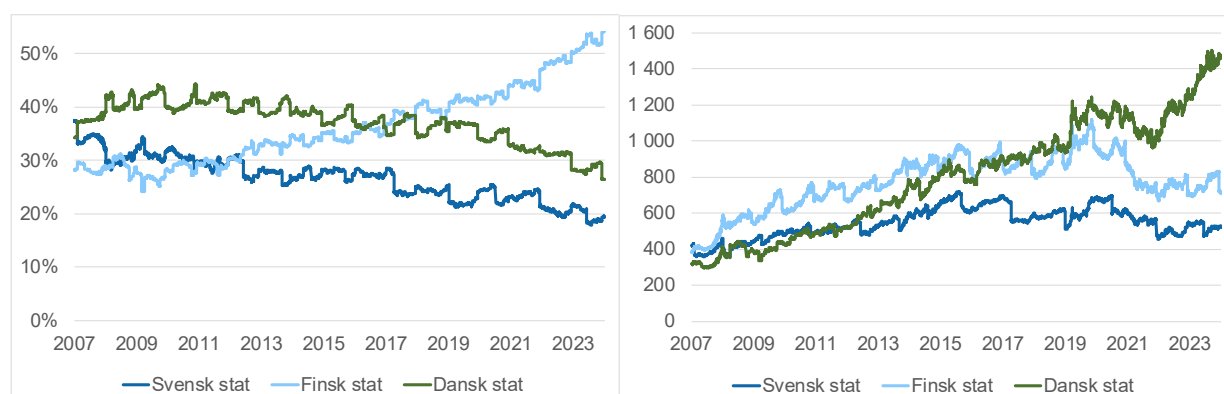
delen av referanseindeksen for renter (grønn linje) sammen med en hypotetisk flytende statsandel for den norske delen av referanseindeksen (blå linje). Vi ser at statsandelen i den nordiske delen av obligasjonsindeksen over tid har gått ned. Høy relativ vekst i markedsverdi for privat del av den nordiske obligasjonsindeksen forårsaker denne relative nedgangen i statsandel.

Figur 5: Statsandel i obligasjonsindeksen



Figur 6 viser landfordelingen i statsdelen av den nordiske obligasjonsindeksen. Statsobligasjoner utstedt av finsk stat har økt jevnt siden 2008, mens volumet utstedt av dansk og svensk stat har vært relativt stabilt. Ved utgangen av 2024 utgjorde andelen finsk stat mer enn summen av svensk og dansk stat. Markedsverdien i norske kroner har utviklet seg ulikt fra andelen på grunn av valutakurssvingninger.

Figur 6: Landfordeling i statsdelen av nordisk obligasjonsindeks.
Andeler i prosent (venstre) og markedsverdi i mrd. norske kroner (høyre)



Folketrygdfondet bes også om å anslå endringen i årlige transaksjonskostnader for hvert av de to forslagene om endring i vektingsprinsipp; justeringsfaktorer og fast statsandel.

Vi antar at en fast statsandel på 30 prosent med månedlig rebalansering for hele renteindeksen vil medføre svært begrenset endring i transaksjonskostnader ved en eventuell indekxnær forvaltning. Statsandelen for den norske delen av referanseindeksen holdes i dag nær 30 prosent gjennom månedlige rebalanseringer, og for den nordiske delen er statsandelen også nær 30 prosent i dag (venstre del av figur 5). Månedlig rebalansering til en fast statsandel på 30 prosent for den samlede rentereferanseindeksen innebærer derfor små endringer. Følgelig anslår vi små endringer i transaksjonskostnader ved innføring av en fast statsandel. Vi estimerer kostnader ved

løpende indekstilpasninger i rapporten «Risikojustert avkastning 2024» som ligger på våre hjemmesider. Vi benytter estimatene fra tabell 3.4 i rapporten og anslår transaksjonskostnadene ved å endre statsandelen for nordiske obligasjoner i referanseindeksen til godt under 0,3 basispunkter årlig ved en indekxnær forvaltning.

Flytende vekter mellom Norge og Norden basert på justeringsfaktorer gir utslag på transaksjonskostnader gjennom to mekanismer; tilbakevektingsmekanismen mellom aksjer og renter, og tilflyt og frafall av kapital til de ulike regionindeksene.

Ved en tilbakevektning av aksjeandel (rebalansering) hvor vi skal selge aksjer og kjøpe rentepapirer, kan aksjeavkastningen til de to regionene i forkant av tilbakevektningen ha utviklet seg ulikt. I et slikt tilfelle kan vi ende opp med å bli en kjøper av aksjer i en av regionene selv om vi netto skal selge aksjeeksponering. Denne typen ekstra transaksjonskostnader vil ikke forekomme dersom vektene flyter.

I de fleste tilbakevektninger fra aksjer til renter vil vi imidlertid være en selger i begge regionene. Dersom Norden har vokst til mer enn 15 prosent andel i perioden, vil salgsvolumet være relativt større i Norden ved faste vekter kontra flytende vekter. Ved motsatt utgangspunkt, hvor norske aksjer har hatt en bedre utvikling enn nordiske, vil denne effekten virke andre veien. Hvis vi antar like avkastningsegenskaper for norske og nordiske aksjer på lang sikt er ikke endringen i vektingsprinsipp viktig for transaksjonskostnadene, så lenge vi er netto kjøper eller selger i begge regionene samtidig.

De siste årene har norske selskaper betalt mer i utbytter enn nordiske selskaper. I den norske delen av aksjereferanseindeksen har utbytteandelen vært i overkant av 6 prosent per år, mens utbytteandelen i den nordiske delen av aksjereferanseindeksen har vært om lag 3 prosent i året. I tillegg har omfanget av delistinger og tilbakekjøp av aksjer vært større for den norske delen enn for den nordiske delen av aksjereferanseindeksen. Dagens faste vekter innebærer at kontantstrømmer reinvesteres i den regionen de har sin opprinnelse. Den foreslåtte endringen til flytende vekter basert på justeringsfaktorer medfører at kontantstrømmer reinvesteres i hele indeksen i henhold til de faktiske vektene. Dersom utbytter og delistinger fra den norske delen av aksjereferanseindeksen også i tiden fremover er større enn fra den nordiske delen av aksjereferanseindeksen (utbytteanslagene for 2025 og 2026 viser at utviklingen på kort sikt blir slik), anslår vi at transaksjonskostnaden reduseres ved flytende vekter kontra faste vekter. Det blir lavere transaksjonskostnader fordi reinvesteringer spres på flere verdipapirer, og fordi likviditeten er bedre i Norden med lavere transaksjonskostnad per krone reinvestert.

I perioder med relativt store utbytter og delistinger i Norge øker vår eierandel i norske selskaper med dagens faste vekter. Dette forutsatt at vi følger indeksens sammensetning og reinvesterer midlene i norske aksjer. Flytende vekter og justeringsfaktorer bidrar til at eierandelsutfordringen i Norge ikke forverrer seg ettersom reinvestering av utbytter/delistinger blir fordelt på hele indeksen. Sammen med den innførte regelen om uttak fra SPN, anslår vi at en overgang til flytende vekter (med bruk av faktor) bidrar til at problemstillingen knyttet til aksjeporteføljens størrelse på Oslo Børs ikke øker.

Egenkapitalbevis

Finansdepartementet vurderer om egenkapitalbevis kan være en aktivaklasse som egner seg for inkludering i SPNs referanseindeks, og ber i den forbindelse om analyser og vurderinger fra Folketrygdfondet.

Egenkapitalbevis er en instrumenttype som i dag inngår i SPNs investeringsunivers, men som ikke er en del av referanseindeksen. Folketrygdfondet har tidligere vært investert i egenkapitalbevis, siste gang i juli 2004.

Folketrygdfondet er bedt om å undersøke avkastnings- og risikoegenskapene til egenkapitalbevisindeksen OSEEX. Denne indeksen inneholder alle egenkapitalbevis som handles på den regulerte markedsplassen Oslo Børs. OSEEX er friflytjustert, men det er ingen krav til likviditet eller annen form for utvelgelse i regelverket til denne indeksen. Noen egenkapitalbevis handles også på den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth som driftes av Oslo Børs, men disse er altså ikke en del av OSEEX.

Historisk har innholdet i OSEEX vært preget av få banker som har utgjort en stor andel av indeksen. Sparebanken NOR var frem til den ble omdannet til aksjebank den største banken i indeksen. Ved halvårsskiftet 2002 utgjorde Sparebanken NOR om lag 60 prosent av den daværende grunnfondsbevisindeksen. Etter at Sparebanken NOR kjøpte Gjensidige Bank og dannet Gjensidige NOR ble banken i 2003 omdannet til aksjebank og gikk derfor ut av OSEEX. Denne banken fusjonerte senere med DNB. Avkastnings- og risikoegenskapene som OSEEX hadde før 2003 er i så stor grad påvirket av denne ene banken at historikken ikke kan anses som dekkende for egenskapene til OSEEX i dag.

I tiden etter at Sparebanken NOR ble en aksjebank var det Sparebank 1 SR-Bank som var den største banken i OSEEX. Ved utgangen av 2011 utgjorde Sparebanken 1 SR-Bank 32 prosent av OSEEX før også denne banken ble omdannet til aksjebank og gikk ut av OSEEX.

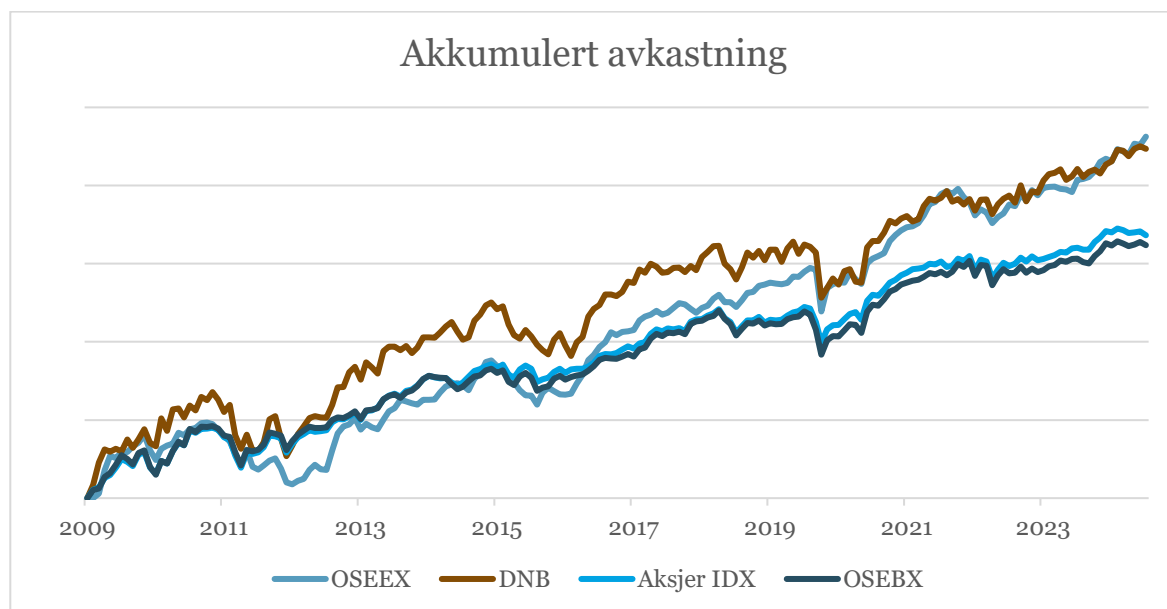
Også i dag er egenkapitalbevisindeksen preget av noen få store banker. Sparebank 1 SMN utgjør 29 prosent, den sammenslåtte Sparebanken Norge (Sparebanken Vest og Sparebanken SØR) vil utgjøre 23 prosent og Sparebanken 1 Nord-Norge utgjør 16 prosent.

I vedlegget vises deskriptiv statistikk for OSEEX sammenlignet med OSEBX, DNB, SPNs obligasjonsindeks for norske ikke-statlige obligasjoner og SPNs referanseindeks for norske statsobligasjoner. Vi har valgt å vise statistikken siden 1996 som er den lengste vi finner data for, perioden fra 01.07.2002 hvor Sparebanken NOR går ut av OSEEX, fra 01.07.2009 for å se på data etter finanskrisen, og fra 01.01.2012 som er tidspunktet SR-Bank ble omdannet til aksjebank og gikk ut av OSEEX.

Vi finner at OSEEX har egenskaper som likner mer på aksjeindeksene enn obligasjonsindeksene. Vi finner videre at OSEEX er mer lik DNB enn OSEBX, men vi legger merke til at standardavviket er langt lavere for OSEEX. Det innebærer at risikojustert avkastning målt med Sharpe er bedre for OSEEX.

I tiden etter finanskrisen i 2009 (figur 7) har OSEEX oppnådd om lag den samme avkastning som DNB.

Figur 7: Akkumulert avkastning 1.7.2009 - 31.12.2024 (logaritmisk skala)



Finansdepartementet etterspør vurderinger av likviditet og tilgjengelighet av børsnoterte egenkapitalbevis. OSEEX er en indeks hvor det ikke er krav til likviditet i regelverket. Begge de to aksjeindeksene (OSEBX og VINXB) som utgjør SPNs aksjeindeks, og aksjeindeksen som danner grunnlaget til aksjeindeksen til Statens fond i Tromsø, har likviditetskrav. Et slikt krav medfører at de minst likvide selskapene i indeksgrunnlaget ikke inngår i indeksen. SPN er en stor investor som er avhengig av likviditet i de verdipapirer som inngår i porteføljen. God likviditet er en forutsetning for å utføre tilbakevektning av aksjeandel i mandatet, for å kunne reinvestere kontantstrømmer fra andre verdipapirer, og for å kunne oppnå ønsket porteføljesammensetning som del av den aktive forvaltningen. Det er vår erfaring at minimumskravene til likviditet i aksjeindeksen OSEBX gir et godt uttrykk for investerbarhet. Aksjer med lavere likviditet enn dette kravet er i mindre grad egnet for investering for SPN.

Vi anvender samme likviditetskrav for egenkapitalbevisene i OSEEX som Oslo Børs anvendte ved den siste indeksendringen for OSEBX (indeksendringen som ble gjennomført i mars 2025 på grunnlag av omsetningstall for siste 12 måneder frem til februar 2025). Da finner vi at bare fire av 18 egenkapitalbevis i OSEEX har tilfredsstillende likviditet (se tabell 2).

Tabell 2: Egenkapitalindeksen (OSEEX) og omsetningstall

Rangering	Symbol	ISIN	Navn	Omsetningstall*	Markedsverdi	Fri flyt vekt
1	MING	NO0006390301	Sparebank 1 SMN	3 859 058 399	23 466 760 805	36,82 %
2			Sparebanken Norge (Sør og Vest)	2 970 922 052	18 879 279 944	29,62 %
3	NONG	NO0006000801	Sparebank 1 Nord-Norge	2 122 133 786	13 142 100 294	20,62 %
4	SPOL	NO0010751910	Sparebank 1 Østlandet	1 132 854 664	8 243 477 087	12,93 %
5	MORG	NO0012483207	Sparebanken Møre	428 981 262	4 452 688 603	
6	MELG	NO0006001908	Melhus Sparebank	409 040 776	429 759 630	
7	SPOG	NO0006222009	Sparebanken Øst	162 421 507	1 679 225 823	
8	HELG	NO0010029804	Sparebank 1 Helgeland	161 995 639	2 295 011 050	
9	ROGS	NO0006001007	Rogaland Sparebank	129 199 524	1 789 569 282	
10	SNOR	NO0010691660	Sparebank 1 Nordmøre	97 971 483	676 103 659	
11	SOGN	NO0006000603	Sogn Sparebank	81 861 737	145 626 800	
12	RING	NO0006390400	Sparebank 1 Ringerike	80 124 213	2 100 675 611	
13	SOAG	NO0010285562	Sparebank 1 Østfold Akershus	54 117 008	1 838 462 304	
14	SKUE	NO0006001809	Skue Sparebank	30 139 426	690 018 772	
15	AURG	NO0006001601	Aurskog Sparebank	29 059 732	1 097 867 738	
16	JAREN	NO0010359433	Jæren Sparebank	28 592 584	543 070 782	
17	HGSB	NO0010764053	Haugesund Sparebank	6 551 036	398 250 000	
18	HSPG	NO0010012636	Høland og Setskog	5 989 953	102 497 100	

* Omsetningstall er siste 12 måneder fratrukket omsetningen de 12 dagene med høyeste omsetning (metoden Euronext benytter for OSEBX).

En likviditetstilpasset variant av OSEEX har en total markedsverdi på 64 milliarder kroner (fri flyt justert). Inkluderer vi en likviditetstilpasset indeks sammen med SPNs indeks utgjør den omtrent 1,8 prosent av den totale aksjeindeksen. En slik tilpasset indeks er ikke en del av de standardindeksene Oslo Børs tilbyr i dag.

Vi kan også se for oss at regelverket for aksjeindeksen OSEBX tar utgangspunkt i alle børsnoterte egenkapitalbevis og alle børsnoterte aksjer. Da estimerer vi at Sparebank1 SMN, som eneste egenkapitalbevis, kvalifiserer til inkludering med en vekt på 1,35 prosent når vi plasserer egenkapitalbevisbanker og aksjebanker i samme sektor. Estimater er basert på grunnlaget for nytt OSEBX-utvalg som tredde i kraft i mars 2025. Oslo Børs tilbyr heller ikke en slik variant av OSEBX-indeksen som en del av de standardindeksene i dag.

Vi vektlegger likviditet som et sentralt kriterium for en indeks og for de ulike verdipapirene som inngår i en referanseindeks. Lav likviditet i OSEEX og fraværet av krav til likviditet i indeksregelverket innebærer at vi vil fraråde indeksen OSEEX som del av SPNs referanseindeks.

Vi vil heller ikke anbefale en tilpasset versjon av OSEEX fordi antallet ulike verdipapirer blir lavt. Antallet verdipapirer i en slik referanseindeks kan også reduseres ytterligere dersom konsolideringen av sparebanker vi har sett i det siste fortsetter, eller om noen av disse omdannes til aksjebanker. SPNs indeks er på nåværende tidspunkt sammensatt av totalt fem ulike

delindekser. Bruk av ytterligere en delindeks med lav vekt gjør SPNs indeks mindre transparent, samtidig som lav vekt ikke vil endre de totale avkastnings- og risikoegenskapene i særlig omfang. Tilsvarende anbefaler vi heller ikke en tilpasset versjon av OSEBX hvor egenkapitalbevis inngår i grunnlaget for utvelgelse.

Finansdepartementet spør om en inkludering av OSEEX i SPNs referanseindeks tilsier reduksjon av aksje- eller obligasjonsandelen. Avkastningsegeneskapene til OSEEX (se vedlegget) viser at OSEEX har egenskaper som ligner mer på aksjer enn på obligasjoner. Vi finner det derfor naturlig at OSEEX teller med i aksjeandelen dersom denne, til tross for vår fraråding, tas inn i SPNs referanseindeks.

Finansdepartementet spør videre om forskjeller mellom aksjer og egenkapitalbevis i eierskapsutøvelsen.

Den viktigste forskjellen mellom aksjer og egenkapitalbevis i eierskapsutøvelsen kommer til uttrykk ved generalforsamlingen. Mens hovedregelen i aksjeselskap er at én aksje gir én stemme, er generalforsamlingen i egenkapitalbevisbanker sammensatt av representanter for flere grupper enn eierne, som kunder, ansatte og eventuelle andre lokale representanter (offentlig valgte). Uavhengig av eierbrøken, kan egenkapitalbeviserens stemmer kun representere mellom 20 prosent og 40 prosent av stemmene.

Det er en ordning vi prinsipielt synes svekker eierstyringen, og vi finner ordningen utfordrende av flere grunner:

- For det første fordi vi mener generalforsamlingen er eiernes kanal til påvirkning, og det er eiernes interesser som skal være representert her. Dette trekkes også frem i Sparebankutvalgets rapport hvor de viser til at mens insentivene til generalforsamlingen for et aksjeselskap er klar (maksimere verdien av egenkapitalen), er situasjonen i egenkapitalbevisbanker mindre klar.
- For det andre fordi egenkapitalbeviserens stemmeandel er uavhengig av eierbrøken (og begrenset oppad), slik at egenkapitalbeviserene risikerer å ikke en gang ha stemmerett for sin andel av kapitalen.
- For det tredje fordi øvre begrensning på 40 prosent gir andre interessegrupper hele 60 prosent og slik sett kontroll i en rekke viktige beslutninger.
- For det fjerde er heller ikke indirekte representasjon i generalforsamlingen ønskelig for en stor minoritetsaksjonær som ønsker å få sin stemme hørt.

Bruk av stemmeretten på generalforsamlinger er viktig for Folketrygdfondet som en stor minoritetsaksjonær. Vi bruker betydelig med tid og ressurser på dette, inkludert stemmegivning i tråd med egne prinsipper og interesser, samt offentliggjøring av stemmeintensjon til nytte for medinvestorer og for å være tydelige og transparente i våre standpunkter.

Videre følger en del andre utfordringer for sparebanker knyttet til andelsbrøken mellom egenkapitalbevis og grunnfondskapital når pris-bok er under 1, hvor emisjoner kan bli mindre attraktive for egenkapitalbeviserene. Folketrygdfondet mener det er viktig at selskaper også evner å tiltrekke seg kapital i kapitalmarkedet i utfordrende tider, nettopp når pris/bok gjerne kan være under 1. I motsatt fall, dersom pris-bok overstiger 1, kan eierbrøken endres ugunstig for egenkapitalbeviserene ved et utbytte med skjeveling.

Finansdepartementet spør videre om eventuelle effekter av endringene som er foreslått av sparebankutvalget (NOU 2024: 22 Norske sparebanker – tradisjon og tilpasning).

Vi har ikke identifisert noe materielt i Sparebankutvalgets rapport som påvirker våre tidligere vurderinger rundt eierskapsutøvelsen.

Sparebankutvalget oppsummerer i kapittel 19.4 konsekvenser for andre eiere av egenkapitalbevis enn stiftelsene. Utvalget vurderer at dagens eiere har interesse av at eierandelskapital oppfyller kravene til ren kjernekapital, og at regelverket forenkles og blir klarere, for eksempel ved kapitalutvidelser. Utvalget vurderer også at innføring av regler om forholdsmessig tapsabsorbering kan svekke fordelene ved å eie egenkapitalbevis sammenliknet med aksjer, samt at fjerning av kundeutbytte vil være til ulempe for eierne av egenkapitalbevis.

Forslaget til Sparebankutvalget om å forenkle prosessen med konvertering til aksjebank kan medføre at flere banker omdannes til aksjebanker. I så fall tas disse ut av egenkapitalbevisindeksen OSEEX.

Sparebankutvalget foreslår å endre regelverket som gjør at den eierløse kapitalen i dag absorberer tap før egenkapitalbeviserne. En slik endring kan gjøre egenkapitalbevis noe mindre attraktivt fra et investorperspektiv. Forenkling av struktur med tanke på skjevdeling i banker som handler over bok og emisjoner under bok kan være på marginen positivt. Sparebankutvalget påpeker også at insentivproblematikken kan bli noe bedre med den foreslåtte eierandelsmodellen, men hovedutfordringene rundt generalforsamling består og er et viktig ankepunkt for oss.

Endelig spør Finansdepartementet om en vurdering av om dette forslaget om inkludering av egenkapitalbevis i referanseindeksen er gjennomførbart og egnet.

OSEEXs manglende likviditetskrav gjør at den inneholder mange små banker med lav likviditet. Vi fraråder derfor å inkludere OSEEX som en del av referanseindeksen til SPN.

For de fire største bankene i OSEEX er ikke størrelse og likviditet like problematisk, men utfordringene med eierskapsutøvelsen består. En tilpasset versjon av OSEEX vil kunne tilfredsstille likviditetskrav, men vi vil ikke anbefale inkludering av en slik tilpasset indeks.

Valutasikring av SPN

Det vises til mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, hvor valutasammensetningen til SPN er omtalt tre steder:

- § 3-2 Strategisk obligasjonsindeks
- § 3-3 Strategisk aksjeindeks
- § 3-6 Rammer for forvaltningen.

De to paragrafene 3-2 og 3-3 omhandler valutasammensetningen til referanseindeksen. Sammen med den faktiske indekssammensetningen i de ulike delindeksene defineres med dette valutasammensetningen til referanseindeksen og med det valutakursrisikoen knyttet til fondets absolutte avkastning.

I § 3-6 andre ledd fastslås det at «Det skal ikke tas valutaposisjoner i den aktive forvaltningen av fondet». Denne paragrafen omhandler valutakursrisikoen knyttet til fondets relative avkastning. Folketrygdfondets styre har fulgt opp § 3-6 andre ledd i investeringsmandat SPN som styret har gitt til adm.dir. med følgende supplerende ramme: «minste sammenfall mellom faktisk portefølje og referanseindeksen skal være 99 prosent for valutaeksponering». Dette innebærer at den faktiske porteføljen skal ha tilnærmet lik valutasammensetning som referanseindeksen.

Folketrygdfondet foreslår i dette brevet to endringer knyttet til bestemmelsen i mandatets § 3-6: La bestemmelsen utelukkende gjelde for nominelle aktiva (rentepapirer), og la bestemmelsen utelukkende gjelde for eksponeringen mot de samlede aktiva i fremmed valuta.

Valuta og aksjer

Et selskaps inntekter, kostnader og ikke minst deres konkurransesituasjon er for de fleste selskapene i praksis knyttet opp til en rekke ulike markeder og til flere valutaer. Det er verdensmarkedets betalingsevne for selskapets produkter (for eksempel aluminiumsprisen for Norsk Hydro og olje- og gassprisen for AkerBP), prisen på innsatsfaktorene til selskapet (for eksempel rentenivået i de valutaer selskapet har valgt å finansiere seg i, lønnsnivået i de landene produksjonen foregår og råvarene selskapet bearbeider), og investorenes fremtidsutsikter til selskapets utvikling som bestemmer verdien på selskapet.

I noen tilfeller er et selskaps aksjer notert på flere børser og i ulike valutaer. Verdien av en aksje er den samme uavhengig av noteringsvaluta. Ved notering på ulike børser kan investor velge å flytte en aksje mellom ulike depoter og på den måten endre noteringsvaluta for den aktuelle aksjen. For SPN gjelder dette blant annet for selskaper hvor aksjen er børsnotert i to eller flere av de nordiske landene, eksempelvis selskapet Nordea. Her kan for eksempel Folketrygdfondet velge å plassere aksjen i det svenske depotet selv om aksjen inngår som finsk i referanseindeksen. Noteringsvaluta er da svenske kroner for aksjene i porteføljen, mens noteringsvaluta er euro for aksjene i indeksen. Verdien av aksjen målt i norske kroner er den samme uansett om vi ser på aksjen notert i Sverige (svenske kroner) eller aksjen notert i Finland (euro). Dagens bestemmelse i § 3-6 andre ledd innebærer at et slikt avvik mellom portefølje og indeks gir behov for valutasikring mellom svenske kroner og euro. Avkastningen i norske kroner til en portefølje bestående av en svensk aksje pluss en valutasikring vil avvike fra avkastningen til en finsk aksje i indeksen. Konsekvensen er at sikringsinstrumentet introduserer avkastningsavvik. Dette er uheldig.

Også for selskaper som utelukkende er notert i ett marked, og i én spesifikk valuta, er verdien av selskapet bestemt av selskapets inntjening og kostnader. Disse er i mange tilfeller i andre valutaer enn noteringsvaluta for aksjen. To tilsvarende selskaper, med like produkter, og lik kostnadsbase er i praksis eksponert for de samme faktorene, uavhengig av hvilken valuta selskapene er notert i.

Dette gjør at de fleste internasjonale aksjefond ikke er valutasikret til norske kroner. Slik er det også for SPNs referanseindeks som ikke er sikret til norske kroner. Derimot innebærer mandatets § 3-6 andre ledd at Folketrygdfondet i forvaltningen av SPNs aksjeportefølje må sørge for at valutaeksponeringen for aksjeporteføljen er lik aksjereferanseindeksens eksponering, målt ved noteringsvalutaen til de enkelte aksjene. Her anbefaler Folketrygdfondet en endring slik at §

3-6 andre ledd ikke omfatter aksjedelen av referanseindeksen. Mandatet for Statens fond i Tromsø har ingen tilsvarende bestemmelse, og en slik endring vil bety at de to mandatene harmonerer med hensyn til håndtering av valutarisiko.

Renteinstrumenter og valuta

For renteinstrumenter derimot, er verdien av instrumentet tydelig forankret til en gitt valuta. Et obligasjonslån betaler kupong og kommer til forfall i en gitt valuta. Det er derfor naturlig å valutasikre obligasjonsporteføljer til den valuta investor er etablert i, noe som også er vanlig praksis.

For SPNs renteindeks, hvor obligasjonslån utstedt i flere valutasorter inngår, er valutasikring håndtert forskjellig for delen av renteindeksen som har norsk utsteder og delen som har svensk, dansk eller finsk utsteder. Obligasjoner med norsk utsteder valutasikres til norske kroner. Obligasjoner med dansk, svensk eller finsk utsteder valutasikres ikke.

Bestemmelsen i mandatets § 3-2 innebærer at om lag 85 prosent av renteindeksen er eksponert mot norske kroner. De resterende 15 prosent er fordelt på svenske kroner, danske kroner, euro, britiske pund og amerikanske dollar.

Bestemmelsen om at det ikke skal tas valutaavvik i den aktive forvaltningen regulerer i praksis to forhold: Eksponeringen mot norske kroner, og eksponeringen mellom verdipapirer i ulik fremmed valuta.

Folketrygdfondet ønsker å ha den samme eksponering mot norske kroner i SPNs portefølje for renteinstrumenter som renteindeksen. Dette er viktig for å følge opp den overordnede målsettingen for SPN om høyest mulig avkastning i norske kroner (mandatets § 1-3 første ledd). Vi opplever at støy i den relative avkastningen, som utelukkende skyldes utviklingen i valutakursen for norske kroner, ikke er ønskelig.

Når det gjelder eksponeringen mot fremmed valuta for renteindeksen, ser vi derimot ikke et behov for at renteporteføljen har samme valutaeksponering for hver valutasort som renteindeksen.

Vi mener at kursrisiko mellom ulike valuta er en type risiko som fanges godt av risikomålet forventet relativ volatilitet, hvor det i mandatets § 3-6 første ledd er fastlagt at forventet relativ volatilitet ikke skal overstige 3 prosentpoeng. Dagens omtale i § 3-6 andre ledd hindrer strategier hvor vi i den aktive forvaltningen ønsker å ta avvik for å utnytte endringer i valutakurs mellom ulike typer fremmed valuta. En endring av § 3-6 andre ledd vil åpne opp for strategier hvor renteforskjeller mellom andre valutaer enn norske kroner kan utnyttes som en del av den aktive forvaltningen.

Forslag til endring i mandatets § 3-6 (2)

Folketrygdfondet anbefaler at mandatets § 3-6 andre ledd endres til:

§ 3-6 (2) Det skal ikke tas aktive valutaposisjoner fra renteindeksens sammensetning mot norske kroner i renteforvaltningen av fondet.

Andre justeringer for obligasjonsindeksen

Valuta i obligasjonsindeksen

Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (§ 3-1 første ledd) presiserer at den norske delen av referanseindeksen skal inneholde lån utstedt i norske kroner, euro, britiske pund, amerikanske dollar, svenske kroner og danske kroner.

For den nordiske delen av referanseindeksen er ikke norske kroner nevnt. Dette medfører per 31.12.2024 at seks obligasjoner med nordisk utsteder i norske kroner blir utelatt fra referanseindeksen. Markedsverdien til disse obligasjonene utgjør en markedsandel langt under 1 prosent av indeksen. Vi ønsker likevel at referanseindeksen inkluderer de samme valutaene uavhengig av utstederland.

Segmenter i obligasjonsindeksen

Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) (§ 2-2 niende ledd) presiserer at det kun er undergruppen obligasjoner med fortrinnsrett («Covered») som skal inkluderes innenfor delmarkedet pantesikrede («Securitized»). Vi ønsker en lik presisering i mandatet til SPN. Delmarkedet pantesikrede inneholder også undergruppene MBS («Mortgage backed securities»), ABS («Asset backed securities») og CMBS («Commercial Mortgage Backed Securities»). Per 31.12.2024 er det ingen obligasjoner i disse undergruppene i indeksen. Vi ønsker imidlertid å unngå operasjonelle utfordringer knyttet til eventuelle fremtidige obligasjoner som kan komme i disse undergruppene.

For SPU er delsegmentet statsrelatert («Government related») inkludert i statsdelen av referanseindeksen. For SPN er dette delsegmentet inkludert i selskapsdelen. Denne forskjellen bør videreføres fordi delmarkedet føderale institusjoner («Agency») inkluderer alle utstedere med mer enn 50 prosent statlig eierskap, eksempelvis Equinor. Vi ønsker imidlertid å ekskludere delmarkedet stat (fremmed valuta) («Sovereigns») fra selskapsdelen. Dette delmarkedet har statsliknende avkastningsegenskaper og bør enten flyttes til statsdelen eller ekskluderes (harmonisering med Mandat for SPU).

Med vennlig hilsen
Folketrygdfondet

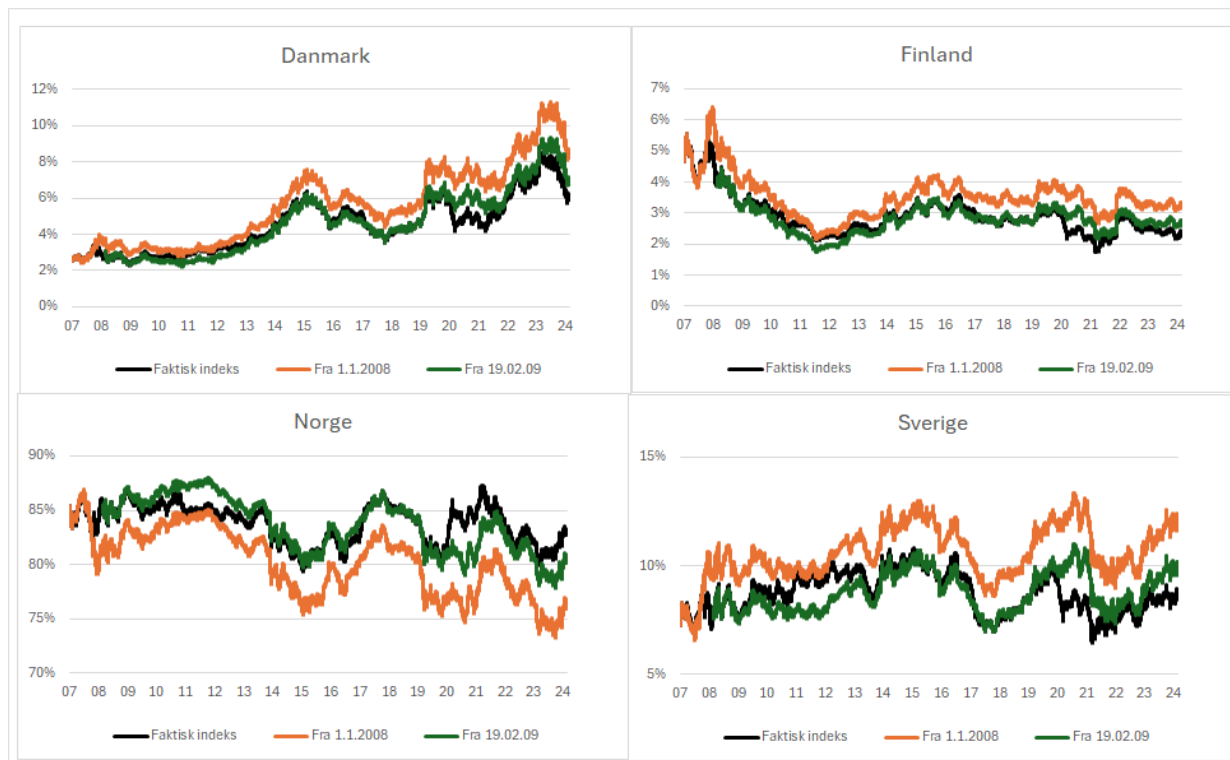
Siri Teigum
Styrets leder

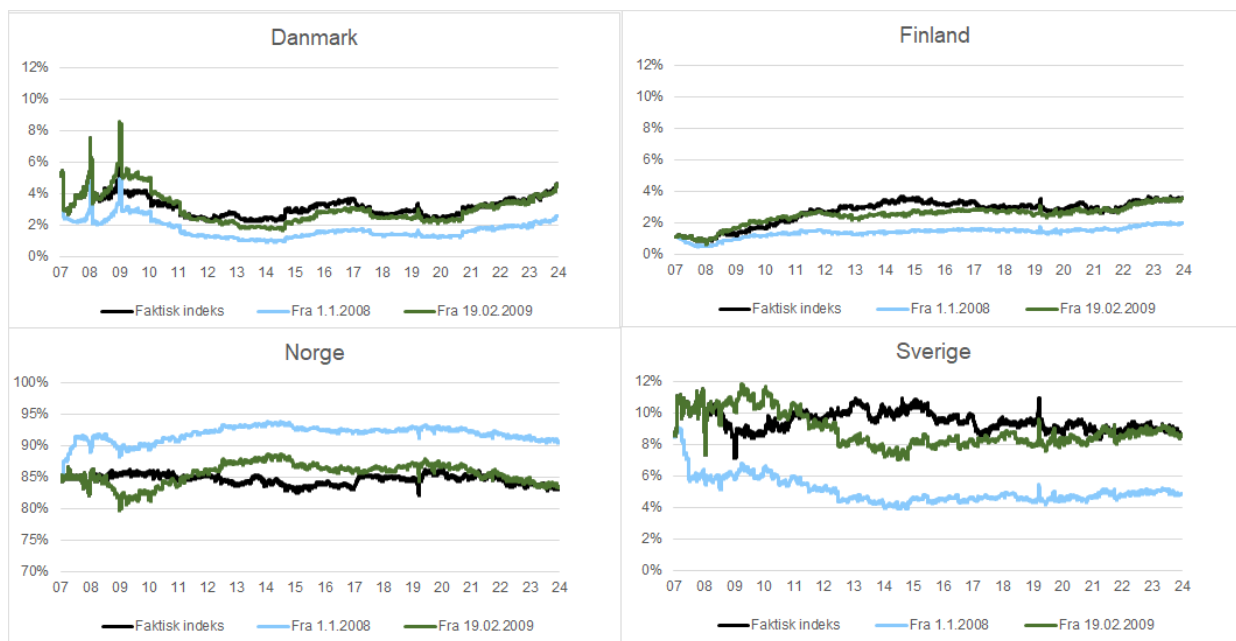
Kjetil Houg
Administrerende direktør

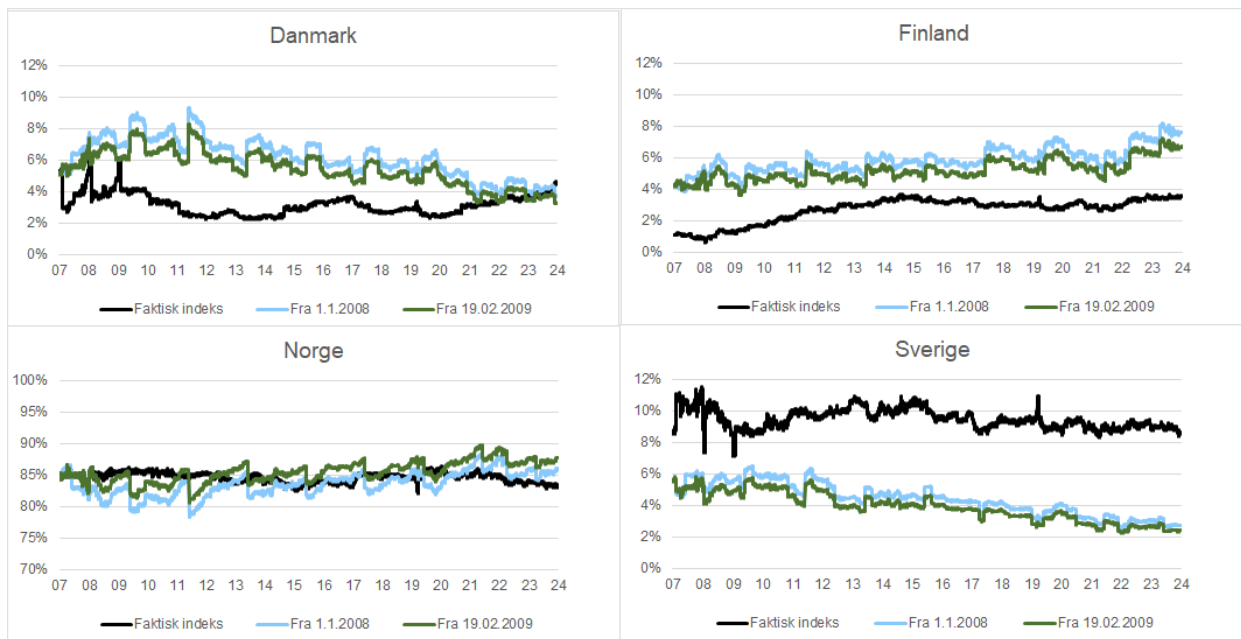
Dokumentet er elektronisk godkjent og har ikke håndskrevet signatur

Vedlegg, landfordeling obligasjonsindekser:

Figur 8: Landfordeling for aksjeindeksen ved flytende vektor



Figur 9: Landfordeling privat obligasjonsindeks ved flytende vekter

Figur 10: Landfordeling statsobligasjonsindeks ved flytende vektor

Landfordeling for faktisk indeks for obligasjoner som vises i figur 5 for privat obligasjonsindeks og i figur 6 for statsobligasjonsindeks og i figur 9 og 10 over, er lik. Når vi fremover foreslår en fast statsandel på 30 prosent ved inngangen til hver måned, blir landfordelingen statsobligasjoner og private obligasjoner ulik.

Vedlegg, avkastningsegenskaper egenkapitalbevisindeksen:**Avkastningsegenskaper, 1996-2024**

I de to tabellene nedenfor ser vi deskriptiv statistikk for indeksen OSEBX, indeksen for egenkapitalbevis (OSEEX), DNB, en norsk kredittindeks (GANOR) og en norsk statsindeks (TSYNOR). I dette utvalget har vi brukt månedlige data fra starten av 1996 til slutten av 2024. Første observasjon for GANOR er 31. juli 2000.

Deskriptiv statistikk

	OSEBX	OSEEX	DNB	GANOR	TSYNOR
Antall observasjoner	347	347	347	293	347
Median	15.60	17.40	21.96	5.40	2.28
Aritmetisk gjennomsnitt	11.16	15.12	17.88	3.60	2.64
Standardavvik	19.50	17.18	28.44	7.03	11.60
Skjevhet	-1.04	-0.31	-0.22	-0.25	0.06
Kurtose	3.49	2.86	3.27	0.88	0.20
Sharpe ratio	0.57	0.88	0.63	0.51	0.23

Korrelasjonsmatrise

	OSEBX	OSEEX	DNB	GANOR	TSYNOR
OSEBX	1.00	0.61	0.71	0.20	0.28
OSEEX	0.61	1.00	0.65	0.27	0.27
DNB	0.71	0.65	1.00	0.27	0.34
GANOR	0.20	0.27	0.27	1.00	0.81
TSYNOR	0.28	0.27	0.34	0.81	1.00

Avkastningsegenskaper, etter Sparebanken NOR omdannes til aksjebank

I de to tabellene nedenfor ser vi deskriptiv statistikk for indeksen OSEBX, indeksen for egenkapitalbevis (OSEEX), DNB, en norsk kredittindeks (GANOR) og en norsk statsindeks (TSYNOR). I dette utvalget har vi brukt månedlige data fra juli 2002 til slutten av 2024.

Deskriptiv statistikk

	OSEBX	OSEEX	DNB	GANOR	TSYNOR
Antall observasjoner	269	269	269	269	269
Median	17.64	17.28	20.16	3.72	1.08
Aritmetisk gjennomsnitt	12.36	14.52	16.32	3.00	2.28
Standardavvik	18.88	17.49	27.54	7.17	11.92
Skjevhet	-1.03	-0.17	-0.05	-0.22	-0.01
Kurtose	3.67	3.05	3.59	0.82	0.03
Sharpe ratio	0.65	0.83	0.59	0.42	0.19

Korrelasjonsmatrise

	OSEBX	OSEEX	DNB	GANOR	TSYNOR
OSEBX	1.00	0.62	0.73	0.25	0.36
OSEEX	0.62	1.00	0.64	0.29	0.30
DNB	0.73	0.64	1.00	0.29	0.37
GANOR	0.25	0.29	0.29	1.00	0.81
TSYNOR	0.36	0.30	0.37	0.81	1.00

Avkastningsegenskaper, etter finanskrisen

I de to tabellene nedenfor ser vi deskriptiv statistikk for indeksen OSEBX, indeksen for egenkapitalbevis (OSEEX), DNB, en norsk kredittindeks (GANOR) og en norsk statsindeks (TSYNOR). I dette utvalget har vi brukt månedlige data fra juli 2009 til slutten av 2024.

Deskriptiv statistikk

	OSEBX	OSEEX	DNB	GANOR	TSYNOR
Antall observasjoner	185	185	185	185	185
Median	14.28	17.40	20.16	1.68	-3.24
Aritmetisk gjennomsnitt	11.28	16.44	16.68	1.08	-1.32
Standardavvik	14.31	15.90	23.24	6.86	11.81
Skjevhet	-0.49	-0.34	-0.10	-0.25	0.13
Kurtose	1.85	2.44	1.40	0.28	-0.29
Sharpe ratio	0.79	1.03	0.72	0.16	-0.11

Korrelasjonsmatrise

	OSEBX	OSEEX	DNB	GANOR	TSYNOR
OSEBX	1.00	0.65	0.74	0.37	0.51
OSEEX	0.65	1.00	0.69	0.31	0.38
DNB	0.74	0.69	1.00	0.34	0.45
GANOR	0.37	0.31	0.34	1.00	0.83
TSYNOR	0.51	0.38	0.45	0.83	1.00

Avkastningsegenskaper, etter SR-Bank ble aksjebank

I de to tabellene nedenfor ser vi deskriptiv statistikk for indeksen OSEBX, indeksen for egenkapitalbevis (OSEEX), DNB, en norsk kredittindeks (GANOR) og en norsk statsindeks (TSYNOR). I dette utvalget har vi brukt månedlige data fra starten av 2012 til slutten av 2024.

Deskriptiv statistikk

	OSEBX	OSEEX	DNB	GANOR	TSYNOR
Antall observasjoner	155	155	155	155	155
Median	15.60	17.40	21.96	0.84	-4.44
Aritmetisk gjennomsnitt	10.80	17.40	17.04	0.48	-3.12
Standardavvik	13.13	15.24	22.00	6.48	11.60
Skjevhet	-0.74	-0.56	-0.17	-0.15	0.19
Kurtose	3.06	3.18	2.04	0.33	-0.26
Sharpe ratio	0.82	1.14	0.77	0.07	-0.27

Korrelasjonsmatrise

	OSEBX	OSEEX	DNB	GANOR	TSYNOR
OSEBX	1.00	0.62	0.74	0.32	0.47
OSEEX	0.62	1.00	0.71	0.24	0.34
DNB	0.74	0.71	1.00	0.24	0.40
GANOR	0.32	0.24	0.24	1.00	0.82
TSYNOR	0.47	0.34	0.40	0.82	1.00