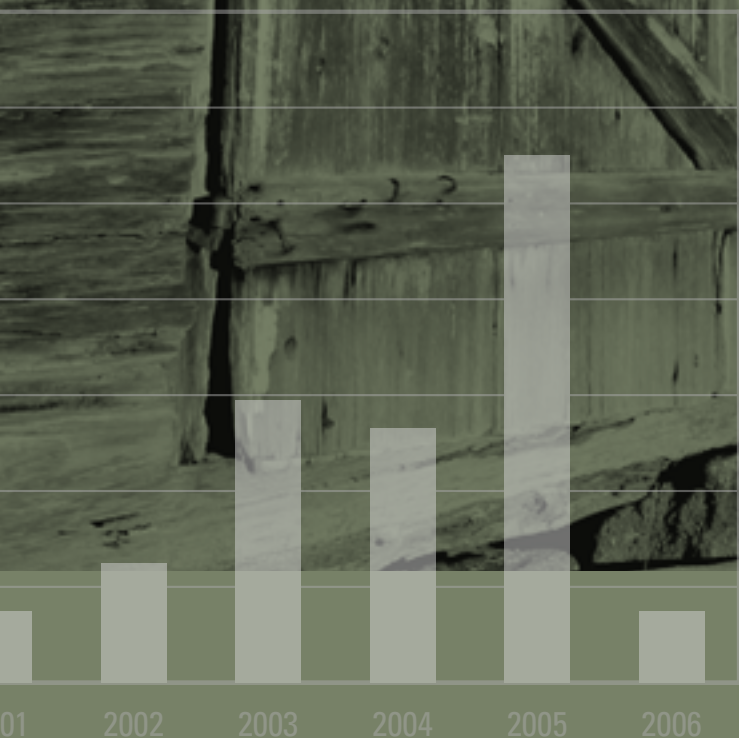


# Norges Bank Investment Management

Årsrapport 2006

Statens pensjonsfond – Utland  
Norges Banks valutareserver  
Statens petroleumsforsikringsfond

# 06



**NBIM**

Norges Bank Investment Management

	<b>Nøkkeltall 2006</b> .....	<b>2</b>
	<b>Forord: De første 10 årene</b> .....	<b>3</b>
<b>Beretningsdel</b>	<b>1 Hovedtall 2006</b> .....	<b>5</b>
	<b>2 Markedsutviklingen i 2006</b> .....	<b>9</b>
	<b>3 Fondsrapportering</b> .....	<b>13</b>
	3.1 Statens pensjonsfond – Utland .....	14
	3.2 Norges Banks valutareserver .....	30
	3.3 Statens petroleumsforsikringsfond .....	36
	<b>4 Eierskap og etikk</b> .....	<b>39</b>
	4.1 Utøvelse av eierskap .....	40
	4.2 Uttrekk av selskaper .....	48
	<b>5 Organisering og regnskap</b> .....	<b>49</b>
	5.1 Styringsmodell og organisering .....	50
	5.2 Ansatte i NBIM .....	53
	5.3 Lønns- og insentivsystem .....	53
	5.4 Regnskapsrapportering .....	55
	<b>Uttalelse fra Norges Banks revisjon</b> .....	<b>60</b>
<b>Beholdningslister</b>	<b>Finnes på Norges Banks internettsider (www.nbim.no)</b>	
<b>Temadel</b>	<b>Erfaringer med den interne aksjeforvaltningen</b> .....	<b>62</b>
	<b>Satsningsområder for eierskapsutøvelsen: selskapsstyring, barn og miljø</b> .....	<b>68</b>
	<b>Stemmegivning – hvorfor og hvordan?</b> .....	<b>74</b>
	<b>Tidligere publiserte artikler</b> .....	<b>82</b>
	Artiklene finnes på Norges Banks internettsider under Kapitalforvaltning	

## Statens pensjonsfond – Utland. Nøkkeltall 2006

### Markedsverdi i norske kroner per 31.12.2006

Totalporteføljen	1783,7 mrd.
Aksjeporteføljen	725,9 mrd.
Renteporteføljen	1057,8 mrd.

### Overføringer fra Finansdepartementet i 2006

288,3 mrd. kroner

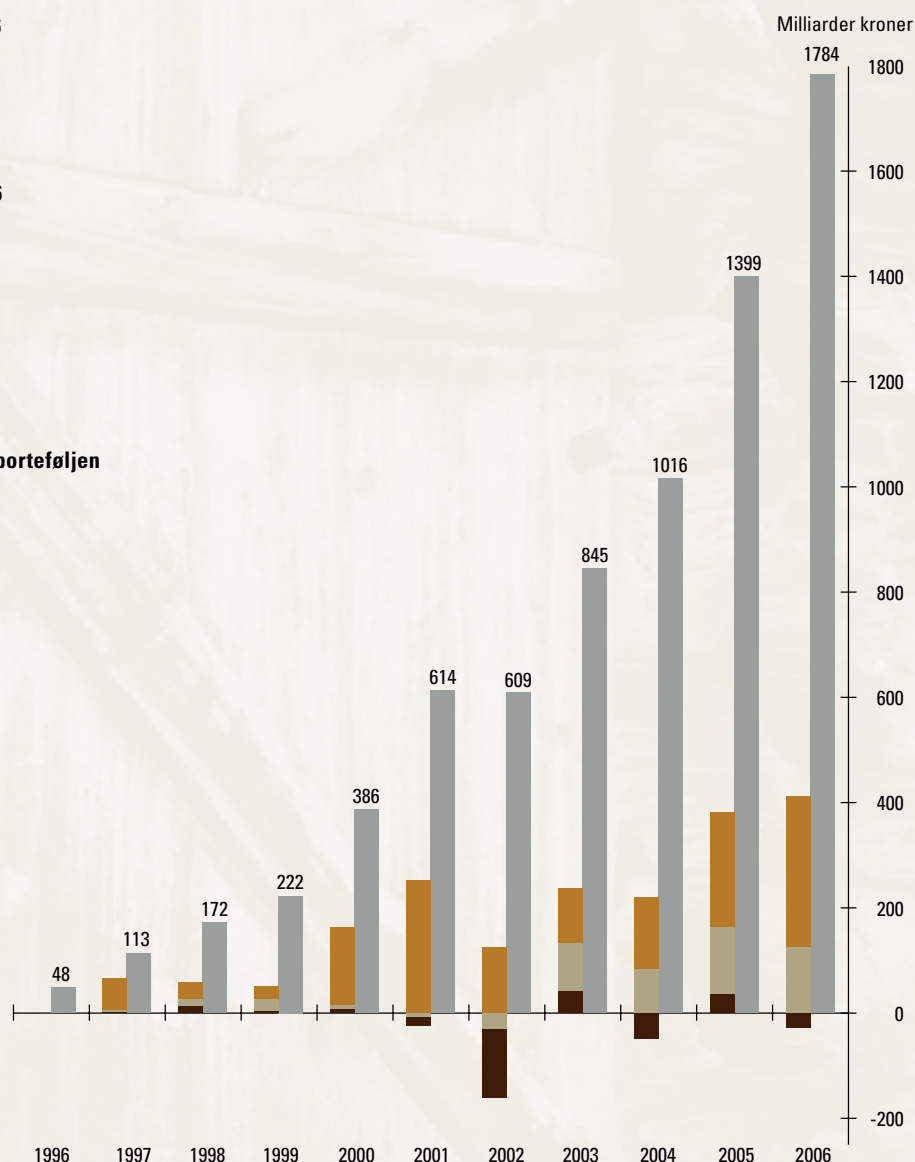
### Avkastning 2006 målt i internasjonal valuta

Totalt	7,9 %
Aksjeporteføljen	17,0 %
Renteporteføljen	1,9 %

### Brutto meravkastning i forhold til referanseporteføljen

0,15 prosentpoeng

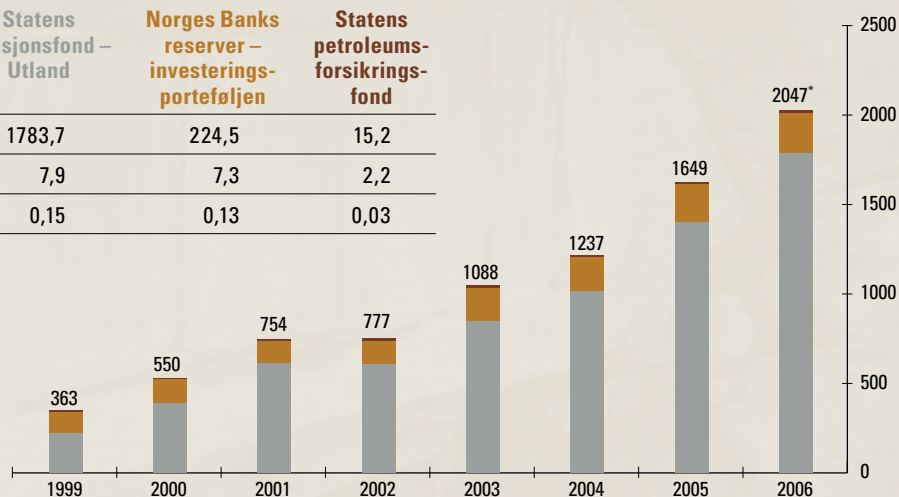
■ Tilførsel  
■ Avkastning i valuta  
■ Virkning av kronekurs  
■ Kapital 31.12



## Samlet kapital under forvaltning. Nøkkeltall 2006

	Statens pensjonsfond – Utland	Norges Banks reserver – investeringsporteføljen	Statens petroleumsforsikringsfond
Markedsverdi 31.12.2006 (mrd. kroner)	1783,7	224,5	15,2
Avkastning 2006 i valutakurven (%)	7,9	7,3	2,2
Meravkastning (prosentpoeng)	0,15	0,13	0,03

■ Forsikringsfondet  
■ Investeringsporteføljen  
■ Pensjonsfondet



\* Inkluderer verdien av valutareservenes petrobufferportefølje, som var 23,7 milliarder kroner per 31.12.2006.

## De første 10 årene

I mai 1996 foretok Finansdepartementet det første innskuddet på kontoen til det som da het Statens petroleumsfond. Fra nær 2 milliarder kroner den gangen er fondet økt til 1784 milliarder. Fondet skiftet navn til Statens pensjonsfond – Utland ved inngangen til 2006, men den overordnede funksjon og investeringsstrategi er videreført.

Ti år er kort tid til å vurdere den langsiktige strategien for forvaltningen av pensjonsfondet. I årene 1997 til 2006 var den nominelle gjennomsnittlige avkastningen 6,5 prosent, og realavkastning etter forvaltningskostnader nær 4,6 prosent. Rundt 40 prosent av porteføljen har siden 1998 bestått av internasjonale aksjer, mens 60 prosent har vært plassert i obligasjoner. Aksjer har bidratt klart mest til avkastningen til tross for at kursfallet fra 2000 til inn i 2003 var det kraftigste i de globale aksjemarkedene siden mellomkrigstiden. Norges Bank anbefalte i fjor Finansdepartementet å øke andelen aksjer i den strategiske referanseporteføljen.

Samtidig med at pensjonsfondet startet aksjeinvesteringene i 1998, opprettet Norges Bank et eget område, Norges Bank Investment Management (NBIM). Foruten den operative forvaltningen av fondet for Finansdepartementet forvalter NBIM også mesteparten av bankens valutareserver samt Statens petroleumsforsikringsfond for Olje- og energidepartementet. I denne årsrapporten presenterer vi for første gang de samlede resultatene i NBIMs forvaltning. Ved siste årsskifte var samlet kapital under forvaltning 2047 milliarder kroner.

Forvaltningen i 2006 var preget av god avkastning på pensjonsfondet og bankens valutareserver. Det skyldes videre oppgang i de internasjonale aksjemarkedene. For det fjerde året på rad steg kursene i det globale aksjemarkedet med et tosifret tall – siste året rundt 17 prosent. Obligasjonsmarkedene viste en svak utvikling med nær 2 prosent i markedsavkastning.

Finansdepartementet har definert en referanseportefølje for pensjonsfondet som resultatene i Norges Banks forvaltning måles mot. Referanseporteføljen består av svært mange internasjonale aksjer og obligasjoner. Ved valget av denne bestemmer departementet også brorparten av forventet avkastning og risiko i forvaltningen.

NBIM har bidratt til å øke pensjonsfondets avkastning med 0,48 prosentpoeng i årlig gjennomsnitt utover avkastningen på referanseporteføljen. Dette tilsvarer 28,9 milliarder kroner samlet. Den aktive forvaltningen har ikke økt fondets absolutte markedsrisiko. Det har vært meravkastning i hvert av de ni årene. Meravkastningen i 2006 ble 0,15 basispunkter.

Etter at Finansdepartementet i siste del av 2004 fastsatte nye etiske retningslinjer for forvaltningen av pensjonsfondet, har Norges Bank trappet opp arbeidet med å ivareta eierrettighetene i de bedrifter og markeder der vi er investert. I et eget kapittel og to temaartikler gjøres det nærmere rede for aktivitetene i 2006 og planer og prioriteringer for arbeidet videre.

Kapitalforvaltning er blitt en svært viktig del av Norges Banks virksomhet. Hovedstyret oppdaterte siste år strategien for den videre utviklingen av NBIM. Ambisjonen er å være blant verdens beste forvaltningsbedrifter. Målet er å skape betydelige verdier ved aktiv forvaltning av porteføljene. Tilflyt av nye midler og løpende forvaltning skal drives effektivt og betryggende. Utøvelsen av eierskap skal sikre finansielle verdier og bidra til høye etiske normer i selskapene. Det skal fortsatt gjøres store investeringer i utviklingen av organisasjon, kompetanse og effektive informasjonssystemer.

Tillit er svært viktig i forvaltningen av så betydelige beløp for fremtidige generasjoner. Norges Bank legger stor vekt på at forvaltningen skjer med høy integritet og betryggende kostnadskontroll. Det var i 2006 – som i alle tidligere år – ingen vesentlige brudd på retningslinjene satt for de porteføljene vi forvalter.

Åpen og fullstendig informasjon er en av forutsetningene for høy tillit. Med denne årsrapporten, som er avgitt av hovedstyret i Norges Bank, ønsker vi å legge frem materiale som gir et godt grunnlag til å vurdere det arbeidet Norges Bank gjør innen internasjonal kapitalforvaltning.



Svein Gjedrem  
sentralbanksjef



Knut N. Kjær  
direktør Norges Bank  
Investment Management



## 1 – Hovedtall 2006

### Statens pensjonsfond – Utland

Statens pensjonsfond – Utland er en videreføring av Statens petroleumsfond som ble opprettet i 1990.

Formålet med Statens pensjonsfond – Utland er å understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter og å underbygge langsiktige hensyn ved anvendelse av statens petroleumsinntekter. Finansdepartementet har delegert den operative forvaltningen av fondet til Norges Bank. Den operative forvaltningen utføres av Norges Bank Investment Management (NBIM), som er et eget virksomhetsområde i Norges Bank.

#### Hovedtall for 2006

I 2006 var *avkastningen* av Statens pensjonsfond – Utland 7,9 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen av aksjeporteføljen var 17,0 prosent og avkastningen av porteføljen av rentebærende instrumenter 1,9 prosent. Målt i norske kroner var fondets avkastning 5,9 prosent. Forskjellen mellom avkast-

ning målt i internasjonal valuta og avkastning målt i norske kroner er kursutviklingen på norske kroner, som ikke har noen betydning for fondets langsiktige internasjonale kjøpekraft.

Norges Bank oppnådde en *meravkastning* på 0,15 prosentpoeng sett i forhold til den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Det var særlig den interne aksje- og renteforvaltningen som bidro til meravkastningen. Den eksterne aksjeforvaltningen bidro til å trekke ned resultatet i 2006. Dette var det niende året på rad med meravkastning.

Ved utgangen av 2006 var fondets *markedsverdi* 1784 milliarder kroner. Det var en økning på 384 milliarder fra inngangen til året. Fondet fikk tilført midler for 288 milliarder kroner fra Finansdepartementet, og avkastningen på investeringene bidro med en verdiøkning på 124 milliarder kroner. Verdien av de valutaene fondet er investert i, falt i forhold til norske kroner, noe som førte til en reduksjon av fondets kroneverdi med 28 milliarder kroner.

#### Avkastningen i perioden 1997–2006

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland er vist i tabell 1-1. Siden 1997 har den gjennomsnittlige årlige nominelle avkastningen vært 6,49 prosent, målt i internasjonal valuta. Avkastningen har vært positiv i åtte og negativ i to av disse årene. I 1997 var fondet kun investert i rentebærende statspapirer, mens porteføljen siden 1998 har bestått av både aksjer og rentebærende verdipapirer. I årene 1998–2006 har den gjennomsnittlige nominelle årlige avkastningen på rente- og aksjeporteføljen vært henholdsvis 5,37 prosent, og 7,02 prosent.

Realavkastningen er nominell avkastning fratrukket prisstigning. For hele fondet har den årlige realavkastningen siden 1997 vært 4,67 prosent. Forvaltningskostnadene har i gjennomsnitt vært 0,09 prosent av forvaltningskapitalen. Siden 1997 er dermed årlig netto realavkastning fratrukket forvaltningskostnader 4,58 prosent.

Figur 1-1 viser utviklingen i gjennomsnittlig årlig netto realavkastning for den

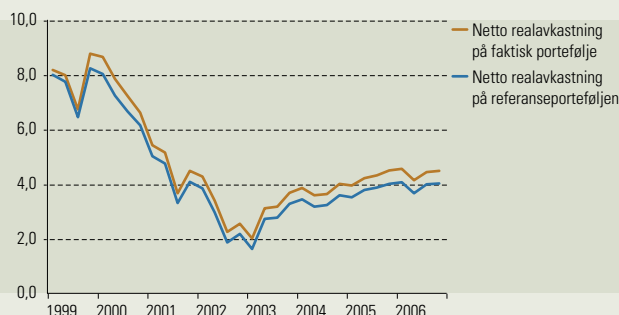
Tabell 1-1: Årlig nominell og reell avkastning målt i fondets valutakurv 1997–2006. Prosent

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	1997–2006
Nominell avkastning											
- Aksjeporteføljen	–	12,85	34,81	–5,82	–14,58	–24,39	22,84	13,00	22,49	17,04	7,02*
- Renteporteføljen	9,07	9,31	–0,99	8,41	5,04	9,90	5,26	6,10	3,82	1,93	5,37*
<b>- Totalporteføljen</b>	<b>9,07</b>	<b>9,26</b>	<b>12,44</b>	<b>2,49</b>	<b>–2,47</b>	<b>–4,74</b>	<b>12,59</b>	<b>8,94</b>	<b>11,09</b>	<b>7,92</b>	<b>6,49</b>
Prisstigning**	1,75	0,92	1,28	2,02	1,17	1,91	1,57	2,37	2,33	2,14	1,75
<b>Reell avkastning</b>	<b>7,19</b>	<b>8,26</b>	<b>11,02</b>	<b>0,46</b>	<b>–3,59</b>	<b>–6,53</b>	<b>10,85</b>	<b>6,41</b>	<b>8,57</b>	<b>5,65</b>	<b>4,67</b>
Forvaltningskostnader***	0,04	0,06	0,09	0,11	0,07	0,09	0,10	0,11	0,11	0,10	0,09
<b>Netto realavkastning</b>	<b>7,15</b>	<b>8,20</b>	<b>10,93</b>	<b>0,35</b>	<b>–3,66</b>	<b>–6,62</b>	<b>10,75</b>	<b>6,30</b>	<b>8,46</b>	<b>5,55</b>	<b>4,58</b>

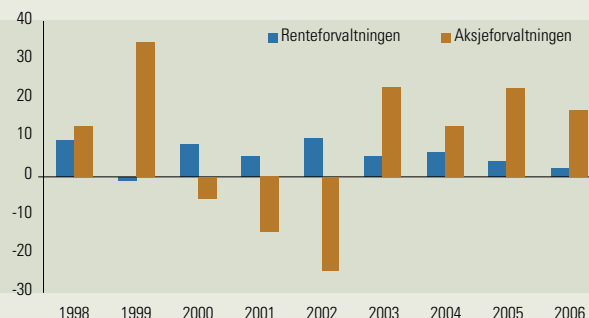
\* 1998–2006.

\*\* Veid gjennomsnitt av konsumprisveksten i de landene som i vedkommende år inngår i fondets referanseportefølje.

\*\*\* Kostnadene inkluderer honorarer til eksterne forvaltere for oppnådd meravkastning.



Figur 1-1: Gjennomsnittlig årlig netto realavkastning for Statens pensjonsfond – Utland fra 1997. Prosent



Figur 1-2: Årlig avkastning i aksje- og renteporteføljene målt i Pensjonsfondets valutakurv 1998–2006. Prosent

faktiske porteføljen og for referanseporteføljen. Forskjellen mellom disse to kurvene uttrykker meravkastningen i Norges Banks forvaltning.

Prosentvis årlig avkastning siden 1998 for aksje- og renteporteføljene målt i fondets internasjonale valutakurv fremgår av figur 1-2. I seks av disse ni årene har det vært positiv avkastning på aksjeporteføljen, mens det har vært positiv avkastning på renteinvesteringene i alle år med unntak av 1999.

Fondets akkumulerte avkastning i perioden 1. januar 1998 til utgangen av 2006 var 336 milliarder kroner. Det er vist ved det skraverte feltet i figur 1-3. 222 milliarder eller 66 prosent av den akkumulerte avkastningen kommer fra aksjeplasseringene som har stått for rundt 40 prosent av porteføljen. Den røde linjen i figuren viser utviklingen i akkumulert avkastning av aksjeinvesteringene. I perioden august 2001 til november 2004 var det negativ akkumulert avkastning fra aksjeforvaltningen. Det er den sterke kursutviklingen i aksjemarkedene de siste fire årene som har bidratt til avkastningen. Markedsverdien på aksjeholdningen ved utgangen av året var 32 prosent høyere enn den gjennomsnittlige kjøpskursen.

Den blå linjen i figuren viser at avkastningen på renteinvesteringene har hatt en langt mer stabil utvikling. Akkumulert avkastning av renteinvesteringene var 114 milliarder kroner ved utgangen av året. Markedsverdien på renteporteføljen ved utgangen av året var 15 prosent høyere enn den gjennomsnittlige kjøpskursen.

Meravkastning hvert kvartal fra og med 1998 er vist i figur 1-4. Norges Bank

har oppnådd meravkastning i 26 av 36 kvartaler siden fondet første gang plasserte midler i aksjer. Siden 1998 har akkumulert avkastning på referanseporteføljen vært 65,1 prosent, mens den faktiske avkastningen har vært 72,0 prosent (jf. figur 1-4). Akkumulert brutto meravkastning har vært på til sammen 6,9 prosentpoeng, som i beløp tilsvarer 28,9 milliarder kroner. Den gjennomsnittlige årlige meravkastningen siden 1998 har vært 0,48 prosent.

### Norges Banks valutaeserver

Valutaeserverne skal kunne brukes til intervensjoner i valutamarkedet som ledd i gjennomføringen av pengepolitikken eller ut fra hensynet til finansiell stabilitet. Reservene er delt inn i en pengemarkedsportefølje og en investeringsportefølje. I tillegg inngår det en petrobufferportefølje som skal samle opp de løpende kjøpene av valuta til Statens pensjonsfond – Utland. I Norges Bank forvaltes investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen av NBIM, mens pengemarkedsporteføljen på rundt 6,5 milliarder kroner forvaltes av Norges Bank Pengepolitikk (PPO).

#### Hovedtall for 2006

I 2006 var avkastningen av investeringsporteføljen 7,3 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen av aksjeporteføljen var 17,0 prosent og avkastningen av renteporteføljen 1,8 prosent. Målt i norske kroner var porteføljens avkastning 5,2 prosent. Forskjellen mellom avkastning målt i internasjonal valuta og avkastning målt i norske kroner er kurs-

utviklingen på norske kroner, som ikke har noen betydning for porteføljens langsiktige internasjonale kjøpekraft.

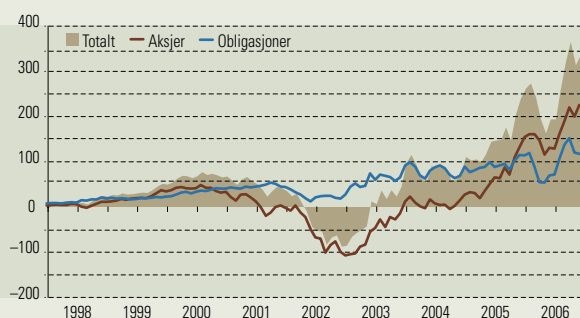
NBIM oppnådde en meravkastning på 0,13 prosentpoeng sett i forhold til den referanseporteføljen som Norges Banks hovedstyre har fastsatt. Det var særlig den interne renteforvaltningen som bidro til meravkastningen. Aksjeforvaltningen bidro til å trekke ned resultatet i 2006.

Ved utgangen av 2006 var porteføljens markedsverdi 225 milliarder kroner. Det var en økning på 13 milliarder fra inngangen til året. Porteføljen fikk tilført midler for 2 milliarder, og avkastningen av investeringene bidro med en verdiøkning på 15,5 milliarder kroner, mens en sterkere kronekurs reduserte verdien målt i kroner med 4,5 milliarder kroner.

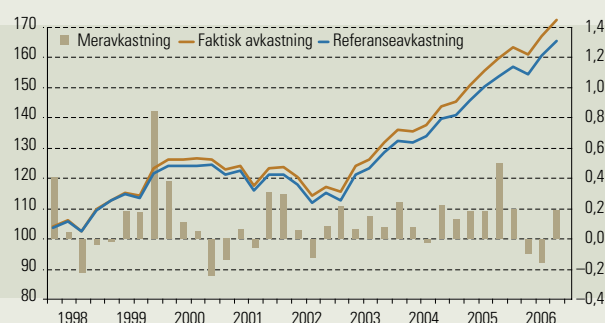
#### Avkastningen i perioden 1998–2006

Den prosentvise avkastningen av investeringsporteføljen fra og med 1998 er vist i tabell 1-2. Til og med 2000 var hele porteføljen investert i rentebærende statspapirer. Fra 2001 har porteføljen inneholdt aksjer, og i 2006 ble aksjeandelen økt fra 30 til 40 prosent. Fra 2002 inneholder porteføljen også ikke-statsgaranterte rentebærende verdipapirer. Siden 1998 har porteføljen hatt en gjennomsnittlig årlig nominell avkastning på 5,95 prosent målt i internasjonal valuta. I de seks årene det har vært aksjer i porteføljen, har aksjeporteføljen hatt en årlig gjennomsnittlig avkastning på 2,98 prosent. Renteporteføljen har i samme periode hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 5,31 prosent.

Siden 1998 har årlig brutto realavkastning vært 4,10 prosent. Forvaltnings-



Figur 1-3: Akkumulert avkastning av Pensjonsfondet 1998–2006. Milliarder kroner



Figur 1-4: Pensjonsfondet. Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (venstre akse), og kvartalsvis meravkastning i prosentpoeng (høyre akse) 1998–2006

Tabell 1-2: Årlig nominell og reell avkastning målt i investeringsporteføljens valutakurv 1998–2006. Prosent

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gj.snitt 1998–2005
Nominell avkastning										
- Aksjeporteføljen	NA	NA	NA	-14,80	-26,36	20,48	11,85	20,53	17,02	2,98*
- Renteporteføljen	9,78	-1,14	8,49	5,11	10,14	4,51	6,15	4,12	1,83	5,31*
<b>- Totalporteføljen</b>	<b>9,78</b>	<b>-1,14</b>	<b>8,49</b>	<b>2,44</b>	<b>2,17</b>	<b>8,28</b>	<b>7,75</b>	<b>9,08</b>	<b>7,30</b>	<b>5,95</b>
Prisstigning**	0,94	1,35	2,11	1,33	2,03	1,51	2,41	2,37	1,99	1,78
<b>Brutto realavkastning</b>	<b>8,76</b>	<b>-2,45</b>	<b>6,24</b>	<b>1,10</b>	<b>0,15</b>	<b>6,67</b>	<b>5,22</b>	<b>6,55</b>	<b>5,21</b>	<b>4,10</b>
Forvaltningskostnader***	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
<b>Netto realavkastning</b>	<b>8,70</b>	<b>-2,52</b>	<b>6,18</b>	<b>1,03</b>	<b>0,08</b>	<b>6,60</b>	<b>5,16</b>	<b>6,49</b>	<b>5,15</b>	<b>4,04</b>

\* 2001–2006.  
 \*\* Veid gjennomsnitt av konsumprisveksten i de land som i vedkommende år inngår i referanseporteføljen.  
 \*\*\* Kostnadene inkluderer honorarer til eksterne forvaltere for oppnådd meravkastning.

kostnadene har i gjennomsnitt vært 0,06 prosent av forvaltningskapitalen. Årlig netto realavkastning siden 1998 har vært 4,04 prosent.

Fondets akkumulerte avkastning i perioden 1. januar 1998 til utgangen av 2006 var 73 milliarder kroner. Det er vist ved det skraverte feltet i figur 1-5. 23 milliarder eller 32 prosent av den akkumulerte avkastningen kommer fra aksjeplasseringene. Den røde linjen i figuren viser utviklingen i akkumulert avkastning av aksjeinvesteringene. Fra januar 2001 til april 2005 var det negativt akkumulert avkastning av aksjeinvesteringene.

Den blå linjen i figuren viser at avkastningen av renteinvesteringene har hatt en langt mer stabil utvikling. Akkumulert avkastning av renteinvesteringene var 50 milliarder kroner ved utgangen av året. Det tilsvarer 68 prosent av den samlede akkumulerte avkastningen i perioden.

Fra 1998 har investeringsporteføljens brutto meravkastning vært positiv i 27 av 36 kvartaler (jf. figur 1-6). Siden 1998

har akkumulert avkastning av referanseporteføljen vært 65,5 prosent, mens den faktiske avkastningen har vært 68,3 prosent. Akkumulert brutto meravkastning målt i valutakurven har vært på til sammen 2,8 prosentpoeng, som tilsvarer 2,1 milliarder kroner.

#### Petrobufferporteføljen

Petrobufferporteføljen er en del av Norges Banks valutaeserver. Formålet med porteføljen er å sørge for en hensiktsmessig tilførsel av nye midler til Statens pensjonsfond – Utland. Porteføljen bygges opp løpende gjennom valutaoverføringer til Norges Bank fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og de valutakjøp Norges Bank selv foretar i markedene for å dekke Pensjonsfondets valutabehov. Det er ikke fastsatt noen særskilt referanseportefølje for petrobufferporteføljen. Med unntak for desember måned overføres det normalt midler til Pensjonsfondet hver måned. Avkastningen på petrobufferporteføljen i 2006 var 1,9 prosent målt

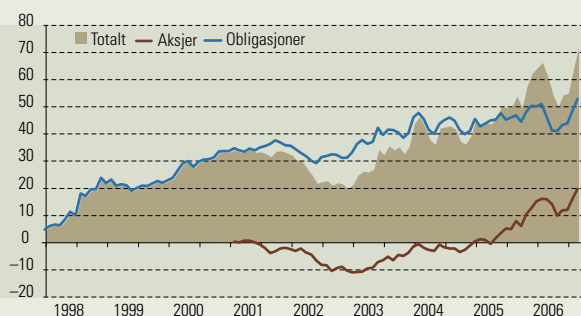
i norske kroner. Markedsverdien ved utgangen av året var 23 688 millioner kroner.

#### Statens petroleumsforsikringsfond

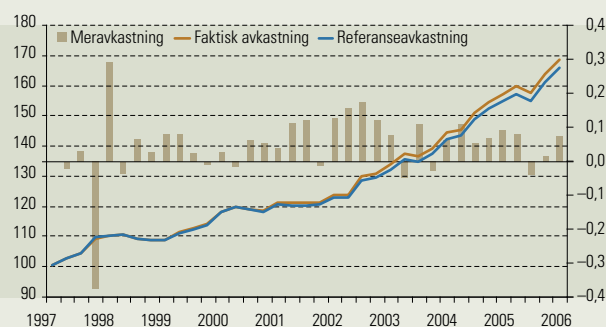
Statens petroleumsforsikringsfond skal være en reserve for utbetalinger til dekning av skader og ansvar som rammer staten i egenskap av å være direkte økonomisk deltaker i petroleumsvirksomheten. Etter loven om Statens petroleumsforsikringsfond har Norges Bank ansvar for den operative forvaltningen. Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift og skriftlige retningslinjer fra Olje- og energidepartementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale som ytterligere regulerer forholdet mellom departementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter. Retningslinjer og forvaltningsavtale er tilgjengelig på Norges Banks nettsted.

#### Hovedtall for 2006

I 2006 var avkastningen av Statens petro-



Figur 1-5: Akkumulert avkastning av investeringsporteføljen 1998–2006. Milliarder kroner



Figur 1-6: Investeringsporteføljen. Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (31.12.1997 = 100, venstre akse), og kvartalsvis brutto meravkastning i prosentpoeng (høyre akse) 1998–2006



leumsforsikringsfond 2,2 prosent målt i internasjonal valuta. Målt i norske kroner var porteføljens avkastning 1,3 prosent. Forskjellen mellom avkastning målt i internasjonal valuta og avkastning målt i norske kroner er kursutviklingen på norske kroner, som ikke har noen betydning for porteføljens langsiktige internasjonale kjøpekraft.

Norges Bank oppnådde en *meravkastning* på 0,03 prosentpoeng sett i forhold til referanseporteføljen som Olje- og energidepartementet har fastsatt. Fondet investeres kun i renteinstrumenter, og hele fondet forvaltes internt etter en indekseringsstrategi.

Ved utgangen av 2006 var fondets *markedsverdi* 15,2 milliarder kroner, noe som var en økning på 1 milliard i løpet av året. Det var premieinnbetalinger fra staten på 1,2 milliarder kroner, og skadeutbetalingene var på 462 millioner kroner.

## Samlet meravkastning 2,8 milliarder kroner i 2006

Forvaltningen i NBIM måles løpende mot referanseporteføljer fastsatt av oppdragsgiverne. Et viktig mål for forvaltningen er over tid å oppnå noe høyere avkastning på de faktiske porteføljene enn på referanseporteføljene. I 2006 var det meravkastning i forvaltningen av både Statens pensjonsfond – Utland, investeringsporteføljen og Statens petroleumforsikringsfond. Meravkastningen var i alt på 2,8 milliarder kroner i den samlede forvaltningen.<sup>1)</sup>

**Tabell 1-3: Avkastning målt i NOK og risiko per 31.12.2006. Annualisert**

	2006	2004–2006	2002–2006	1998–2006
<b>Avkastning/meravkastning*</b>				
Pensjonsfondet	5,89	7,94	4,07	5,92
Referanseportefølje	5,74	7,36	3,57	5,44
Meravkastning	0,15	0,58	0,50	0,48
<b>Investeringsporteføljen</b>				
Referanseportefølje	5,05	6,43	4,04	5,49
Meravkastning	0,13	0,19	0,29	0,20
<b>Forsikringsfondet</b>				
Referanseportefølje	1,34	2,59	4,34	3,45
Meravkastning	1,31	2,47	4,21	3,37
Meravkastning	0,03	0,13	0,13	0,08
<b>Standardavvik**</b>				
Pensjonsfondet	8,95	8,37	9,29	8,52
Investeringsporteføljen	8,98	8,07	8,06	7,15
Forsikringsfondet	8,15	7,31	7,23	6,52
<b>Relativ volatilitet***</b>				
Pensjonsfondet	0,37	0,34	0,31	0,38
Investeringsporteføljen	0,14	0,15	0,17	0,23
Forsikringsfondet	0,04	0,06	0,07	0,15
<b>Informasjonsrate (IR)****</b>				
Pensjonsfondet	0,39	1,60	1,58	1,22
Investeringsporteføljen	0,85	1,15	1,65	0,82
Forsikringsfondet	0,64	1,98	1,79	0,50

\* Ved beregning av avkastning på faktisk portefølje og referanseportefølje er det brukt månedlige avkastningstall som er kjedet sammen ved bruk av geometrisk metode. Tallene er i prosent og annualiserte. Meravkastningen er beregnet ved bruk av aritmetisk metode.

\*\* Standardavviket er et mål på svingningene i avkastningen/meravkastningen i en periode. Hvert månedlige avkastnings-/meravkastningstall sammenlignes med gjennomsnittet for perioden. Jo høyere standardavvik, desto større svingninger i forhold til gjennomsnittet og høyere risiko.

\*\*\* Begrepet relativ volatilitet er forklart i kapittel 3.1.7.

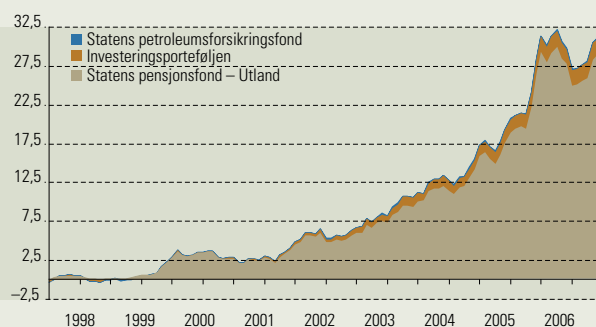
\*\*\*\* IR er et mål på risikjustert avkastning og er en indikator på dyktighet i kapitalforvaltning. IR beregnes som forholdstallet mellom meravkastningen og den faktiske relative markedsrisikoen som porteføljen har hatt. IR viser hvor høy meravkastning man har fått igjen for hver risikoenhets.

Figur 1-7 viser akkumulert meravkastning siden etableringen av NBIM januar 1998. Det samlede bidraget i perioden er 31,1 milliarder kroner. Det fordeler seg med 28,9 milliarder i Statens pensjonsfond – Utland, 2,1 milliarder i investe-

ringsporteføljen og 0,1 milliard kroner i Statens petroleumforsikringsfond.

Tabell 1-3 gir en oversikt over avkastning og risiko siden 1.1.1998 for de porteføljene som NBIM forvalter.

<sup>1)</sup> Det er ikke kompensert for NBIMs kostnader ved innfasing av nye midler og ved porteføljetilpasninger bestemt av oppdragsgiverne. For 2006 er kostnadene beregnet til 651 millioner kroner.



**Figur 1-7: Akkumulert brutto meravkastning fra 1998–2006. Milliarder kroner**



## 2.1 Den makroøkonomiske utviklingen

Den økonomiske veksten i verdensøkonomien var fortsatt høy i 2006, selv om det mot slutten av året kom indiksjoner på at de siste tre årenes høykonjunktur var i ferd med å avta. Veksttakten i den amerikanske økonomien falt, mens aktivitetsnivået i Japan og særlig i euroområdet tok seg opp. Veksten jevnet seg dermed ut mellom de store regionene. Den inneværende oppgangskonjunktoren har vært den sterkeste på flere tiår, med økende produksjon og fallende arbeidsledighet i de fleste industriland. Kapasitetsutnyttelsen har økt, noe som tradisjonelt har bidratt til å presse opp priser og lønninger. De fleste industrilandene har ulike varianter av inflasjonsmål for pengepolitikken, og sentralbankene i de største økonomiene hevet signalrentene i 2006. USA som har ledet an i oppgangskonjunktoren, avsluttet perioden med rentehevinger i midten av året, mens andre sentrale land fortsatte tilstrammningen gjennom året. Det er mye som tyder på at de kortsiktige rentene når toppen på et lavere nivå enn ved tidligere konjunkturoppganger.

Ett særtrekk ved denne oppgangsperioden er at prisstigningen har holdt seg relativt lav. Det kan dels ha sammenheng med høy tillit til sentralbankenes politikk og lave inflasjonsforventninger, men den voksende globaliseringen har også hatt betydning. Økt import fra lavkostland har bidratt til å holde innenlandsk prisvekst nede, og lønnsveksten er blitt dempet gjennom risikoen for utflagging av arbeidsplasser til land med lavere kostnadsnivå. Disse faktorene har bidratt til å dempe lønnsveksten. Imidlertid har prisene steget betydelig innen visse sek-

torer i økonomien. Det gjelder særlig sektorer i tilknytning til råvarer, eiendom og transporttjenester.

Etter flere år med sterk økonomisk oppgang kom det i 2006 signaler om avtakende vekst i USA. Den lavere veksten i USA hadde særlig sammenheng med at de siste årenes oppgang i boligmarkedet avtok. Nybygging og omsetning av boliger falt markert, og prisstigningen flatet ut.

Nedgangen i boligmarkedet er delvis motvirket av økte investeringer og høyere sysselsetting i bedriftene. Stigende aksjekurser og reduserte energipriser mot slutten av året bidro til å øke husholdningenes formue og disponible realinntekt. Det private forbruket som har vært den viktigste vekstfaktoren i amerikansk økonomi de seneste årene, er stimulert av lavere oljepriser og nedgang i de langsiktige rentene. Lavere rentenivå har gitt husholdningene mulighet til å frigjøre egenkapital gjennom refinansiering av boliglån.

Etter å ha satt opp styringsrenten 17 ganger siden juni 2004 har den amerikanske sentralbanken holdt styringsrenten uendret på 5,25 prosent siden juni 2006. Sentralbanken har i sine rentebegrunnelser gradvis signalisert at veksten er i ferd med å avta og dermed også inflasjonspresset.

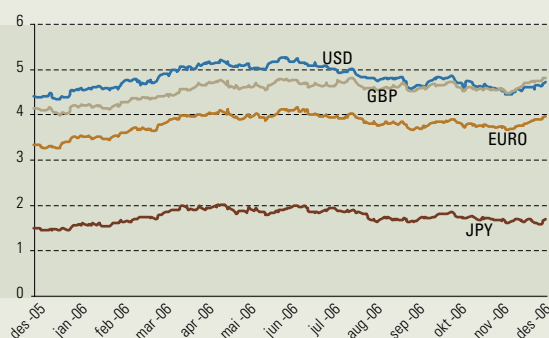
Den økonomiske veksten innenfor euroområdet tiltok i 2006, og oppgangen var den sterkeste siden 2000. Eksport av varer og tjenester har vært den viktigste drivkraften, men private investeringer og privat konsum har også bidratt. I Tyskland ble momsen hevet fra 16 til 19 prosent 1. januar 2007, noe som kan

ha bidratt til veksten i forbruket mot slutten av 2006. God lønnsomhet i bedriftene og lave renter har bidratt til vekst i investeringene. Sysselsettingen har økt, og arbeidsledigheten har falt til det laveste nivået siden 2001. Lønnsveksten har vært moderat, og med nedgang i energiprisene falt inflasjonen under 2 prosent mot slutten av året. Den europeiske sentralbanken (ECB) hevet styringsrenten fem ganger i løpet av året til et nivå på 3,50 prosent ved utgangen av 2006.

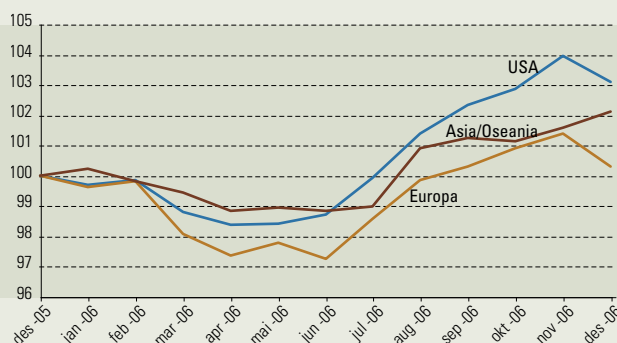
I Storbritannia holdt veksten i industriproduksjonen seg oppe, mens det var tegn til en noe svakere vekst i detaljhandelen de siste månedene av året. Boligprisene steg fortsatt, mens omsetningen av boliger flatet noe ut. Det har vært en betydelig innvandring til Storbritannia fra de nye EU-landene, noe som har bidratt til å holde lønnsveksten nede. Inflasjonstakten har ligget på i overkant av 2 prosent, og den britiske sentralbanken hevet styringsrenten til 5 prosent i løpet av året.

Japan hadde en positiv økonomisk utvikling i 2006. Det var god vekst i BNP, og arbeidsledigheten var fallende. Pressetendenser begynte å gjøre seg gjeldende i økonomien. Det ble større knapphet på kvalifisert arbeidskraft, og det var spredte tegn til lønns- og prisvekst. Boligprisene begynte å stige igjen etter over ti år med prisfall. Etter en lang periode med et rentenivå nær null, hevet sentralbanken målet for utlånsrenten til 0,25 prosent i juli.

Den viktigste drivkraften bak den økonomiske veksten i Japan har tradisjonelt vært eksporten, i første rekke til nærområdene i Asia. For eksempel står



**Figur 2-1: Utviklingen i de viktigste rentemarkedene i 2006.**  
Rentene på tiårs statspapirer. Prosent per år  
Kilde: Morgan Markets



**Figur 2-2: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene i 2006 (31.12.2005 = 100)**  
Kilde: Lehman Brothers

Kina for 15 prosent av Japans eksport, en dobling i løpet av fem år. Mange av bedriftene i Japan opererer tett på kapasitetstegrensen.

Kinas globale økonomiske betydning blir større og større år for år, og veksten i BNP var på over 10 prosent i 2006. Fortsatt oppgang i investeringene og økning i nettoeksporten var de viktigste faktorene bak oppgangen. Kinas viktigste vekstdriver de siste årene har likevel vært åpningen mot resten av verden, noe som har lagt grunnlaget for Kinas videre industrialisering. For å dempe faren for overoppheting gjennomførte myndighetene innstramningstiltak på flere områder. Tilgangen på tomter i noen områder er blitt begrenset, kravet til egenkapital i investeringsprosjekter er økt, og styringsrenten og primærreservekravene er hevet.

Også i India er veksten høy. Det skyldes i første rekke vekst i tjenestesektoren, som utgjør i overkant av 50 prosent av produksjonen. Jordbruket sysselsetter over halvparten av arbeidsstyrken, og har hatt en langt mer moderat utvikling. Innen tjenesteproduksjonen er det tegn til et strammere arbeidsmarked for kvalifisert arbeidskraft, noe som kan legge en demper på veksten på kort sikt.

**Tabell 2-1: Avkastningen på FTSEs verdensindeks for aksjer i 2006, målt mot amerikanske dollar, norske kroner og i internasjonal valutakurv. Prosent**

	USD	NOK	Valutakurv*
Olje og gass	21,51	11,74	13,87
- av dette utvinning og raffinering av olje og gass	22,60	12,74	14,90
Råvarer	32,54	21,88	24,21
Generell industri	20,58	10,88	13,00
Forbruksvarer	23,09	13,18	15,35
Helsetjenester	10,75	1,83	3,78
- av dette farmasi og bioteknologi	12,96	3,87	5,85
Forbrukstjenester	16,64	7,25	9,31
- av dette detaljhandel	7,11	-1,51	0,37
- av dette medier	25,40	15,31	17,52
Telekommunikasjon	35,09	24,22	26,60
- av dette "fast linje"-telekommunikasjon	36,34	25,37	27,77
Energi og vannforsyning	37,85	26,76	29,18
Finansielle tjenester	25,46	15,37	17,57
- av dette banker	25,39	15,30	17,51
- av dette forsikring	18,48	8,95	11,04
- av dette øvrige finansielle tjenester	23,07	13,17	15,33
Informasjonsteknologi	11,89	2,88	4,85
- av dette programvare og tjenester	14,13	4,95	6,96
- av dette maskinvare og IT-utstyr	10,70	1,79	3,74
<b>Totalt**</b>	<b>22,06</b>	<b>12,24</b>	<b>14,39</b>

\* Valutakurven har samme sammensetning som referansporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland.

\*\* Sammensetningen av Pensjonsfondets referansportefølje er forskjellig fra FTSEs verdensindeks, og avkastningen vil dermed være forskjellig.

## 2.2 Utviklingen i rentemarkedene

I 2006 steg rentene på statsobligasjoner med ti års løpetid med mellom 0,6 og 0,7 prosentpoeng i euroområdet og Storbritannia, med 0,3 prosentpoeng i USA og med 0,2 prosentpoeng i Japan. Figur 2-1 viser at nivået på tiårsrentene var stigende i første halvår og fallende i

andre halvår av 2006. Rentenedgangen i andre halvår hadde sammenheng med reduserte inflasjonsforventninger og at sentralbanken i USA avsluttet perioden med rentehevinger. Lavere tiårsrenter i USA førte til at avkastningskurven ble brattere, ved at renteforskjellen mellom kortsiktige

og langsiktige renter ble større.

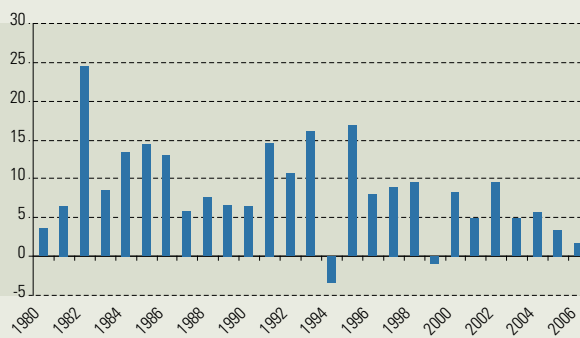
Figur 2-2 viser utviklingen i verdien på Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindekser i 2006. I USA var avkastningen i 2006 på 3,1 prosent, i Europa på 0,3 prosent og i Asia på 2,1 prosent.



**Figur 2-3: Differansen mellom renten på kreditt- og statspapirer (kredittspredan) i USA de siste fire årene. Basispunkter**

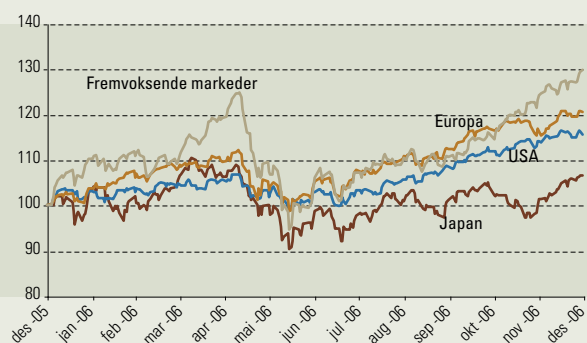
\* Selskapspapirer med kredittvurdering AAA fra Standard&Poor's.

Kilde: Lehman Brothers



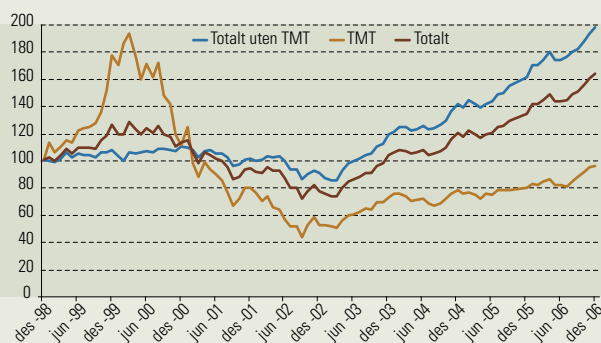
**Figur 2-4: Avkastning i rentemarkedene 1980–2006 målt i internasjonal valutakurv.\* Prosent per år**

\* Valutakurven har samme sammensetning som referansporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland.



**Figur 2-5: Verdiutviklingen på FTSEs aksjeindekser i hovedmarkedene i 2006 (31.12.05 = 100)**

Kilde: FTSE



**Figur 2-6: FTSE global aksjeindeks 1998–2006. Totalt og sektorene teknologi, medier og telekommunikasjon (TMT) (31.12.1998 = 100)**

Kilde: FTSE

Renteforskjellen mellom kreditt- og statsobligasjoner har ikke endret seg vesentlig i 2006 totalt. Forskjellen økte i forbindelse med kursnedgangen i aksjemarkedene i mai og juni. I andre halvår var det en gradvis reduksjon av renteforskjellen til et nivå noe under nivået ved inngangen til året. De siste tre årene har renteforskjellen variert mellom 80 og 100 basispunkter, som i historisk sammenheng er meget lavt (jf. figur 2-3).

Figur 2-4 viser avkastningen i rentemarkedene hvert år siden 1980. I denne perioden var avkastningen i gjennomsnitt 8,5 prosent per år. Avkastningen i 2006 var 1,7 prosent, og bare i 1994 og i 1999 var avkastningen lavere.

Tidlig i 1980-årene var det uvanlig høye inflasjonsrater og rentenivåer. De seneste årene har vært preget av lav inflasjon og lave renter, noe som forklarer at den nominelle avkastningen på rentepapirer har vært lavere de siste årene enn hva som var tilfelle tidlig i perioden.

## 2.3 Utviklingen i aksjemarkedene

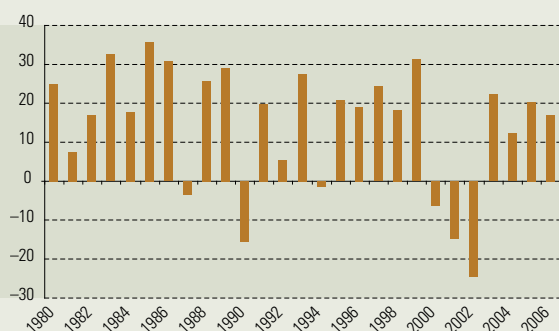
Kursoppgangen i de globale aksjemarkedene som startet våren 2003, fortsatte gjennom 2006. Avkastningen på en aksjeportefølje med samme sammensetning som referanseindeksen til Statens pensjonsfond – Utland ble 17,1 prosent i 2006 mot 20,3 prosent i 2005. Oppgangen var særlig sterk i Europa og i USA, der kursene steg med henholdsvis 20,5 og 15,7 prosent. I Japan var kursoppgangen 6,6 prosent. En indeks bestående av 24 fremvoksende aksjemarkeder hadde en oppgang på 29,9 prosent i 2006. For de fleste markedene var kursutviklingen særlig sterk i andre halvår etter kursfallet i mai/juni (jf. figur 2-5).

Tabell 2-1 viser at det i 2006 var positiv utvikling i alle hovedsektorer. Energi- og vannforsyning, telekommunikasjon og råvarer hadde den sterkeste utviklingen, mens det var en svakere ut-

vikling for helsetjenester og informasjonsteknologi.

Figur 2-6 illustrerer den betydningen sektorene teknologi, medier og telekommunikasjon (TMT-sektorene) har hatt for aksjeindeksene de siste syv årene. Disse sektorene hadde sterk kursstigning fra 1999 og frem til forsommeren 2000. Deretter falt aksjekursene i TMT-sektorene sterkere. De siste tre årene har aksjekursene i TMT-sektorene hatt en utvikling som er noe svakere enn de øvrige sektorene i FTSEs verdensindeks.

Figur 2-7 viser avkastningen i aksjemarkedet hvert år siden 1980. I denne perioden har avkastningen i gjennomsnitt vært 14,6 prosent per år. Avkastningen i 2006 var 17,1 prosent og dermed høyere enn gjennomsnittet.



**Figur 2-7: Avkastning i aksjemarkedene 1980–2006. Målt i prosent mot internasjonal valutakurv\***

\* Valutakurven har samme sammensetning som referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland.



## 3.1 Statens pensjonsfond – Utland

### 3.1.1 Mandat

Statens pensjonsfond – Utland er en videreføring av Statens petroleumsfond som ble opprettet av Stortinget i 1990. Det første innskuddet på 2 milliarder kroner ble gjort i 1996. Navnet ble endret fra 1. januar 2006. Samtidig forandret Finansdepartementet retningslinjene for forvaltningen av fondet. De viktigste endringene var økt maksimal eierandel i aksjeselskaper til 5 prosent (tidligere 3 prosent), opphevelse av minimum kredittvurdering for selskapsobligasjoner (tidligere krav om minimum BBB "investment grade") og at råvarebaserte kontrakter og fondsandeler ble tillatt for investeringer.

I revidert nasjonalbudsjett 2006 offentliggjorde departementet beslutningen om å endre regionvektene for fondets plasseringer. Referanseporteføljen for aksjer fikk etter dette en sammensetning med 15 prosent i Asia/Oseania, 50 prosent i Europa og 35 prosent i Amerika/Afrika. Referanseporteføljen for obligasjoner fikk en sammensetning med 5 prosent i Asia/Oseania, 60 prosent i Europa og 35

### Fondets investeringer

(land og valutaer som inngår i referanseporteføljen per 31.12.2006, er kursivert):

#### Aksjer notert på en regulert markedsplass i følgende land:

Europa: *Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Island, Italia, Kypros, Luxemburg, Nederland, Polen, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tsjekkia, Tyrkia, Tyskland, Ungarn og Østerrike.*

Amerika: *Brasil, Canada, Chile, Mexico og USA.*

Asia og Oseania: *Australia, Filippinene, Hong Kong, India, Indonesia, Israel, Japan, Kina, Malaysia, New Zealand, Singapore, Sør-Korea, Taiwan og Thailand.*

Afrika: *Sør-Afrika.*

#### Renteinvesteringer utstedt i en valuta til følgende land:

Europa: *Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Island, Italia, Kypros, Luxemburg, Nederland, Polen, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tsjekkia, Tyskland, Ungarn og Østerrike.*

Amerika: *Canada, Mexico og USA.*

Asia og Oseania: *Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore og Sør-Korea.*

Afrika: *Sør-Afrika.*

### Sammensetningen av referanseporteføljen

Fondets referanseportefølje gjenspeiler Finansdepartementets nøytrale investeringsstrategi. De to aktivklassene aksjer og renter representeres i referanseporteføljen ved indekser i de ulike landene og valutaene. Indeksene er i sin tur satt sammen av enkeltaksjer og enkeltobligasjoner på en måte som gjør at indeksene skal reflektere verdiutviklingen i hhv. aksjemarkedet og rentemarkedet. Referanseporteføljen er et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen og for å vurdere resultatene av Norges Banks forvaltning.

Den strategiske referanseporteføljen for Statens pensjonsfond – Utland er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for store og mellomstore selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindekser i valutaene til 21 land (se

egen ramme med faktisk referanseportefølje). Aksjer utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen for fondet, mens rentebærende instrumenter utgjør 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på børsen i Asia/Oseania 15 prosent, Europa 50 prosent og Amerika/Afrika 35 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 5 prosent i Asia/Oseania, 60 prosent i Europa og 35 prosent i Amerika.

Aktivklasse- og regionvektene endres fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på papirene som inngår i referanseporteføljen. Til og med 2001 ble vektene i referanseporteføljen alltid brakt tilbake til det strategiske utgangspunktet i forbindelse med kvartalsvise tilførsler av nye midler til fondet. Fra januar 2002 endret

Finansdepartementet retningslinjene slik at tilførsler av nye midler skjer månedlig. De månedlige tilførslene skal brukes til å bringe aktivklasse- og regionvektene så langt tilbake mot de opprinnelige vektene som mulig, men ikke slik at det blir nødvendig å selge noe fra den eksisterende porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midler bli noe forskjell mellom den strategiske referanseporteføljen beskrevet ovenfor, og den faktiske referanseporteføljen. Den siste er det løpende grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen i fondet.

Dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen, utløses full rebalansering. Det ble ikke gjennomført slik rebalansering i 2006.

## Dokumentasjon på Internett

Norges Banks nettsted ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)) inneholder loven om Statens pensjonsfond, Finansdepartementets forskrift og utfyllende bestemmelser og retningslinjer departementet har gitt. Nettstedet inneholder dessuten alle rapporter som er publisert om forvaltningen av fondet, og dessuten bakgrunnstoff om fondets strategi og om organiseringen av kapitalforvaltningen i Norges Bank.

prosent i Amerika. Innfasingen av nye regionvekter skjedde over tid og ble avsluttet i tredje kvartal 2006.

Finansdepartementet fastsatte i november 2004 etiske retningslinjer for fondets investeringer. Det etiske grunnlaget skal fremmes gjennom tre virkemidler: *eierskapsutøvelse* for å fremme langsiktig finansiell avkastning, *negativ filtrering* og *uttrekk av selskaper* for å unngå å medvirke til uakseptable brudd på grunnleggende etiske normer. Norges Bank har ansvaret for eierskapsutøvelsen, i samsvar med departementets retningslinjer. Hovedstyret i Norges Bank har vedtatt prinsipper for denne eierskapsutøvelsen. Kapittel 4.1 i rapporten inneholder en omtale av eierskapsutøvelsen. Regjeringen har oppnevnt et etikkråd som skal gi tilrådning til Finansdepartementet om negativ filtrering og uttrekk av selskaper. Departementet fatter endelig vedtak om uttrekk av selskaper og gir instruks til Norges Bank. Kapittel 4.2 gir en samlet oversikt over selskaper som er utelukket fra investeringsuniverset ved utgangen av 2006.

Finansdepartementet har delegert den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland til Norges Bank. Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift og skriftlige retningslinjer fra departementet. Det er dessuten inngått

**Tabell 3-1: Referanseportefølje per 31. desember 2006. I prosent**

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
<b>Vekt aktivklasser</b>	<b>40,0</b>	<b>40,6</b>	<b>60,0</b>	<b>59,4</b>
Belgia		0,8		
Finland		0,9		
Frankrike		8,2		
Hellas		0,5		
Irland		0,6		
Italia		3,3		
Nederland		2,7		
Portugal		0,3		
Spania		3,4		
Tyskland		5,6		
Østerrike		0,4		
<i>Euro-området</i>		<i>26,5</i>		<i>48,1</i>
Storbritannia		16,8		9,8
Danmark		0,6		0,9
Sveits		4,9		0,5
Sverige		2,0		1,1
<b>Sum Europa</b>	<b>50,0</b>	<b>50,8</b>	<b>60,0</b>	<b>60,5</b>
USA		30,4		32,6
Brasil		0,7		
Canada		1,9		2,0
Mexico		0,5		
Sør-Afrika		0,6		
<b>Sum Amerika / Afrika</b>	<b>35,0</b>	<b>34,1</b>	<b>35,0</b>	<b>34,6</b>
Australia		2,3		0,2
Hong Kong		1,3		
Japan		8,7		4,4
New Zealand		0,1		0,1
Singapore		0,4		0,2
Sør-Korea		1,4		
Taiwan		1,1		
<b>Sum Asia / Oseania</b>	<b>15,0</b>	<b>15,1</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>

en forvaltningsavtale som ytterligere regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter. Retningslinjer og forvaltningsavtale finnes på Norges Banks nettsted ([www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)).

Norges Bank skal etter forskriften søke å oppnå høyest mulig avkastning gitt de begrensninger som følger av forskriften. Bankens strategi for å oppnå

meravkastning er presentert i tidligere årsberetninger. Se særlig beretningene for 1999 og 2003. Finansdepartementet holdes orientert om forvaltningen gjennom kvartals- og årsrapporter, som også offentliggjøres.

Finansdepartementet har spesifisert land og valutaer som inngår i fondets referanseportefølje. Referanseporteføljen består av konkrete aksjer og rentebærende verdipapirer og gjenspeiler oppdragsgi-



**Tabell 3-2: Fondets markedsverdi i 2006. Millioner kroner**

	31.12.2005	31.03.2006	30.06.2006	30.09.2006	31.12.2006
Aksjeporteføljen	582 304	606 890	609 879	687 887	725 922
Renteporteføljen	816 746	877 019	895 143	1 024 385	1 057 761
<b>Totalporteføljen</b>	<b>1 399 050</b>	<b>1 483 909</b>	<b>1 505 022</b>	<b>1 712 272</b>	<b>1 783 683</b>

verens investeringsstrategi for Pensjonsfondet. Den er et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen og for å vurdere resultatene av Norges Banks forvaltning. Sammenstillingen av referanseporteføljen og hvordan denne endres, er beskrevet i separat ramme.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen per 31. desember 2006 er vist i tabell 3-1. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

### 3.1.2 Hovedtall for avkastningen i 2006

Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland var 1 783,7 milliarder kroner ved utgangen av 2006. Det var en økning på 384,6 milliarder kroner fra inngangen av året. Fondet fikk tilført midler for 288,3 milliarder kroner fra Finansdepartementet, og avkastningen på investeringene økte verdien med 124,1 milliarder kroner. Verdien av de valutaene fondet er investert i, falt i forhold til norske kroner, noe som bidro til en reduksjon av fondet med 27,8 milliarder kroner. Endringer i kronekursen har imidlertid ikke betyd-

**Tabell 3-3: Overføringer til Statens Pensjonsfond – Utland i 2006. Milliarder kroner**

	Til aksjeporteføljen	Til renteporteføljen	Totalt til fondet
Januar		31,1	31,1
Februar		31,1	31,1
Mars		20,2	20,2
April		21,4	21,4
Mai	24,2		24,2
Juni	8,7	15,3	23,9
Juli	12,7	11,4	24,1
August		24,0	24,0
September	4,0	27,3	31,4
Oktober		30,3	30,3
November	2,9	23,7	26,6
Desember			
<b>Sum for 2006</b>	<b>52,5</b>	<b>235,8</b>	<b>288,3</b>

ning for fondets internasjonale kjøpekraft. Tabell 3-2 viser størrelsen på aksje- og renteporteføljene ved utgangen av hvert kvartal i 2006.

Finansdepartementet tilførte i løpet av året 288,3 milliarder kroner til fondets kronekonto, og motverdien av det ble samtidig tilført fondets portefølje av internasjonale verdipapirer. Fordelingen av tilførselen mellom de to delporteføljene tar sikte på å opprett-

holde aksje- og renteandeler på 40 og 60 prosent i fondet (jf. omtale av rebalanseringsregimet i kapittel 3.1.1). Det fører til at fondet normalt kjøper mer av aktivaklassen som har hatt den svakeste verdiutviklingen. Tabell 3-3 viser at over 80 prosent av tilførselen i 2006 ble investert i rentemarkedene, men at det også ble investert betydelige beløp i aksjemarkedene.

I 2006 var fondets avkastning 7,9

**Tabell 3-4: Avkastningen av fondet for hvert kvartal og for året 2006. I prosent**

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		Meravkastning
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	
1. kvartal	2,24	2,04	0,25	0,06	0,20
2. kvartal	-1,55	-1,45	-3,30	-3,20	-0,10
3. kvartal	3,94	4,09	8,30	8,46	-0,16
Oktober	1,49	1,47	2,56	2,54	0,02
November	0,93	0,79	-2,89	-3,02	0,14
Desember	0,70	0,66	1,27	1,23	0,03
4. kvartal	3,15	2,95	0,86	0,66	0,20
<b>Året 2006</b>	<b>7,92</b>	<b>7,76</b>	<b>5,89</b>	<b>5,74</b>	<b>0,15</b>

## Tilførsler til Pensjonsfondet

Finansdepartementet tilførte midler til Statens pensjonsfond – Utland første gang i mai 1996 etter at statsregnskapet for 1995 viste et overskudd på 2 milliarder kroner. Deretter har det vært overskudd på statsregnskapet hvert år. Finansdepartementet har tilført midler til fondet i samsvar med anslag for hvor stort årets overskudd ville bli. Når det endelige statsregnskapet er klart noen måneder inn i det påfølgende året, blir neste års tilførsler til fondet justert gjennom å korrigere for avviket mellom det som ble tilført i løpet av året, og endelige avsetninger til fondet. Avsetningen i statsregnskapet har variert fra om lag 26 milli-

arder kroner i 1999 til mer enn 257 milliarder i 2001. I 2006 var faktisk tilførsel 288 milliarder kroner, noe som er den høyeste årlige tilførselen til fondet. Samlet for årene 1995–2006 er fondet tilført 1443 milliarder kroner.

Høyre kolonne i tabellen viser andelen av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten som er blitt værende igjen i fondet. I årene 2000 og 2001 ble nesten hele kontantstrømmen værende igjen i fondet, mens i årene 2002–2004 var denne andelen på omlag 2/3 av kontantstrømmene. I 2005 og 2006 økte andelen til 80 prosent.

Regnskapsår	Faktisk tilførsel i løpet av året*	Endelig avsetning i statsregnskapet	Andel av statens oljeinntekter som blir værende igjen i fondet. Prosent
1995	–	1 981	5
1996	47 476	44 213	63
1997	60 900	64 019	71
1998	32 837	27 982	62
1999	24 423	26 133	59
2000	149 838	150 519	94
2001	251 189	257 017	99
2002	125 354	115 828	68
2003	103 911	110 819	64
2004	138 162	132 539	65
2005	220 286	221 276	80
2006	288 298		81**
Sum 1995–2006	1 442 674		

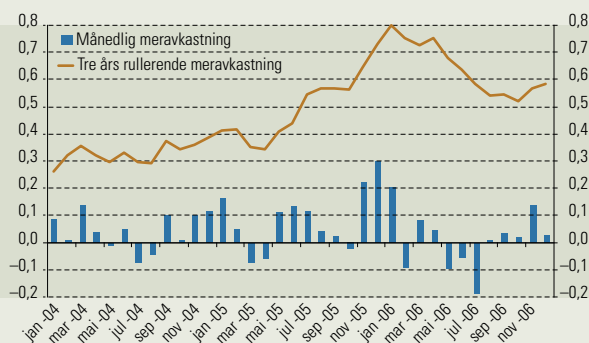
\* Fratrukket forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank

\*\* Foreløpig anslag basert på ny saldering av statsbudsjettet 2006

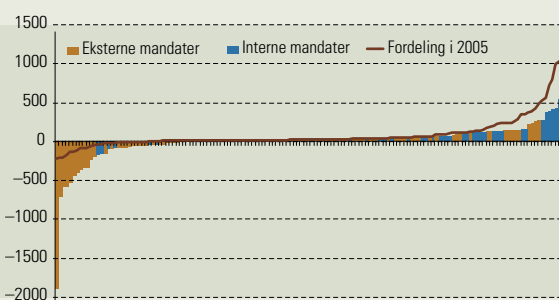
prosent målt i den valutakurven som tilsvarer sammensetningen av referanseporteføljen. I absolutt beløp var avkastningen målt i valutakurven 124,1 milliarder kroner. Med unntak av andre kvartal da det var en kraftig kursnedgang i de internasjonale aksjemarkedene, var avkastningen positiv i alle kvartalene i 2006 (jf. tabell 3-4). Særlig i andre halvår var det høy avkastning av fondet. Siste kolonne i tabell 3-4 viser differansen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Det var mindrevkastning i andre og tredje kvartal, mens det var meravkastning i første og fjerde kvartal. For året sett under ett var meravkastningen på 0,15 prosentpoeng. Dette tilsvarer om lag 2,5 milliarder kroner.

Det er vanlig å vurdere meravkastning i kapitalforvaltning over en lengre tids-horisont enn ett år. Linjen i figur 3-1 viser utviklingen i tre års rullerende meravkastning de siste tre årene. Ved utgangen av 2006 var annualisert meravkastning basert på tall fra de siste tre årene 0,58 prosentpoeng.

Det var særlig den interne aksjeforvaltningen som bidro til meravkastningen i 2006. Den eksterne aksjeforvaltningen hadde i motsetning til 2005 et svakt år, noe som medførte at avkastningen på aksjeinvesteringene samlet ble noe lavere enn avkastningen på referanseporteføljen. Både den eksterne, og særlig den interne renteforvaltningen, bidro positivt til meravkastningen i 2006 (jf. tabell 3-5). Samlet sett var meravkastningen i den interne forvaltningen høyere i 2006 enn i 2005.



Figur 3-1: Månedlig (høyre akse) og annualisert akkumulert meravkastning (venstre akse) de siste 36 måneder. Prosent



Figur 3-2: Enkeltmandaters bidrag til meravkastningen i 2006. Millioner kroner

**Tabell 3-5: Bidragene til brutto meravkastning i 2006. Prosentpoeng**

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	-0,32	0,31	-0,01	-0,05
Renteforvaltningen	0,03	0,13	0,16	0,24
<b>Samlet</b>	<b>-0,29</b>	<b>0,44</b>	<b>0,15</b>	

**Tabell 3-6: Bidragene til brutto meravkastning etter fratreck av driftskostnader i 2006. Prosentpoeng**

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	-0,37	0,29	-0,08	-0,20
Renteforvaltningen	0,02	0,11	0,13	0,22
<b>Samlet</b>	<b>-0,35</b>	<b>0,40</b>	<b>0,05</b>	

**Tabell 3-7: Annualisert bidrag til brutto meravkastning 2004–2006. Prosentpoeng**

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	0,18	0,20	0,38	0,95
Renteforvaltningen	0,04	0,16	0,20	0,32
<b>Samlet</b>	<b>0,22</b>	<b>0,36</b>	<b>0,58</b>	

**Tabell 3-8: Bidragene til brutto meravkastning etter fratreck av driftskostnader 2004–2006. Prosentpoeng**

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	0,13	0,18	0,31	0,78
Renteforvaltningen	0,03	0,14	0,17	0,28
<b>Samlet</b>	<b>0,16</b>	<b>0,32</b>	<b>0,48</b>	

**Tabell 3-9: Informasjonsraten 2004–2006**

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt
Aksjeforvaltningen	0,48	1,44	1,08
Renteforvaltningen	1,69	2,58	2,77
<b>Samlet</b>	<b>0,61</b>	<b>2,55</b>	<b>1,60</b>

Figur 3-2 viser hvert enkelt internt forvaltede og eksternt forvaltede mandats bidrag målt i kroner til meravkastningen i 2006. De orange stolpene viser eksternt forvaltede mandater, mens de blå stolpene viser internt forvaltede. Det var en stor overvekt av eksternt forvaltede mandater som bidro negativt til meravkastningen i 2006. Linjen i figuren viser fordelingen

av enkeltmandaters bidrag til meravkastningen i 2005. Fordelingen i 2005 var klart mer gunstig, med flere mandater med høy meravkastning og færre med store negative bidrag.

Tabell 3-6 viser meravkastningsbidragene etter fratreck av driftskostnader for 2006. Samlede driftskostnader for forvaltningen av fondet var 1526 millioner

## Transaksjonskostnader

Norges Bank estimerer transaksjonskostnader ved innfasing av nye midler til fondet og ved endringer i referanseporteføljen besluttet av Finansdepartementet. Nye midler blir overført til fondet i form av kontanter. Når midlene blir investert i verdipapirer (aksjer og obligasjoner), vil man pådra seg både direkte og indirekte kostnader. I tråd med vanlig markedspraksis er det fra og med 2005 valgt en modell der direkte og indirekte transaksjonskostnader beregnes hver for seg (jf. egen temaartikkel i årsberetningen for 2004). Indirekte transaksjonskostnader består av tre hovedkomponenter: likviditetskostnader, markeds påvirkninger og alternativkostnader. Norges Banks modell beregner transaksjonskostnadene i renteporteføljen ved hele forskjellen mellom kjøps- og salgskurser. Indirekte transaksjonskostnader i aksjeporteføljen estimeres ved StockFactsPro®. Markeds påvirkning i rentemarkedet er en funksjon av sektor, markedsforhold, transaksjonsstørrelse, størrelse på utstedt lån og likviditeten til utstederen. I de fleste tilfeller kan bidragene fra disse variablene neglisjeres.

kroner eller 9,8 basispunkter av gjennomsnittlig forvaltet beløp i 2006 (se nærmere omtale i kapittel 3.1.7). Meravkastningen etter fratreck for påløpte driftskostnader er på om lag 1,0 milliard kroner.

I løpet av de siste tre årene har den annualiserte meravkastningen vært 0,58 prosent (jf. tabell 3-7). Aksjeforvaltningen samlet har bidratt med om lag 66 prosent av meravkastningen. Den interne aksje- og renteforvaltningen har bidratt klart mer enn den eksterne forvaltningen.

**Tabell 3-10: Estimert netto verdiskaping ved aktiv forvaltning. Prosentpoeng**

<b>Brutto meravkastning</b>	<b>0,15</b>
+ Transaksjonskostnader ved indeksering	0,04
+ Andre transaksjonskostnader	0,04
- Ekstra kostnader ved aktiv forvaltning	0,07
- Utlånsinntekter ved indeksforvaltning	0,04
<b>= Verdiskaping ved aktiv forvaltning</b>	<b>0,12</b>

Tabell 3-8 viser meravkastningsbidragene etter fratrukk av påløpte driftskostnader for treårsperioden 2004–2006. Samlede driftskostnader for forvaltningen av fondet i denne perioden var 3748 millioner kroner eller 10,3 basispunkter av gjennomsnittlig forvaltet beløp i perioden.

Informasjonsraten beregnes som forholdet mellom meravkastning og markedsrisiko. Den viser hvor høy meravkastning som er oppnådd, sett i forhold til risikoen som er brukt. Tabell 3-9 viser informasjonsraten, eller risikojustert meravkastning, for de ulike resultatområdene i perioden 2004–2006.

Brutto meravkastning er sammenlignbar med meravkastningen andre forvaltere rapporterer. Den gir imidlertid ikke uttrykk for Norges Banks netto bidrag til forvaltningsresultatet. Fondet kunne ha vært forvaltet passivt, med en portefølje som hele tiden var svært lik referanseporteføljen. Norges Bank har i stedet valgt å drive aktiv forvaltning. Det gir høyere kostnader, men også høyere forventet avkastning.

Verdiskapingen ved aktiv forvaltning er et estimat for hvilket netto bidrag dette valget har gitt til fondets avkastning i 2006. Estimert netto verdiskaping ved aktiv forvaltning er vist i tabell 3-10. Utgangspunktet er fondets brutto meravkastning. Ved passiv indeksering påløper transaksjonskostnader når inn-

holdet av verdipapirer i referanseporteføljen endres. Normale transaksjonskostnader for å vedlikeholde indekseringen hvert år er estimert til om lag 0,04 prosent av totalporteføljen.

Ved beregning av brutto meravkastning er det dessuten ikke tatt hensyn til kostnader knyttet til innføring av nye midler i markedene, tilpasning av den faktiske porteføljen når Finansdepartementet ekskluderer selskaper fra investeringsuniverset, og ved andre endringer i referanseporteføljen. Metodegrunnlaget for beregning av slike kostnader er beskrevet i en egen temaartikkel i årsberetningen for 2004 og i en egen ramme i dette kapittelet.

For 2006 har Norges Bank estimert kostnadene ved innføring av nye midler til om lag 497 millioner kroner. Det var 0,17 prosent av overføringsbeløpet på 288 milliarder kroner og 0,03 prosent av fondets gjennomsnittlige markedsverdi.

Kostnadene til nedvalg i forbindelse med utelukkelse av selskaper har Norges Bank estimert til om lag 10 millioner kroner i 2006. Det tilsvarer 0,001 prosent av fondets markedsverdi. Nedvalget er i disse beregningene forutsatt å skje over en periode på 60 dager, som samsvarer med de prosedyrene Finansdepartementet har fastsatt for utelukkelse av selskaper.

Finansdepartementet besluttet i 2006 å endre regionvektene i referanseporte-

føljen for både aksje- og renteforvaltningen. Norges Bank har estimert kostnadene ved å tilpasse porteføljene til 121 millioner kroner. Det fordeler seg med 69 millioner kroner for aksjeforvaltningen og 52 millioner kroner for renteforvaltningen.

Ved passiv indeksering av porteføljen ville fondet hatt et minimum av driftskostnader i forvaltningen. For fondet er normale forvaltningskostnader ved indeksering anslått til 0,03 prosent av to-

## Utlån av verdipapirer

Norges Bank har inngått avtaler om utlån av verdipapirer. Det er et ledd i vanlig porteføljeforvaltning. Formålet med slike avtaler er å oppnå ekstra avkastning på verdipapirer som ligger deponert i Norges Banks depotinstitusjoner. Verdipapirer lånes ut mot en avgift til internasjonale banker og finansforetak. Som sikkerhet for slike utlån mottar Norges Bank kontanter eller rentebærende verdipapirer med høy kredittverdighet. Sikkerhet i form av kontanter reinvesteres med lav kredittrisiko etter nærmere avtalte retningslinjer.

Norges Bank har inngått en utlånsavtale for aksjer og rentepapirer med J.P. Morgan Chase Bank og to utlånsavtaler for rentepapirer med State Street Bank & Trust og Dresdner Bank AG. Alle disse avtalene har bestemmelser som sikrer Norges Banks interesser dersom låntakeren av verdipapirene ikke kan levere dem tilbake, og dersom den sikkerheten som er stilt for utlånet, ikke er tilstrekkelig til å dekke tapene.

**Tabell 3-11: Norges Banks bidrag til fondets avkastning 1998–2006. Prosentpoeng**

Total	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	1998–2006
Meravkastning	0,20	1,25	0,28	0,15	0,25	0,59	0,53	1,10	0,15	0,48
<b>Verdiskaping ved aktiv forvaltning</b>	<b>0,19</b>	<b>1,18</b>	<b>0,20</b>	<b>0,11</b>	<b>0,21</b>	<b>0,54</b>	<b>0,49</b>	<b>1,05</b>	<b>0,12</b>	<b>0,45</b>

## Driftsoppgaver i forvaltningen

Driftsoppgavene kan i hovedsak deles i fire grupper:

- *Investering av nye midler i markedet.*  
I 2006 ble 288,3 milliarder kroner i nye midler investert i de internasjonale kapitalmarkedene. Dette er den største årlige tilførselen hittil. NBIM legger stor vekt på å holde transaksjonskostnadene ved disse kjøpene så lave som mulig, og bruker betydelige ressurser til denne oppgaven.
- *Løpende indeksering av porteføljen.*  
Forvaltningen av fondet foregår med en indeksporfølje i bunnen. Indeksporføljen ligger svært nær den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert, og som bygger

på anerkjente aksje- og renteindeksere. Det skjer stadig endringer i disse indeksene ved at selskaper og rentebærende verdipapirer går ut og inn. For å vedlikeholde indeksporføljen må disse endringene i hovedsak også gjøres i den faktiske porteføljen. Med den størrelsen fondets portefølje har, er det svært viktig å holde kostnadene ved indekseringen så lave som mulig. Indeksene følges ikke helt slavisk. Det drives en forsiktig aktiv forvaltning for å kunne utnytte gevinstmuligheter når det oppstår spesielle prisingssituasjoner. Det kalles utvidet indeksering og gir noe høyere driftskostnader enn passiv indeksering. Men det har også hittil gitt bedre avkastning.

- *Overføring av midler til nye forvaltere eller overtakelse av midler ved terminering av mandater.* NBIM bygger selv opp de porteføljene eksterne forvaltere skal ha, for å sikre at transaksjonskostnadene blir så lave som mulig, og for å kunne måle avkastningen på porteføljen fra første dag. NBIM overtar også porteføljer fra eksterne forvaltere straks mandater blir terminert, og sørger for omstrukturering av porteføljen til neste eksterne eller interne forvaltere.
- *Administrasjon av porteføljen inkludert utøvelse av eierrettigheter.*

talporteføljen. I 2006 var totale forvaltningskostnader 0,10 prosent, det vil si at kostnader knyttet til aktiv forvaltning er estimert til 0,07 prosent.

På den annen side ville fondet også ved

**Tabell 3-12: Total avkastning i 2006 målt mot ulike referansevalutaer. Prosent**

Avkastning målt mot:	Totalporteføljen
Referanseporteføljens valutakurv	7,92
Importveid valutakurv	4,25
Amerikanske dollar	15,16
Euro	3,01
Norske kroner	5,89

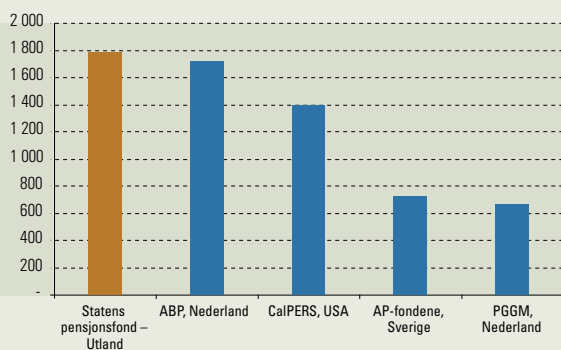
passiv forvaltning ha hatt en del utlansinntekter fra verdipapirene i porteføljen. Inntektene fra utlån av verdipapirer var i 2006 0,07 prosent av totalporteføljen. Det anslås at man ville ha oppnådd en avkastning på omlag 0,04 prosent ved en mer passiv forvaltningsstil.

Med disse estimatene anslås netto verdiskaping ved aktiv forvaltning i 2006 til 0,12 prosentpoeng (jf. tabell 3-10). I beløp blir det omlag 2,0 milliarder kroner.

Som gjennomsnitt over perioden 1998–2006 var Norges Banks netto bidrag til verdiskapingen 0,45 prosentpoeng (jf. tabell 3-11). Regnet i beløp var

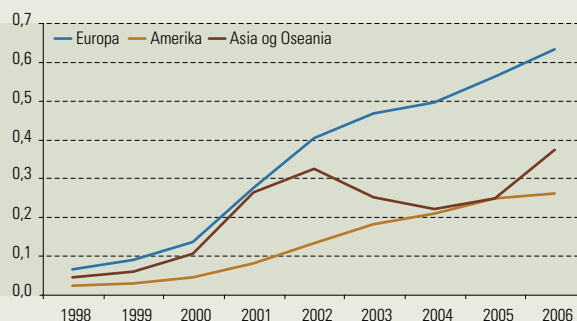
dette 27 milliarder kroner.

Fondets avkastning målt i ulike valutaer er vist i tabell 3-12. Avkastningen målt i valutakurven var 7,9 prosent, mens i norske kroner var den 5,9 prosent. Forskjellen skyldes en styrking av kronkursen med om lag 1,9 prosent i forhold til investeringsvalutaene i løpet av 2006. Endring i kronens internasjonale verdi har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Regnet i euro var avkastningen på 3,0 prosent, mens avkastningen i dollar var hele 15,2 prosent. Det skyldes at dollarkursen ble svakere i forhold til de fleste andre valutaer og særlig overfor euro i løpet av 2006.



**Figur 3-3: Forvaltningskapital store internasjonale fond 2006. Milliarder kroner**

Kilde: Fondenes nettsted og Norges Bank



**Figur 3-4: Fondets eierandeler i aksjemarkedene, som prosent av markeds kapitaliseringen i FTSE-indeksene**

Kilde: FTSE og Norges Bank

## Metodegrunnlag for avkastningsberegningene<sup>1)</sup>

Avkastningsberegningene følger internasjonalt anerkjente standarder.

Alle finansielle instrumenter blir verdsatt til markedspriser, og hovedregelen er at indeksleverandørenes priser blir brukt for papirer som inngår i referanseindeksene.<sup>2)</sup> For aksjer og rentepapirer som ikke inngår i referanseindeksen, blir Bloomberg brukt som prisingskilde. I tillegg blir enkelte rentederivater priset av prisleverandøren Reech, og i enkelte aksjemarkeder brukes priser direkte fra de lokale børsene.

I beregningene er rentekostnader/inntekter, aksjeutbytte og kildeskatt periodisert. For inngåtte ikke oppgjorte transaksjoner brukes handledato for periodisering.

Innbetalinger til fondet og overføringer mellom aksje- og renteporteføljene gjøres siste virkedag i hver måned. Avkastningen for hver måned kan da beregnes ved å se på månedlige endringer i markedsverdi, justert for inn- og utbetalinger. For lengre perioder, som kvartals-, års- og hittil i år avkastning, brukes geometrisk avkastning. Det vil si at avkastningsindeksene for hver delperiode multipliseres. Denne avkastningen er dermed en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

Avkastningen beregnes både i norske kroner og i lokal valuta. Avkastningen i norske kroner beregnes

på grunnlag av markedsverdier i lokal valuta omregnet til norske kroner ved å benytte WM/Reuters valutakurser.<sup>3)</sup>

Avkastningen målt i lokal valuta finner man ved å kalkulere den geometriske differansen mellom fondets avkastning målt i norske kroner og valutakurvens avkastning. Valutakurvens innhold tilsvare referanseporteføljens valutavekter, og avkastningen forteller hvor mye kronen har styrket/svekket seg målt mot referanseporteføljens valutafordeling.

Differanseavkastningen fremkommer som en aritmetisk differanse mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen.

Avkastningsberegningene utføres i et eget system som avstemmes mot regnskapssystemet. Avvik i markedsverdi mellom avkastningsmodellene og regnskapet forekommer i hovedsak på grunn av ulike vurderingsprinsipper for pengemarkedsplasseringer. I regnskapet blir det dessuten foretatt avsetninger til dekning av godtgjøringen til Norges Bank.

<sup>1)</sup> For en mer detaljert fremstilling av avkastningsberegningene henvises det til "Forvaltning av Statens petroleumsfond. Årsrapport 1999 – Temaartikkel 2".

<sup>2)</sup> Lehman Global Aggregate (LGA) og FTSE for henholdsvis renter og aksjer.

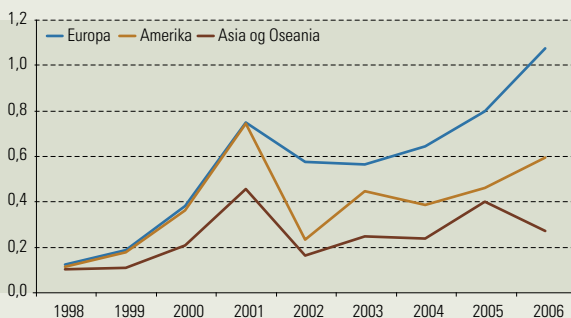
<sup>3)</sup> WM/Reuters Closing Spot Rates fastsettes klokken 16.00 London-tid.

## 3.1.3 Fondets størrelse i et internasjonalt perspektiv

Målt etter kapital under forvaltning er Statens pensjonsfond – Utland stort sammenlignet med de største internasjonale pensjonsfondene. I figur 3-3 sammenlignes fondet med det største pensjonsfondet i Amerika, de to største fondene i Europa og med samlet forvaltningskapital for de svenske AP-fondene. Ved utgangen av 2006 var Pensjonsfondet noe større enn både det største europeiske pensjonsfondet (ABP fra Nederland) og det største amerikanske pensjonsfondet (CalPERS fra California).

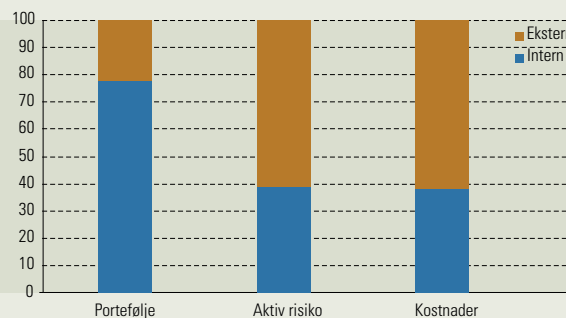
Sammenlignet med de største kapitalforvalterne i verden er imidlertid Pensjonsfondet langt fra blant de største. Den største internasjonale kapitalforvalteren (UBS, Sveits) forvaltet ved utgangen av 2006 en kapital på over 2016 milliarder amerikanske dollar. Verdens største pensjonsfond er et statlig pensjonsfond i Japan (*Government Pension Investment Fund*). Dette fondet investerer en stor andel av sin kapital i japanske obligasjoner (hovedsakelig statsobligasjoner). Ved utgangen av mars 2006 var kapitalen i dette fondet på 874 milliarder dollar. En rekke sentralbanker investerer også betydelige midler i de internasjonale kapitalmarkedene gjennom sine valutaeserver. Ved utgangen av 2006 var valutaeserverne til den kinesiske sentralbanken 1066 milliarder dollar.

Fondets gjennomsnittlige eierandeler for børsnoterte aksjer i tre geografiske regioner er vist i figur 3-4. Andelen er beregnet i forhold til markedsverdien av selskapene som inngår i FTSE-indeksen i de landene der fondet er plassert. Ved



Figur 3-5: Fondets eierandel i rentemarkedene ved utgangen av årene 1998-2006, i prosent av markeds kapitaliseringen i Lehman-indeksene

Kilde: Lehman Brothers



Figur 3-6: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko mellom intern og ekstern forvaltning. Prosent

**Tabell 3-13: Renteavkastningen for hvert kvartal og for året 2006. Prosent**

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		Meravkastning
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	
1. kvartal	-1,13	-1,23	-3,05	-3,15	0,10
2. kvartal	-0,39	-0,43	-2,16	-2,20	0,04
3. kvartal	3,13	3,09	7,45	7,41	0,04
4. kvartal	0,35	0,30	-1,88	-1,93	0,05
Året 2006	1,93	1,68	0,01	-0,23	0,24

utgangen av 2006 var den gjennomsnittlige eierandelen i europeiske selskaper 0,63 prosent, i amerikanske selskaper 0,26 prosent, mens andelen i Asia/Oseania var 0,37 prosent.

Fondets eierandeler i de ulike rentemarkedene i hver av de tre geografiske regionene er vist i figur 3-5.<sup>1)</sup> Andelen er regnet i forhold til papirene som inngår i Lehman Global Aggregate-indeksen i de valutaer fondet er plassert i. Eierandelen er høyest i Europa, der fondet ved utgangen av 2006 eide 1,07 prosent av alle utestående papirer. Andelen i Amerika og Asia/Oseania var på henholdsvis 0,59 og 0,27 prosent.

### 3.1.4 Intern og ekstern forvaltning

NBIM forvalter fondets midler etter en investeringsfilosofi basert på at meravkastningen skal oppnås ved et stort antall enkeltbeslutninger som er mest mulig uavhengige av hverandre. Investeringsfilosofien er beskrevet nærmere i temaartikler i årsberetningene for 2003

og 1999. Fondets midler forvaltes av både interne og eksterne porteføljevaltere. Ansvar for å fatte beslutninger er delegert til enkeltpersoner internt og til eksterne forvaltningsorganisasjoner i form av investeringsmandater. Valg mellom intern og ekstern forvaltning styres av forventet lønnsomhet. NBIM lar eksterne forvaltere med spesialisert kompetanse stå for noe over halvparten av den samlede aktive risikotakingen, mens NBIM gjennom sin internforvaltning prøver å utnytte de stordriftsfordeler som følger av fondets størrelse, og i tillegg drive aktiv forvaltning på utvalgte områder.

Som gjennomsnitt for 2006 ble om lag 78 prosent av fondet forvaltet internt i NBIM. Kostnadene ved den interne forvaltningen var om lag 38 prosent av de samlede forvaltningskostnadene.

Den eksterne forvaltningen er dyrere enn den interne. Forvaltningskostnadene i 2006 var henholdsvis 0,28 og 0,05 prosent av forvaltet beløp. Den interne forvaltningen sto for omlag 39 prosent

av den samlede risikoen knyttet til aktiv forvaltning. Det finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen i figuren bygger på en summering av risikoen (VaR) i interne og eksterne mandater, uten hensyn til korrelasjon mellom de ulike mandatene. Fordelingen er illustrert i figur 3-6.

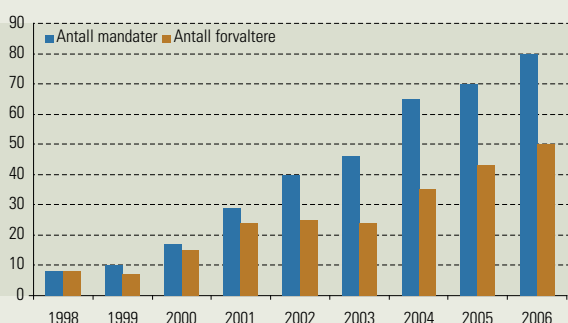
Figur 3-7 viser at tallet på eksterne forvaltere og eksterne mandater i Statens pensjonsfond – Utland har økt i løpet av 2006. Ved utgangen av 2006 hadde 50 ulike eksterne forvaltere til sammen 80 ulike forvaltningsoppdrag.

### 3.1.5 Renteforvaltningen

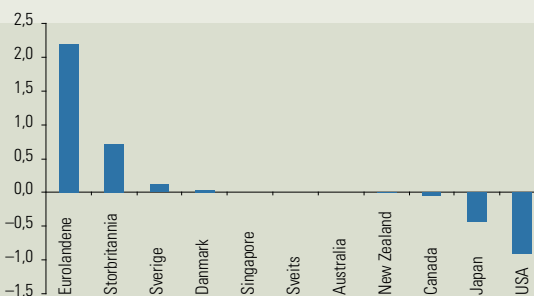
Markedsverdien av fondets renteportefølje steg med 241 milliarder kroner til 1058 milliarder i 2006. I løpet av året ble porteføljen tilført 239<sup>2)</sup> milliarder kroner i nye midler. Positiv avkastning i rentemarkedene bidro med 19 milliarder kroner, mens en sterkere norsk krone i forhold til investeringsvalutaene bidro til å redusere kroneverdien på renteporte-

<sup>1)</sup> Frem til og med 2001 besto referanseporteføljen kun av statsobligasjoner. Fra og med 2002 ble referanseporteføljen langt bredere sammensatt ved at også ikke-stats-garanterte delindekser ble inkludert. Dette førte til et kraftig fall i eierandel i forhold til den nye referanseporteføljen i 2002. Med veksten i renteporteføljen har Norges Banks eierandel økt de påfølgende årene.

<sup>2)</sup> I løpet av året er det netto overført midler fra aksje- til renteporteføljen, som følge av forskjellig meravkastning i de to aktivklassene. Netto tilførsel til renteporteføljen i løpet av året er derfor høyere enn tilførselen fra Finansdepartementet som er vist i tabell 3-3.



**Figur 3-7: Eksterne forvaltere og antall eksterne forvaltningsmandater i Statens pensjonsfond – Utland.**



**Figur 3-8: De enkelte lands bidrag til renteavkastningen målt mot valutakurven i 2006. Prosent**

føljen med 17 milliarder kroner.

Renteporteføljen hadde en avkastning på 1,93 prosent målt i fondets valutakurv i 2006 (jf. tabell 3-13). Det var negativ avkastning i de to første kvartalene av året, mens det var positiv avkastning i de to siste kvartalene. Det var særlig høy avkastning i tredje kvartal.

Forvaltningen bidro med meravkastning i hvert kvartal i 2006. Samlet ble avkastningen på renteporteføljen 0,24 prosentpoeng høyere enn referanseavkastningen. Omlag 20 prosent av meravkastningen kom fra eksterne forvaltning, mens bidraget fra den interne forvaltningen i Norges Bank var omlag 80 prosent. Samlet bidrag utgjør om lag 2500 millioner norske kroner i 2006.

Figur 3-8 viser hvordan bidragene til renteavkastningen regnet mot valutakurven fordelte seg på de valutaer som fondets midler var investert i. Det klart største positive bidraget kom fra investeringene i eurolandene og Storbritannia. Bidragene fra de øvrige valutaområdene var små. De største negative bidragene kom fra investeringene i Japan og USA. Det svake bidraget fra USA hadde sammenheng med at dollaren svekket seg i forhold til de øvrige investeringsvalutaene i løpet av året.

Siden 1999 er samlet brutto meravkastning i renteporteføljen om lag 11,5 milliarder kroner. Av dette er 22 prosent, eller 2,5 milliarder, bidrag fra eksterne forvaltere. Til og med 2006 er andelen spesialistenheter (eksterne mandater og interne grupper) med positive resultatbidrag siden oppstart mer enn 80 prosent.

Avkastningstallet inneholder inntekter fra utlån av rentebærende verdipapirer, som utgjør 0,04 prosent av den gjennomsnittlige renteporteføljen. Tallet er ikke korrigert for transaksjonskostnader i forbindelse med indeksering av porteføljen og kostnader ved investering av tilførte midler i markedene.

Ved utgangen av 2006 var om lag 89 prosent av renteporteføljen forvaltet internt i Norges Bank. Den interne forvaltningens andel av renteforvaltningens samlede risikobruk var imidlertid lavere.

Den lavere risikoandelen internt skyldes at hoveddelen av de eksterne mandatene er aktive med høy risiko.

Forvaltningen er delt mellom to hovedområder. Ett hovedområde er indeksering og aktiv forvaltning som er direkte knyttet til indekseringsoppgaven. Utvidet indeksering har som mål å tilpasse porteføljen slik at den er relativt lik referanseporteføljen, og samtidig utnytte spesielle prisingssituasjoner til å oppnå meravkastning. Denne forvaltningen utføres i tre delporteføljer, for henholdsvis statsgaranterte rentepapirer, rentepapirer utstedt av private selskaper og pantesikrede rentepapirer. De tre delporteføljene indekseres internt, med unntak for pantesikrede rentepapirer i USA, som forvaltes eksternt.

Det andre hovedområdet er aktiv forvaltning som følger en investeringsfilosofi basert på spesialisering og delegering av beslutninger. Denne forvaltningen utføres av både interne og eksterne forvaltere. For å oppnå målsettingen om spesialisering er det etablert

en gruppestruktur der hver gruppe har fått et oppdrag med et begrenset investeringsunivers. Gruppene spesialiseres for å oppnå en effektiv risikoanvendelse (gjennom diversifikasjonsgevinster).

I praksis er dette ikke tilstrekkelig for å oppnå lønnsomhet fordi både kvaliteten (informasjonsraten) og skaleringsmulighetene varierer mellom grupper. Lønnsom forvaltning krever både effektiv diversifikasjon, dynamisk risikoallokering mellom grupper (i henhold til informasjonsfortrinn) og kritisk gjennomgang av mulige skaleringshindringer.

I den aktive forvaltningen går hovedskillene mellom mikro- og makroposisjoner og grad av kredittrisiko. Det er reflektert i renteforvaltningens gruppestruktur (både internt og eksternt). Meravkastningen i renteforvaltningen har som i tidligere år vært størst innenfor mikrostrategier og aktive indekseringsstrategier. Kredittrisikoelementer har også vært viktig for verdiskaping. Manglende lønnsomhet på gruppenivå

### Eksterne renteforvaltere per 31.12.2006 (inklusive fond)

Ved utgangen av året forvaltet 22 eksterne renteforvaltere med 35 mandater en forvaltningskapital på til sammen 126 milliarder kroner.

- Advantus Capital Management Inc
- Aspect Capital Ltd.
- Babson Capital Management LLC
- Barclays Global Investors N.A.
- Bridgewater Associates Inc
- Daiwa SB Investments (UK) Ltd.
- Delaware Investment Advisers
- Ellington Management Group, LLC
- European Credit Management Ltd.
- Hyperion Capital Management Inc
- Insight Investment Management (Global) Ltd.
- Lehman Brothers Asset Management LLC
- Morgan Stanley Investment Management
- Nomura Asset Management U.K. Ltd.
- PanAgora Asset Management Inc
- Pareto Partners
- Putnam Advisory Company LLC
- Smith Breeden Associates Inc
- State Street Global Advisors
- TCW Asset Management Company
- Greylock Capital Management LLC (fond)
- Smith Breeden Credit Partners LLC (fond)



**Tabell 3-14: Avkastningen av aksjeporteføljen i fondet for hvert kvartal og for året 2006. Prosent**

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
1. kvartal	7,17	6,86	5,08	4,79	0,29
2. kvartal	-3,31	-3,00	-5,02	-4,72	-0,30
3. kvartal	5,14	5,57	9,54	9,99	-0,45
4. kvartal	7,43	7,00	5,04	4,62	0,41
<b>Året 2006</b>	<b>17,04</b>	<b>17,09</b>	<b>14,84</b>	<b>14,89</b>	<b>-0,05</b>

(innenfor en rimelig horisont) er den viktigste grunnen til ikke å øke risiko-bruken innen disse strategiene. Økt bredde og spesialisering gir samtidig et stadig behov for å utvide investerings-universet på instrumentnivå. Det er en utfordring rent operasjonelt og krever en dynamisk organisasjonsstruktur og kompetanse

Innenfor hver enkelt gruppe gis hver forvalter en egen delegert risikoramme. Det er svært liten grad av overordnet koordinering av posisjoner. Videre er det ingen overordnede markedssyn som legger rammer for posisjonering i porteføljen. Alle posisjoner kan henføres til en eier.

I 2006 var det gjennomgående høy treffsannsynlighet på gruppe-, mandat- og personnivå. Det mer enn oppveide den relativt konservative risikoanvendelse gjennom året, og det er konsistent med tidligere erfaringer preget av høy kvalitet og moderat risikoanvendelse. Selv en betydelig økning i resultatet målt i kroner var ikke tilstrekkelig til å oppveie porteføljevæksten, slik at resultatet målt i

basispunkter ble noe lavere enn de to foregående årene.

Et viktig element i investeringsstrategien er å diversifisere mellom mange uavhengige posisjoner. NBIM oppnår denne diversifiseringen ved å velge uavhengige spesialister, både internt og eksternt. Ved utgangen av 2006 var det 45 spesialistmandater innenfor renteforvaltningen, hvorav ti er interne. I 2006 ble det tildelt elleve nye eksterne mandater.

Valg av eksterne forvaltere anses av Norges Bank som en investeringsbeslutning, der ulike mandater tildeles midler eller avvikles ut fra analyser om likviditet og forventet fremtidig meravkastning. Ved utgangen av 2006 hadde Norges Bank 35 ulike eksternt forvaltede mandater. Av disse er majoriteten regionale spesialistmandater.

### 3.1.6 Aksjeforvaltningen

Markedsverdien av aksjeporteføljen økte fra 582 milliarder kroner i 2005 til 726 milliarder i 2006. I løpet av året ble porteføljen tilført 50 milliarder kroner i nye midler.<sup>3)</sup> Det var sterk utvikling i

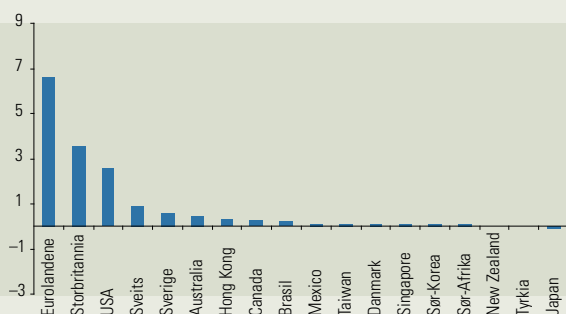
aksjemarkedene, og markedsavkastningen økte verdien av porteføljen med 106 milliarder kroner. En sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene reduserte verdien med omlag 12 milliarder kroner.

Tabell 3-14 viser at avkastningen av aksjeporteføljen var 17,04 prosent målt i fondets valutakurv i 2006. Med unntak av andre kvartal var avkastningen positiv i alle kvartalene av året.

Figur 3-9 viser de ulike markedenes bidrag til fondets aksjeavkastning i 2006, regnet mot valutakurven. De største positive bidragene kom fra eurolandene, Storbritannia og USA.

Den faktiske avkastningen av aksjeporteføljen var 0,05 prosentpoeng lavere enn referanseavkastningen. I andre kvartal ble hele meravkastningen fra første kvartal reversert, mens den betydelige mindrevkastningen i tredje kvartal ble nær hentet inn i fjerde kvartal. Det var særlig månedene mai til juli som var negative for porteføljen. I disse tallene er det ikke tatt hensyn til transaksjonskostnader ved uttrekk av enkeltsel-

<sup>3)</sup> I løpet av året er det netto overført midler fra aksje- til renteporteføljen. Netto tilførsel til aksjeporteføljen i løpet av året er derfor lavere enn tilførselen fra Finansdepartementet som er vist i tabell 3-3.



**Figur 3-9: De enkelte lands bidrag til aksjeavkastningen målt i prosent mot valutakurven i 2006. Prosent**

skap eller innfasingskostnader ved tilførsel av nye midler til aksjeporteføljen i fondet. Det er heller ikke tatt hensyn til kostnadene i forbindelse med endringen av porteføljeandelen i Asia. Disse kostnadene utgjorde henholdsvis 0,5, 3,2 og 1,3 basispunkter av resultatene.

I 2006 var avkastningen av de eksternt forvaltede porteføljene langt svakere enn forventet. Til sammen tapte de eksterne forvalterne 6,1 milliarder kroner sammenlignet med sine referanseporteføljer. 2006 er det første året siden oppstart av Pensjonsfondet at de eksternt forvaltede porteføljene samlet har levert avkastning lavere enn referanseporteføljene de måles mot. Nær halvparten av mindreakstningen kom fra mandatene i Japan. Både region- og sektormandatene bidro negativt som gruppe. De svake resultatene i 2006 må sees i sammenheng med det svært gode året i 2005. De negative bidragene fra både de europeiske og asiatiske regionmandatene og fra sektormandatene var langt mindre enn meravkastningen de samme gruppene bidro med i 2005. Det er vanlig å legge en lengre vurderingshorisont til grunn for resultater i forvaltningsmandater, og tap i denne størrelsesorden er hva vi kan forvente i dårlige enkeltår.

Ved utgangen av 2006 hadde Norges Bank 45 ulike eksternt forvaltede aksjeporteføljer fordelt på 27 forvaltningsbedrifter. Av disse porteføljene var 30 regionale og landspesifikke mandater og 15 mandater innenfor ulike næringssektorer. Andelen av aksjeporteføljens verdi som forvaltes av eksterne, var uendret i løpet av året på 37,7 prosent. Markedsverdien av den samlede eksternt forvaltede porteføljen økte med 24 prosent, fra 217 til 274 milliarder kroner.

Andelen av den eksterne porteføljen gitt som spesialistmandater innen næringssektorer gikk noe opp i 2006 til 29 prosent. Det var uvanlig stor endring i disse mandatene. Dette skyldes at mange av de mindre sektormandatene ble avvirket i en større reorganisering av porteføljen, og ikke på grunn av forhold på forvalternes side. I 2006 ble nye spesialistmandat tildelt for land som Canada og

Kina, og Norges Bank tildelte også tre globale mandater.

De interne forvaltningsstrategiene leverte en meravkastning på 5,6 milliarder. Tapet fra de eksterne mandatene ble dermed nær oppveid av meravkastning i de interne mandatene. Ved utgangen av året ble 62,3 prosent av aksjeporteføljen forvaltet i en intern indekseringsportefølje. Den øvrige interne aktive forvalt-

ningen er blitt bygget gradvis opp over de siste årene og består i dag av 24 porteføljeforvaltere som fokuserer på både fundamental analyse av selskap innen industrisektorene finans, telekommunikasjon, energi, og konsumenttjenester globalt, samt relativ verdi og strategi mandat. Av alle mandatene innen disse tre strategiene, samt de aktive indekseringsmandatene, som var forvaltet

## Eksterne aksjeforvaltere per 31.12.2006

Ved utgangen av året forvaltet 28 ulike eksterne aksjeforvaltere med 45 ulike mandater midler for til sammen 271 milliarder kroner.

### Mandater i geografiske regioner:

- Aberdeen Asset Management
- Alliance Bernstein LP
- Altrinsic Global Advisors, GLB
- APS Asset Management Pte Ltd.
- Atlantis Fund Management Ltd.
- BlackRock International Ltd.
- Capital International Ltd.
- Dalton Capital (Guernsey) Ltd. (FunNex)
- Fidelity Pensions Management
- Gartmore Investment Management PLC
- GLG Partners
- Intrinsic Value Investors LLP
- Legg Mason Capital Management Inc
- Massachusetts Financial Services Company
- NewSmith Asset Management LLP.
- Primecap Management Company
- Scheer, Rowlett & Associates Investment Management, Ltd.
- Schroder Investment Management Ltd.
- Sparx Asset Management Co. Ltd.
- T Rowe Price Associates Inc
- Tradewinds NWQ Global Investors LLC
- Wellington Management Company PLC

### Mandater i næringssektorer:

- BlackRock Capital Management Inc
- Columbus Circle Investors
- Janus Capital Management Ltd.
- Jupiter Asset Management Ltd.
- OrbiMed Capital LLC
- Schroder Investment Management Ltd.
- T Rowe Price Associates Inc
- Tradewinds NWQ Global Investors LLC
- Wellington Management Company LLC
- WH Reaves & Co, Inc

Alle de eksterne aksjemandatene er aktive med mål om høyest mulig avkastning i forhold til en referanseportefølje. Det er definert egne referanseporteføljer og risikorammer for hvert forvaltningsmandat. De regionale mandatene har referanseporteføljer som består av bedriftene som inngår i FTSE-indeksen i en geografisk region, for eksempel Kontinental-Europa, Storbritannia, USA og Japan. Sektormandatene har referanseporteføljer innenfor næringssektorene finans, teknologi, helse, farmasi, energi, olje og gass, gruvedrift, kraft og vannforsyning og kapitalvarer.

gjennom hele året, var hele 88 prosent i pluss. Dette er høyere enn i 2005, men noe lavere enn i 2004, og er langt høyere enn vi forventer over tid.

Ved inngangen til året sto de interne porteføljene for om lag 30 prosent av den totale risikoen i aksjeporteføljen, en andel som var uendret ved utgangen av året. Denne andelen vil øke noe i året som kommer. Erfaringen med den interne aksjeforvaltningen og resultatene de siste fem årene er beskrevet nærmere i en egen temaartikkel i årsrapporten.

Aksjeforvaltningen gjennomgikk betydelige endringer i løpet av 2006. Viktigst av disse var en ytterligere reduksjon av transaksjonskostnader, både direkte (skatter, avgifter og kommisjoner) og indirekte (markedspåvirkning og alternativkostnad). Det ble lagt stor vekt på å øke andelen av handelen som gikk direkte mot børs, det ble implementert handel gjennom algoritmer, og det ble introdusert nye metoder for innlån og utlån av aksjer. I tillegg til dette ble systemarkitekturen i forvaltningen endret, og vi begynte å utkontraktere en stor del av driften av systemene til eksterne leverandører.

### 3.1.7 Risiko

Det er en rekke usikkerhetsfaktorer knyttet til å investere midler i internasjonale finansmarkeder. Kapitalforvaltning handler i stor grad om å håndtere denne risikoen. Norges Bank legger derfor betydelig vekt på måling og styring av risikofaktorer. En del av risikoen skyldes bevisste investeringsvalg og er ønskelig. Andre deler av risikoen skal holdes lavest mulig gitt de rammebetingelser

som følger av å være en investor i de internasjonale kapitalmarkeder.

Investeringer i internasjonale verdipapirmarkeder medfører betydelig markedsrisiko og relativ høy sannsynlighet for store variasjoner i de årlige resultater. For Statens pensjonsfond – Utland er nivået på markedsrisikoen hovedsakelig bestemt av referanseporteføljens sammensetning. De viktigste elementene i markedsrisikoen er aksjeandelen i porteføljen, svingninger i aksjekurser, valutakurser og det generelle rentenivået, samt endringer i renteporteføljens kreditt-risiko.

I tillegg til det absolutte nivå på markedsrisikoen, som bestemmes av investeringsstrategien slik den er uttrykt gjennom referanseporteføljen, søker NBIM gjennom sin aktive forvaltning å oppnå meravkastning. Den aktive forvaltningen i Norges Bank har så langt kun ført til en begrenset økning i fondets markedsrisiko. Markedsrisiko må sees i sammenheng med forventet avkastning, og en økning i markedsrisikoen innebærer en forventning om høyere avkastning.

I tillegg til markedsrisiko i forvaltningen av fondet står NBIM overfor en rekke risikofaktorer av mer operasjonell karakter. Dette er blant annet risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé, som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen.

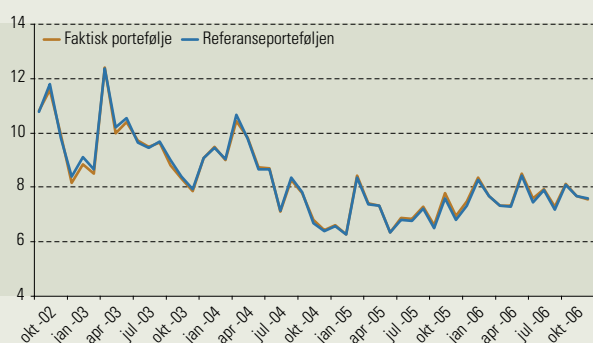
### Markedsrisiko

Svært mye av markedsrisikoen i fondet er

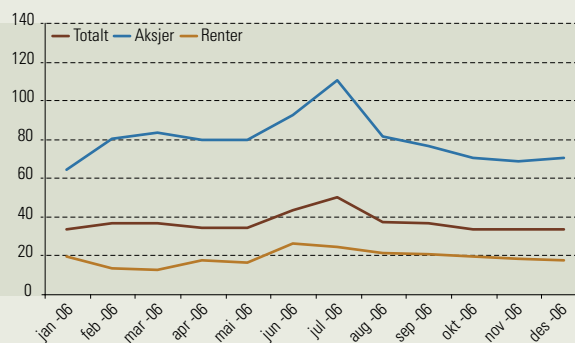
bestemt av markedsrisikoen til referanseporteføljen. I tillegg tar NBIM noe risiko gjennom sin aktive forvaltning. NBIM måler både absolutt og relativ markedsrisiko i fondet. For absolutt risiko benyttes standardavviket til avkastningen på den faktiske porteføljen, og for relativ risiko brukes standardavviket til forskjellen på avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Standardavviket er et begrep fra statistikken, som sier noe om hvor store variasjoner man kan vente i avkastningen i normale perioder. Det er et av de vanligste målene for porteføljerisiko.

Figur 3-10 viser utviklingen i fondets absolutte markedsrisiko de siste fire årene, målt som forventet volatilitet i avkastningen. Nivået svinger med volatiliteten i markedene, men det er gjennom hele perioden liten forskjell på risikoen i den faktiske porteføljen og i referanseporteføljen. Ved utgangen av 2006 hadde den faktiske porteføljen en absolutt markedsrisiko målt i norske kroner på 7,5 prosent, som er høyere enn ved inngangen til året.

Ved utgangen av året var verdien av den faktiske porteføljen 1784 milliarder kroner. Historiske avkastningstall gir grunnlag for å forvente en årlig avkastning på 6,5 prosent på fondet. Gitt anslaget på absolutt volatilitet ved årsskiftet, kan man regne med at avkastningen i to av tre år blir 7,5 prosentpoeng høyere eller 7,5 prosentpoeng lavere enn den forventede markedsverdi. Omregnet i kronebeløp, forutsatt ingen tilførsler og inkludert forventet historisk avkastning, betyr det at fondets verdi om ett år med 68 prosent sannsynlighet vil ligge i inter-



Figur 3-10: Absolutt markedsrisiko i Statens pensjonsfond – Utland. Månedsslutt. Prosent



Figur 3-11: Forventet relativ volatilitet ved hver månedsslutt i 2006. Basispunkter

## Forventet relativ volatilitet

Finansdepartementets grense for relativ markedsrisiko i forvaltningen av fondet er satt i forhold til risikomålet *forventet relativ volatilitet*. Målet er definert som forventet verdi av standardavviket til differansen mellom den årlige avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen. Når avvikene fra referanseporteføljen er avgrenset ved en øvre grense for forventet relativ volatilitet, vil den faktiske avkastningen med høy sannsynlighet variere innenfor et bånd rundt avkastningen på referanseporteføljen. Jo lavere man setter grensen for relativ risiko, desto snevrere blir båndet. Gitt en forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkter, vil faktisk avkastning på porteføljen i to av tre år ventelig avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseporteføljens avkastning.

vallet fra 1757 milliarder kroner til 2042 milliarder kroner.

Den absolutte markedsrisikoen er i hovedsak bestemt av fondets referanseportefølje. Finansdepartementet har i tillegg satt en grense for forventet relativ volatilitet i forvaltningen, som legger en begrensning på hvor forskjellig fondet kan være fra referanseporteføljen.

Denne forventede relative volatiliteten skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter), se rammen. For fondet var relativ volatilitet forholdsvis stabil frem til sommeren da den økte markant som følge av økt absolutt volatilitet i aksjeporteføljen (jf. figur 3-11). I løpet av andre halvår falt den relative risikoen i aksjeporteføljen, og dermed falt også fondets risiko tilbake til nivået ved inngangen til året. Ved utgangen av 2006 var den 0,28 prosent for totalporteføljen.

Figur 3-12 viser utviklingen i relativ volatilitet som faktisk portefølje har hatt i forhold til referanseporteføljen siden

1999. I figuren er det brukt to ulike risikomål. Forventet relativ volatilitet beregnes på forhånd, på grunnlag av volatiliteten i markedene noen år bakover i tid. Dette risikomålet viser forholdsvis små endringer over tid og har hele tiden ligget godt under den øvre grensen på 1,5 prosentpoeng som Finansdepartementet har satt for risikotakingen i NBIMs forvaltning. Faktisk relativ volatilitet er beregnet i ettertid ut fra hvor mye den faktiske differanseavkastningen har variert i siste tolv månedersperiode. De to målene viser svært forskjellig nivå på risikotakingen i 2000, da det var unormalt store forskjeller i aksjekursene for selskaper med sammenfallende risikoegenskaper. De seks siste årene viser målene om lag samme grad av risikotaking.

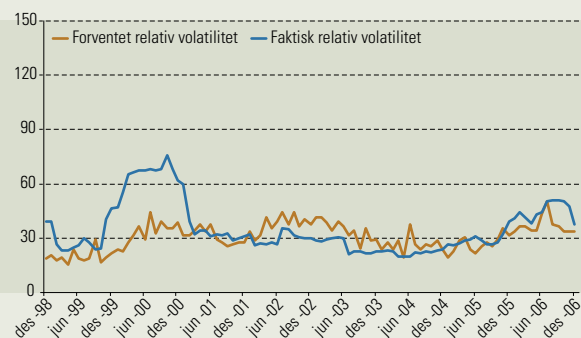
NBIM tester om faktisk meravkastning i fondet varierer i tråd med hva man skulle forvente ut fra risikomodellen som benyttes. Det er illustrert i figur 3-13. Punktene i figuren viser realisert månedlig meravkastning fra oktober

2002 og konfidensintervall målt ved standardavvik. Modellen tilsier at i omlag 67 prosent av tilfellene skal den faktiske avkastningen ligge innenfor intervaller dannet av de grønne linjene. Tilsvarende for de oransje og røde intervallene er henholdsvis 95 og 99 prosent. Figuren indikerer at faktisk avkastning er i tråd med det man skal forvente ut fra den risikomodellen som brukes, og analyser av lengre tidsserier gir tilsvarende resultat.

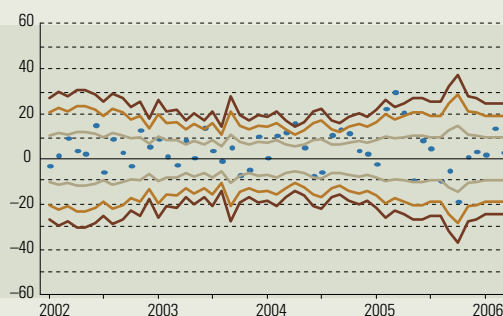
### Kredittrisiko

I fondet oppstår kredittrisiko dels i renteporteføljen som følge av Finansdepartementets valg av investeringsstrategi og dels gjennom NBIMs aktive forvaltning (kredittporteføljens risiko). Videre har NBIM både i aksje- og i renteporteføljen en risiko overfor motparter i gjennomføring av transaksjoner, risiko overfor de institusjonene der verdipapirene deponeres, og risiko overfor internasjonale oppgjørs- og depotsystemer (motpartsrisiko).

I forskriften som regulerer forvaltningen av fondet, fremgår det hvilke land/valutaer fondets portefølje av rentebærende instrumenter kan plasseres i. For obligasjoner utstedt av offentlig sektor i andre land, men i en valuta som tilhører et av landene eller områdene som er spesifisert i forskriften, gjelder egne regler. Inntil 0,5 prosent av den rentebærende porteføljens markedsverdi kan komme fra obligasjoner utstedt av offentlig sektor som har BB/Ba/BB som høyeste langsiktige kredittvurdering fra minimum ett av de tre internasjonale kredittvurderingsbyråer Fitch, Moody's eller Standard



Figur 3-12: Forventet og faktisk relativ volatilitet målt ved utgangen av hver måned 1999–2006. Basispunkter



Figur 3-13: Konfidensintervall for risiko og realisert meravkastning. Basispunkter

& Poor's (S&P). For obligasjoner utstedt av andre enn offentlig sektor er det ikke krav til kredittvurdering. Tabell 3-15 viser renteporteføljen i Pensjonsfondet fordelt etter kredittvurdering.

Aksje- og renteporteføljen inneholder investeringer i usikrede bankinnskudd og ikke-børsnoterte derivater. Finansdepartementet har bestemt at ingen motparter i slike handler kan ha lavere kredittvurdering enn A-/A3/A- fra Fitch, Moody's eller S&P.

### Operasjonell risiko

Markedsrisiko og kredittporteføljerisiko er viktige elementer ved fastsettelse av investeringsstrategien og i aktiv forvaltning. Siktemålet er å oppnå høyest mulig risikojustert avkastning og ikke nødvendigvis lavest mulig risiko. Den operasjonelle risikoen er på den annen side en iboende risiko der man nødvendigvis ikke får betalt for høyere risiko. Samtidig er det ofte nødvendig å ta noe høyere operasjonell risiko for å nå forretningsmålene. Siktemålet er lav operasjonell risiko i gjennomføringen av oppdraget om å søke å oppnå høyest mulig avkastning. NBIM bruker anerkjente standarder og gjeldende markedspraksis for identifisering og oppfølging av operasjonell risiko. Til forskjell fra markeds- og kredittporteføljerisikoen er det ikke like lett å måle den operasjonelle risikoen kvantitativt.

Den operasjonelle risikoen kan ikke isoleres fra markeds- og kredittporteføljerisikoen, men den er mer omfattende og går på tvers av hele organisasjonen. NBIM har definert operasjonell risiko som risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé, som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Eksempler på risikokategorier er feil i oppgjør av transaksjoner, vår evne til å rekruttere og beholde medarbeidere med riktig kompetanse, utilgjengelige IT-systemer eller

## Kredittvurderingsbyråene

Alle rentebærende verdipapirer som inngår i fondets referanseindeks, har en karakter fra ett av de to store kredittvurderingsbyråene Standard & Poor's (S&P) og Moody's. I tillegg har Finansdepartementet godkjent at fondet også kan investere i selskaper som er vurdert av Fitch.

Alle tre byråer klassifiserer utstedere av rentebærende verdipapirer etter deres kredittverdighet. For langsiktige obligasjonslån brukes en karakterskala fra AAA til D. Høyeste karakter fra S&P og Fitch er AAA og fra Moody's Aaa. Laveste karakter innenfor det som kalles "investment grade", er BBB fra S&P og Fitch og Baa fra Moody's. Lavere karakterer enn det kalles "speculative grade". Referanseindeksen for fondet inneholder bare obligasjoner med "investment grade rating".

Utstedere betaler disse byråene for å gi en vurdering av kredittkvaliteten. Byråene ser på betalingsevnen til utstederen og generelt på sikkerheten for investorer som ligger i betingelsene i låneprospektet. På grunnlag av dette vurderer byråene sannsynligheten for at låneforpliktelsene vil bli oppfylt, og de setter ut fra det karakterer for kredittkvalitet. Disse karakterene kan bli endret i lånets løpetid dersom det skjer noe med betalingsevnen til utstederen eller med sikkerheten som ellers ligger til grunn for låneavtalen.

Byråene vurderer ikke bare selskapsobligasjoner. De fleste renteinstrumenter i markedene, inkludert statsobligasjoner, har en karakter fra minst ett av byråene. Ytterst få utstedere har så god kredittverdighet at de kan greie å ta opp lån i markedet uten å ha en kredittvurdering fra ett eller flere av byråene i ryggen.

**Tabell 3-15: Porteføljen av rentebærende verdipapirer per 31.12.2006 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av markedsverdi**

	Moody's		Standard & Poor's	
	Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa		56,84	AAA	54,73
Aa		15,75	AA	10,18
A		14,88	A	18,50
Baa		7,57	BBB	8,40
Ba		0,46	BB	0,56
Lavere		0,16	Lavere	0,16
Ingen vurdering		4,34	Ingen vurdering	7,47

svikt hos eksterne leverandører.

Norges Bank har vedtatt at Kredittilsynets forskrift om internkontroll i finansinstitusjoner skal følges. Det er tilpasset bankens styringssystem. NBIM etablerte i 2006 et nytt rammeverk for styring av operasjonell risiko basert på COSO<sup>4)</sup> og Norges Banks egne retningslinjer for internkontroll. Rammeverket

benyttes av alle deler av organisasjonen, og det er etablert klare ansvarlinjer for hvordan styringen av operasjonell risiko skal gjennomføres. Årlig og ved større endringer i for eksempel organisering eller infrastruktur skal det gjennomføres en risikoanalyse. Analysen består av fastlagte elementer som beskrivelse av arbeidsprosess, identifisering av hoved-

<sup>4)</sup> COSO ("The Committee of Sponsoring Organisations of the Treadway Commission") etablerte i 1992 et rammeverk for internkontroll, som nå er blitt det mest anerkjente internasjonale rammeverket på dette området. COCO støttes av The American Institute of Certified Public Accountants, The American Accounting Association, Financial Executives International, The Institute of Internal Auditors og Institute of Management Accountants.

Tabell 3-16: Forskriftens grenser for risikoeksponering

Risiko	Grenser	Faktisk				
		31.12.05	31.03.06	30.06.06	30.09.06	31.12.06
§ 5 Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,33	0,34	0,50	0,33	0,28
§ 4 Aktivafordeling	Rentebærende instrumenter 50–70 %	58,4	59,1	59,8	59,8	59,3
	Egenkapitalinstrumenter 30–50 %	41,6	40,9	40,5	40,2	40,7
§ 4 Markedsfordeling aksjer*	Europa 40–60 %	47,3	48,5	49,0	49,1	50,1
	Amerika og Afrika 25–45 %			36,1	35,5	34,4
	Asia og Oseania 5–25 %			14,9	15,4	15,5
	Amerika, Afrika, Asia og Oseania 40–60 %	52,7	51,5			
Valutafordeling renter*	Europa 50–70 %	55,1	55,5	60,8	59,8	60,4
	Amerika og Afrika 25–45 %	34,8	34,2	32,6	34,7	34,3
	Asia og Oseania 0–15 %	10,1	10,4	6,6	5,5	5,3
§ 6 Eierandel	Maks 5 % av et selskap	2,7	3,9	4,7	4,5	4,5

\* Finansdepartementet endret regionvektene i 2006, jf. omtale i kapittel 3.1.1.

risikoer, rangering av risikoer i henhold til fastsatte kriterier, identifisering av risikoindikatorer, identifisering av kontrollhandlinger og en måling av effekten av kontrollhandlingene. Gjennom året oppdateres risikobildet, og risikoindikatorene måles fortløpende.

### Retningslinjer for forvaltningen

Finansdepartementet har fastsatt en rekke retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Tabell 3-16 gir en oversikt over grensene for risikoeksponering som er satt i forskrif-

ten for forvaltningen av fondet. Tabellen viser at forvaltningen ved utgangen av hvert kvartal har vært innenfor de fastsatte rammer.

I løpet av året var det et mindre brudd på retningslinjene ved at en eksternt forvalter kjøpte aksjer i et unotert selskap. Bruddet ble raskt avdekket, og forvalteren avhendet posisjonen umiddelbart.

### 3.1.8 Kostnader

Kostnader ved forvaltningen av fondet i 2006 fremgår av tabell 3-17. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne opp-

gjørs- og depotinstitusjoner faktureres separat for hvert av de fondene Norges Bank forvalter. De øvrige driftskostnadene er felles for alle fond under forvaltning. Felleskostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av en fordelingsnøkkel. Felleskostnadene omfatter i tillegg til NBIMs direkte kostnader også kostnader for støttefunksjoner utført av andre deler av Norges Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter retningslinjene som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Forvaltningsavtalen mellom Finans-

Tabell 3-17: Forvaltningskostnader i 2006. I 1000 kroner og i basispunkter av gjennomsnittlig portefølje

	2006		2005	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	223 889		169 438	
Kostnader til aksjedyper og oppgjør	95 689		54 629	
<b>Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen</b>	<b>319 578</b>	<b>8,1</b>	<b>224 067</b>	<b>7,8</b>
Interne kostnader i renteforvaltningen	184 178		165 243	
Kostnader til rentedyper og oppgjør	79 858		57 729	
<b>Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen</b>	<b>264 036</b>	<b>3,2</b>	<b>222 973</b>	<b>3,6</b>
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	431 829		360 509	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	387 816		320 182	
Andre kostnader ved eksternt forvaltning	122 340		110 951	
<b>Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen</b>	<b>941 985</b>	<b>28,3</b>	<b>791 642</b>	<b>31,1</b>
<b>Sum alle forvaltningskostnader</b>	<b>1 525 599</b>	<b>9,8</b>	<b>1 238 681</b>	<b>10,6</b>
<b>Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>1 137 784</b>	<b>7,3</b>	<b>918 499</b>	<b>7,8</b>

departementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for godtgjøringen Norges Bank skal motta for å forvalte Statens pensjonsfond – Utland. For 2006 skal godtgjøringen dekke de faktiske kostnadene banken har, forutsatt at disse kostnadene er lavere enn et tak på 0,10 prosent (eller 10 basispunkter) av den gjennomsnittlige markedsverdien av fondet. I tillegg dekkes honorarer til eksterne forvaltere som følge av oppnådd meravkastning. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere, etter prinsipper som er godkjent av Finansdepartementet.

De samlede forvaltningskostnadene i 2006 var 1525,6 millioner kroner. I forhold til gjennomsnittlig portefølje under forvaltning var dette en nedgang fra 10,6 basispunkter i 2005 til 9,8 basispunkter i 2006. Sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere var Norges Banks forvaltningskostnader 1137,8 millioner kroner i 2006. Dette var en økning på 24 prosent fra 2005. Gjennomsnittlig størrelse på fondet økte med 33 prosent, slik at kostnadene målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje falt fra 7,8 basispunkter i 2005 til 7,3 basispunkter i 2006.

Kostnadene kan fordeles på intern og ekstern forvaltning ved hjelp av fordelingsnøkler for de interne kostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 62 prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 21 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i intern forvaltning var på om lag 0,05 prosentpoeng, mot 0,28 prosentpoeng for eksternforvaltningen. Dette har dels sammenheng med at indeksforvaltningen i hovedsak gjøres internt.

## Kostnadssammenligninger med andre fond

Finansdepartementet har bedt Norges Bank levere kostnadstall til det canadiske konsulentfirmaet CEM Benchmarking Inc. CEM har en database med kostnadstall for kapitalforvaltningen i over 260 pensjonsfond. Fra denne databasen velger CEM ut en sammenligningsgruppe som består av verdens største pensjonsfond. Kostnadene i denne sammenligningsgruppen på 18 pensjonsfond brukes som grunnlag for å vurdere kostnadene ved forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.

Den siste analysen Finansdepartementet har mottatt fra CEM, gjelder forvaltningen i 2005. Den viser at Norges Banks forvaltningskostnader var lavere enn gjennomsnittskostnadene i sammenligningsgruppen, etter at det var tatt hensyn til ulikhetene i sammensetningen av porteføljer (det vises for øvrig til omtale på Finansdepartementets nettside).

**CEM kostnader 2003–2005. Basispunkter**

År	2003	2004	2005
Statens pensjonsfond – Utland	10,3	10,5	10,6
Referansegruppe – median	13,1	12,0	13,4

Regnskapsførte avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere økte med 21 prosent fra 2005 til 387,8 millioner kroner i 2006. Regnskapet viser de kostnadene som faktisk er påløpt i 2006. De fleste honorarsatsene til eksterne forvaltere er basert på gjennomsnittlig meravkastning oppnådd over flere år, slik at

det ikke er direkte sammenheng mellom regnskapsførte kostnader og oppnådd meravkastning i ett enkelt år. Selv om den eksterne forvaltningen bidro negativt til meravkastningen i 2006, ble det utbetalt et høyere avkastningsavhengig honorar enn i 2005. Dette skyldes i hovedsak de gode resultatene i eksternforvaltningen i 2005 og i tidligere år. De samlede kostnadene for eksternforvaltningen var 28,3 basispunkter av gjennomsnittlig ekstern forvaltet portefølje.

## 3.2 Norges Banks valutaeserver

### 3.2.1 Mandat

Valutaeservene skal kunne brukes til intervensjoner i valutamarkedet som ledd i gjennomføringen av pengepolitikken eller ut fra hensynet til finansiell stabilitet. Reservene er delt inn i en pengemarkedsportefølje og en investeringsportefølje. I tillegg inngår det en petrobufferportefølje som skal samle opp de løpende kjøpene av valuta til Statens pensjonsfond – Utland. I Norges Bank forvaltes investeringsporteføljen og

petrobufferporteføljen av NBIM, mens pengemarkedsporteføljen forvaltes av Norges Bank Pengepolitikk (PPO).

Norges Banks hovedstyre fastsetter retningslinjer for forvaltningen av valutaeservene og har delegert til sentralbanksjefen å gi utfyllende regler. Hovedstyrets retningslinjer er tilgjengelige på Norges Banks nettsted. Hovedstyret vedtok i november 2005 å øke aksjeandelen i investeringsporteføljen fra 30 til 40 prosent. Innfasingen av økt ak-

sjeandel ble avsluttet 30. april 2006. Med virkning fra 1. januar 2006 vedtok hovedstyret at den maksimale eierandelen i et enkelt selskap skal være 5 prosent mot tidligere 3 prosent. Det er en særskilt rapportering til hovedstyret dersom eierpostene i valutaeservene og Statens pensjonsfond – Utland samlet overstiger 5 prosent.

Hovedstyret har fastsatt felles retningslinjer for utøvelse av eierskap i de to fondene og videre at selskaper som

**Tabell 3-18: Referanseportefølge per 31. desember 2006. Prosent**

	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølge	Faktisk referanseportefølge	Strategisk referanseportefølge	Faktisk referanseportefølge
Land for aksjereferansen				
Valuta for rentereferansen				
<b>Vekt aktivklasser</b>	<b>40,0</b>	<b>41,1</b>	<b>60,0</b>	<b>58,9</b>
Belgia		0,8		
Finland		0,9		
Frankrike		8,4		
Hellas		0,5		
Irland		0,6		
Italia		3,4		
Nederland		2,7		
Portugal		0,3		
Spania		3,5		
Tyskland		5,8		
Østerrike		0,4		
<i>Euroområdet</i>		<i>27,3</i>		<i>47,2</i>
Storbritannia		17,3		9,6
Danmark		0,6		0,9
Sveits		5,1		0,6
Sverige		2,1		1,1
<b>Sum Europa</b>	<b>50,0</b>	<b>52,3</b>	<b>58,0</b>	<b>59,3</b>
USA		29,9		32,4
Brasil		0,7		
Canada		1,9		3,6
Mexico		0,4		
Sør-Afrika		0,6		
<b>Sum Amerika / Afrika</b>	<b>35,0</b>	<b>33,5</b>	<b>37,0</b>	<b>36,0</b>
Australia		2,2		0,2
Hong Kong		1,2		
Japan		8,1		4,5
New Zealand		0,1		
Singapore		0,4		
Sør-Korea		1,3		
Taiwan		1,0		
<b>Sum Asia / Oseania</b>	<b>15,0</b>	<b>14,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>

**Tabell 3-19: Markedsverdien av investeringsporteføljen i 2006. Millioner kroner**

	31.12.2005	31.03.2006	30.06.2006	30.09.2006	31.12.2006
Aksjeporteføljen	70 669	83 495	79 754	87 672	92 143
Renteporteføljen	140 817	129 174	125 934	135 407	132 374
<b>Totalporteføljen</b>	<b>211 486</b>	<b>212 670</b>	<b>205 688</b>	<b>223 079</b>	<b>224 517</b>

Finansdepartementet har besluttet å trekke ut fra Pensjonsfondet, også skal trekkes ut fra valutaeservene. Kapittel 4.1 gir en oversikt over eierskapsutøvelsen i 2006, og kapittel 4.2 gir en samlet oversikt over de selskaper som er trukket ut fra investeringsuniverset.

Den strategiske referanseporteføljen

for investeringsporteføljen er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for store og mellomstore selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindekser i valutaene til 18 land. Aksjer utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen, mens rentebærende instrumenter utgjør 60 prosent.

Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på børser i Europa 50 prosent, Amerika /Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 58 prosent i Europa, 37 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen 31. desember 2006 er vist i tabell 3-18. Vektene i rentereferansen gjelder den valutaen verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

### 3.2.2 Hovedtall for avkastningen i 2006

Investeringsporteføljens markedsverdi var 224,5 milliarder kroner ved utgangen av 2006. Det var en økning på 13,0 milliarder kroner fra inngangen til året. I løpet av året ble det tilført til sammen 2,0 milliarder kroner fra valutaeservenes pengemarkedsportefølge til investeringsporteføljen. Avkastningen av investeringene var 15,5 milliarder kroner i 2006, mens en sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene reduserte markedsverdien med 4,5 milliarder kroner. Bidraget fra en sterkere krone har ingen betydning for reservenes internasjonale kjøpekraft. Tabell 3-19 viser størrelsen på aksje- og renteporteføljene ved utgangen av hvert kvartal i 2006.

Figur 3-14 viser utviklingen i porteføljens markedsverdi målt i norske kroner siden 1998.

Investeringsporteføljen hadde i 2006 en periodeavkastning på 7,30 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv og 5,2 prosent målt i norske kroner. Lavere avkastning i kroner skyldes at den norske kronen i løpet av året har styrket seg mot valutaene i referanseporteføljen, slik at porteføljens valutakurv ble mindre verdt i forhold til kronen.

Avkastningstallene fremgår av tabell 3-20. Den faktiske avkastningen i 2006 var 0,13 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen. Regnet som absolutt beløp utgjorde det 271 millioner kroner.

Tabell 3-21 viser at det var særlig den



**Tabell 3-20: Avkastningen av investeringsporteføljen for hvert kvartal og året 2006. Prosent**

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		Meravkastning
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	
1. kvartal	1,62	1,54	-0,37	-0,45	0,08
2. kvartal	-1,53	-1,48	-3,28	-3,24	-0,04
3. kvartal	4,10	4,09	8,46	8,44	0,01
Oktober	1,47	1,44	2,52	2,50	0,03
November	0,79	0,78	-3,07	-3,07	0,00
Desember	0,72	0,67	1,27	1,23	0,04
4. kvartal	3,00	2,92	0,64	0,57	0,08
<b>2006</b>	<b>7,30</b>	<b>7,17</b>	<b>5,18</b>	<b>5,05</b>	<b>0,13</b>

**Tabell 3-21: Bidragene til brutto meravkastning i 2006. Prosentpoeng**

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innenfor aktivklassen
Aksjeporteføljen	-	-0,08	-0,08	-0,23
Rentepordeføljen	0,02	0,19	0,21	0,33
<b>Sum investeringsporteføljen</b>	<b>0,02</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>	

**Tabell 3-22: Estimert netto verdiskaping ved aktiv forvaltning. Prosentpoeng**

<b>Brutto meravkastning</b>	<b>0,13</b>
+ Transaksjonskostnader ved indeksering	0,04
+ Andre transaksjonskostnader	0,02
- Ekstra kostnader ved aktiv forvaltning	0,03
- Utlånsinntekter ved passiv forvaltning	0,04
<b>= Verdiskaping ved aktiv forvaltning</b>	<b>0,11</b>

interne renteforvaltningen som bidro positivt til porteføljens samlede meravkastning.

Figur 3-15 viser investeringsporteføljens avkastning siden 1998 målt i internasjonal valuta. I 29 av 36 kvartaler

har avkastningen vært positiv.

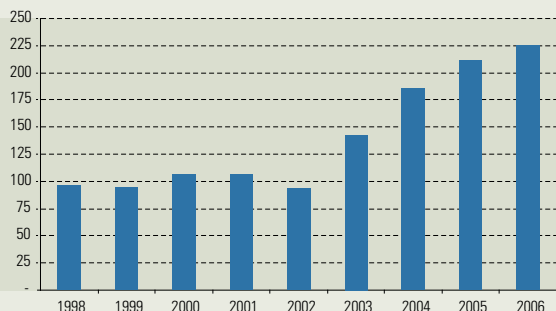
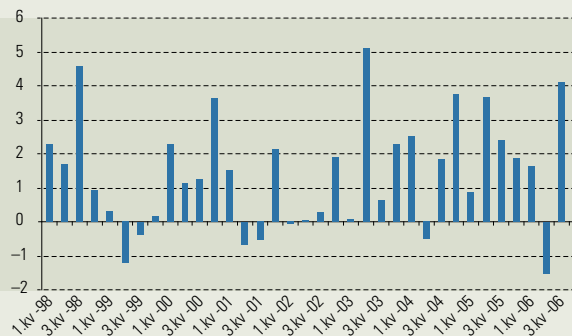
Brutto meravkastning på 0,13 prosentpoeng for totalporteføljen er sammenlignbar med meravkastningen som andre forvaltere rapporterer. Den gir imidlertid ikke uttrykk for NBIMs netto bidrag til

forvaltningsresultatet. Investeringsporteføljen kunne ha vært forvaltet passivt og hele tiden blitt holdt svært nær referanseporteføljen. I stedet har NBIM valgt å drive aktiv forvaltning, som gir noe høyere kostnader, men også høyere forventet avkastning. Verdiskapingen ved aktiv forvaltning, som er estimert i tabell 3-22, er et mål for hvilket netto bidrag dette valget har gitt til porteføljens avkastning i 2006.

Utgangspunktet er porteføljens brutto meravkastning. Ved passiv indeksering vil det være transaksjonskostnader når innholdet av verdipapirer i referanseporteføljen endres. Normale transaksjonskostnader for å vedlikeholde indekseringen er beregnet til om lag 0,04 prosentpoeng av totalporteføljen.

Ved beregning av brutto meravkastning er det dessuten ikke tatt hensyn til kostnader knyttet til innfasing av nye midler i markedene, tilpasning av den faktiske porteføljen når selskaper blir ekskludert fra investeringsuniverset, og ved andre endringer i referanseporteføljen. For 2006 har NBIM estimert kostnadene ved innfasing av nye midler til 9 millioner kroner, kostnader til nedsalg i forbindelse med uttrekk av selskaper til 1 million kroner og kostnader i forbindelse med endringer i referanseporteføljen til 26 millioner kroner. Til sammen utgjør transaksjonskostnadene i underkant av 0,02 prosent av porteføljens markedsverdi.

Ved passiv indeksering av porteføljen ville det i tillegg være et visst minimum av driftskostnader i forvaltningen. For investeringsporteføljen kan de normale forvaltningskostnadene ved indeksering

**Figur 3-14: Markedsverdien av investeringsporteføljen 1998–2006. Milliarder kroner****Figur 3-15: Kvartalsvis avkastning målt i internasjonal valuta 1998–2006. Prosent**

**Tabell 3-23: Meravkastningen ved forvaltning av investeringsporteføljen i hvert av årene 1998–2006, og i gjennomsnitt for perioden. Prosentpoeng**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gj.snitt 1998–2006
Brutto meravkastning	-0,03	0,13	0,12	0,15	0,32	0,58	0,08	0,35	0,13	0,20
Verdiskaping ved aktiv forvaltning*	-0,03	0,10	0,10	0,13	0,29	0,55	0,09	0,31	0,11	0,18

\* Brutto meravkastning med fradrag for aktive forvaltningskostnader og utlånsinntekter, men med tillegg for estimerte transaksjonskostnader som følger av vanlig indeksering og for innfasing av nye midler.

anslås til 0,03 prosentpoeng av totalporteføljen. I 2006 var totale forvaltningskostnader 0,06 prosentpoeng, det vil si at ekstra kostnader knyttet til aktiv forvaltning er estimert til 0,03 prosentpoeng. På den annen side ville man også ved passiv forvaltning ha hatt en del utlånsinntekter fra verdipapirene i porteføljen, som er estimert til 0,04 prosentpoeng i 2006.

Med disse postene er netto verdiskaping ved aktiv forvaltning i 2006 estimert til 0,11 prosentpoeng. I beløp utgjør det om lag 250 millioner kroner.

Første linje i tabell 3-23 viser at brutto meravkastning i 2006 var 0,13 prosentpoeng og 0,20 prosentpoeng i årlig gjennomsnitt siden 1998. Regnet i beløp var dette samlet for perioden 2,1 millioner kroner.

Den andre linjen i tabellen viser netto verdiskaping ved aktiv forvaltning. Metoden for å beregne dette er beskrevet ovenfor. Som gjennomsnitt over perioden 1998–2006 var nettobidraget til meravkastningen 0,18 prosentpoeng.

For å vurdere kvaliteten av den aktive forvaltningen er det i tillegg viktig å ta i betraktning den markedsrisiko som er tatt for å oppnå meravkastningen. Hovedstyrets retningslinjer for investeringsporteføljen fastsetter at markedsrisikoen

definert som avvik fra referanseporteføljen ikke skal overstige 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet.

Figur 3-16 viser utviklingen i den relative markedsrisikoen som faktisk portefølje har hatt i forhold til referanseporteføljen siden 1999.

I figuren er det brukt to ulike risikomål. Forventet relativ volatilitet beregnes på forhånd, på grunnlag av volatiliteten i markedene noen år bakover i tid.

Dette risikomålet viser forholdsvis små endringer over tid og det har hele tiden ligget godt under den øvre grensen som hovedstyret har satt for risikotakingen i forvaltningen. Faktisk relativ volatilitet (ex post) er beregnet i ettertid ut fra hvor mye den faktiske differanseavkastningen har variert i siste tolv måneders periode.

Informasjonsraten er en enkelt indikator på dyktighet i kapitalforvaltning. Den beregnes som forholdstallet mellom den årlige meravkastningen og den merisikoen som er tatt i forhold til referanseporteføljen (målt ved relativ volatilitet). Informasjonsraten viser med andre ord hvor høy meravkastning man får igjen for hver risikoenhet. I perioden fra juni 1998, da ansvaret for forvaltningen ble overført til NBIM, og ut 2006 er gjennomsnittlig informasjonsrate for investeringsporteføljen 0,82. Det vises

for øvrig til tabell 1-3 i del 1 for en oversikt over avkastning og risiko i porteføljen de siste årene.

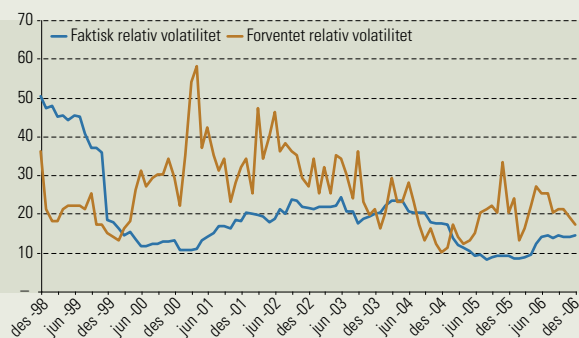
### Renteforvaltningen

Markedsverdien av renteporteføljen falt med 8,4 milliarder kroner til 132,4 milliarder i løpet av året. Porteføljeverdien falt med 7,8 milliarder kroner i forbindelse med at aksjeandelen i investeringsporteføljen ble økt fra 30 til 40 prosent i løpet av året. I tillegg reduserte en sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene verdien med 2,6 milliarder kroner. Positiv avkastning på investeringene økte verdien med 2,0 milliarder kroner.

### Eksterne renteforvaltere per 31.12.2006

Ved utgangen av året forvaltet elleve eksterne renteforvaltere med 17 mandater en forvaltningskapital på til sammen 24 milliarder kroner.

- Barclays Global Investors N.A.
- Bridgewater Associates Inc
- Hyperion Capital Management Inc
- Lehman Brothers Asset Management LLC
- Morgan Stanley Investment Management
- PanAgora Asset Management Inc
- Pareto Partners
- Putnam Advisory Company LLC
- Smith Breeden Associates Inc
- State Street Global Advisors
- TCW Asset Management Company



**Figur 3-16: Forventet og faktisk relativ volatilitet målt ved utgangen av hver måned 1999–2006. Basispunkter**

**Tabell 3-24: Renteavkastningen for hvert kvartal og for året 2006. Prosent**

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		Differanse
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	
1. kvartal	-1,13	-1,29	-3,07	-3,22	0,15
2. kvartal	-0,47	-0,50	-2,25	-2,27	0,02
3. kvartal	3,20	3,12	7,52	7,44	0,08
4. kvartal	0,27	0,19	-2,03	-2,10	0,07
<b>2006</b>	<b>1,83</b>	<b>1,49</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,51</b>	<b>0,33</b>

**Tabell 3-25: Avkastningen av aksjedelen i investeringsporteføljen i 2006. Prosent**

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		Differanse
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	
1. kvartal	6,81	6,87	4,72	4,77	-0,05
2. kvartal	-3,14	-2,99	-4,87	-4,72	-0,15
3. kvartal	5,51	5,60	9,93	10,02	-0,09
4. kvartal	7,21	7,11	4,76	4,66	0,09
<b>2006</b>	<b>17,03</b>	<b>17,26</b>	<b>14,72</b>	<b>14,95</b>	<b>-0,23</b>

**Tabell 3-26: Obligasjonsporteføljen per 31.12.2006 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)**

Karakter	Moody's	Karakter	Standard & Poor's
	Prosent av total markedsverdi		Prosent av total markedsverdi
Aaa	55,88	AAA	54,05
Aa	20,00	AA	10,63
A	11,59	A	16,39
Baa	5,98	BBB	6,81
Ba	1,66	BB	2,16
Lavere rating	0,97	Lavere rating	0,68
Ingen rating	3,92	Ingen rating	9,28

Ved utgangen av året ble om lag 84 prosent av porteføljen forvaltet internt i Norges Bank. I forvaltningen benyttes både utvidet indeksforvaltning, der hovedformålet er å oppnå markeds-eksponering i samsvar med referanseporteføljen, og aktive strategier med sikte på å oppnå meravkastning i forhold til referanseporteføljen. Om lag 16 prosent av porteføljen ble forvaltet av eksterne forvaltere, hovedsakelig med bruk av aktive strategier med sikte på å oppnå meravkastning. I tillegg er det satt ut noen mandater for utvidet indeksering

av pantsikrede obligasjoner i USA.

Tabell 3-24 viser renteporteføljens avkastning i 2006. Målt i internasjonal valuta var avkastningen 1,83 prosent. Brutto meravkastning var 0,33 prosentpoeng. Det var positive bidrag særlig fra intern renteforvaltning, men også eksterne forvaltning ga et positivt bidrag.

#### Aksjeforvaltningen

Markedsverdien av aksjeporteføljen var 92,1 milliarder kroner ved utgangen av 2006, noe som var en økning på 21,5 milliarder i løpet av året. Høy avkastning

i aksjemarkedene bidro til økningen med 13,5 milliarder kroner. Porteføljen ble tilført til sammen 9,8 milliarder kroner. 2,0 milliarder ble overført fra penge-markedsporteføljen, og 7,8 milliarder ble overført fra renteporteføljen i forbindelse med økningen av aksjeandelen. En sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene reduserte verdien med 1,8 milliarder kroner.

Hele aksjeporteføljen i investeringsporteføljen forvaltes internt, hovedsakelig som aktiv indeksering og relativ verdi-strategier. Det er imidlertid også foretatt en tilpasning av porteføljen som speiler deler av risikoprofilen i de eksterne mandatene. Denne bidro negativt i 2006.

Tabell 3-25 viser aksjeporteføljens avkastning i 2006. Målt i internasjonal valuta var avkastningen 17,0 prosent. Forvaltningen ga en mindreavkastning på 0,23 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen. I disse tallene er det ikke tatt hensyn til transaksjonskostnader ved uttrekk av enkeltelskap. Det er heller ikke hensyntatt kostnadene som påløp ved å øke aksjeandelen i investeringsporteføljen fra 30 til 40 prosent. Disse kostnadene utgjorde henholdsvis 0,2 og 4,1 basispunkter av resultatene.

#### 3.2.3 Risiko

Hovedstyrets retningslinjer definerer en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Den relative markedsrisikoen skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet. Figur 3-17 viser at den relative markedsrisikoen i hele 2006 har ligget godt innenfor den øvre grensen. Ved utgangen av året var forventet relativ volatilitet på 0,17 prosentpoeng.

Tabell 3-26 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering.

Tabell 3-27 gir en oversikt over risiko og markedseksponering i investerings-

Tabell: 3-27 Nøkkeltall for risiko og eksponering

Risiko		Faktisk				
		31.12.05	31.03.06	30.06.06	30.09.06	31.12.06
Markedsrisiko (prosentpoeng)	Relativ volatilitet	0,31	0,16	0,25	0,21	0,17
Aktivafordeling	Obligasjoner	66,58	60,74	61,23	60,70	58,96
	Aksjer	33,42	39,26	38,77	39,30	41,04
Markedsfordeling aksjer	Europa	48,56	50,00	50,91	51,18	52,40
	Amerika	39,79	36,58	35,58	35,51	34,61
	Asia/Oseania	11,65	13,42	13,51	13,31	12,99
Markedsfordeling obligasjoner	Europa	52,79	56,43	61,34	58,42	59,70
	Amerika	39,28	37,38	32,44	35,70	35,01
	Asia/Oseania	7,93	6,19	6,22	5,88	5,29
Eierandel (prosent)	Største eierandel maks. 5 %	0,97	0,68	0,82	0,95	1,23

porteføljen gjennom 2006. Tabellen viser at forvaltningen ved utgangen av hvert kvartal har vært innenfor hovedstyrets retningslinjer for markedsrisiko og eierandelsbegrensning. Det var et mindre brudd på hovedstyrets retningslinjer i tredje kvartal. Referanseporteføljen for renteforvaltningen ble feilvektet for canadiske obligasjoner. Feilvektningen ble korrigert og medførte ikke tap for porteføljen.

### Kostnader

Kostnadene ved forvaltningen av investeringsporteføljen består dels av utgifter til eksterne forvaltere, depotinstitusjoner, leverandører av oppgjørstjenester og andre eksterne tjenesteleverandører, og dels av Norges Banks interne driftskostnader.

NBIM har ansvaret for å forvalte Statens petroleumsfond og Statens petroleumsforsikringsfond i tillegg til valuta-

reservenes investeringsportefølje og petrobufferportefølje. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjørs- og depotinstitusjoner faktureres separat for hvert fond. De øvrige driftskostnader er felles for alle fond, og felleskostnadene fordeles ved hjelp av en fordelingsnøkkel. Felleskostnadene omfatter alle støttefunksjoner utført av andre deler i Norges Bank enn i NBIM. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter retningslinjene som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Kostnadene for forvaltningen av investeringsporteføljen var 130 millioner kroner i 2006. Det inkluderer avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje under forvaltning var kostnadene 0,06 prosentpoeng.

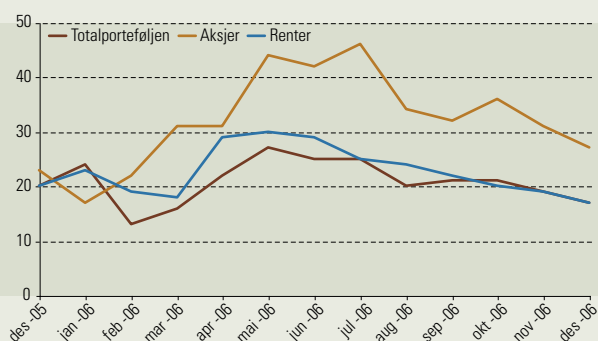
### 3.2.4 Petrobufferporteføljen

Tabell 3-28 gir en oversikt over tilførsler

til petrobufferporteføljen og overføringer fra denne til Statens pensjonsfond – Utland i 2006. Fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) fikk porteføljen tilført 166,5 milliarder kroner i løpet av året. I tillegg fikk porteføljen tilført valuta fra Norges Banks kjøp i markedet for til sammen 121,9 milliarder kroner.

Overføringen til Pensjonsfondet var på 288,3 milliarder kroner i 2006.

Ved utgangen av 2006 var markedsverdien av petrobufferporteføljen 23,7 milliarder kroner sammenlignet med 24,1 milliarder kroner 31. desember 2005. Petrobufferporteføljen hadde i fjerde kvartal en avkastning på -1,2 prosent målt i norske kroner. I absolutt beløp tilsvarer dette 418 millioner kroner. Den negative avkastningen skyldtes sterkere kronekurs. For 2006 var avkastningen 1,91 prosent.



Figur 3-17: Forventet relativ volatilitet ved hver månedslutt 2006. Basispunkter

**Tabell 3-28: Tilførsler til og overføringer fra petrobufferporteføljen i 2006. Millioner kroner**

Periode	Tilført fra SDØE	Valutakjøp i markedet	Overført til Pensjonsfondet	Markedsverdi ved kvartals-/ månedsslutt
1. kvartal	46 115	16 175	82 366	4 322
2. kvartal	40 660	28 321	69 550	3 497
3. kvartal	40 645	37 768	79 467	2 700
Oktober	11 030	19 574	30 348	2 758
November	12 814	20 013	26 567	8 374
Desember	15 288	–	–	23 688
4. kvartal	39 132	39 587	56 915	–
I 2006	166 552	121 852	288 298	–

### 3.3 Statens petroleumsforsikringsfond

#### 3.3.1 Mandat

Etter loven om Statens petroleumsforsikringsfond forestår Norges Bank den operative forvaltningen. Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift og skriftlige retningslinjer fra Olje- og energidepartementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale som regulerer forholdet mellom departementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter. Retningslinjer og forvaltningsavtale finnes på Norges Banks nettsted.

Olje- og energidepartementet har fastsatt en strategisk referanseportefølje

**Tabell 3-29: Referanseporteføljen per 31. desember 2006**

Valuta	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Euro	50,0	50,0
GBP	15,0	15,4
USD	35,0	34,6
<b>Sum</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

for fondet. Denne består av 50 prosent euro, 15 prosent britiske pund og 35 prosent amerikanske dollar. Referanseindeksen består av Lehman Global Aggregate Treasury (statsobligasjonsindekser) for de tre valutaene, samt et pengemarkedsinnskudd for å vekte renterisikoen målt ved modifisert durasjon i hver valuta til 4. I løpet av året varierer valutavektene med markedsutviklingen, men settes ved inngangen til juli måned hvert år tilbake til de strategiske valutavektene.

Tabell 3-29 viser valutavektene i fondets strategiske og faktiske referanseportefølje per 31. desember 2006.

Olje- og energidepartementet har bestemt at markedsrisikoen definert som avvik fra referanseporteføljen aldri skal overstige 0,75 prosentpoeng forventet relativ volatilitet. Videre har departementet bestemt at renterisikoen målt ved modifisert durasjon på den samlede porteføljen av rentebærende instrumenter og tilknyttede derivater maksimalt skal være 5.

#### Modifisert durasjon

Olje- og energidepartementets grense for renterisiko i forvaltningen bruker risikomålet modifisert durasjon. Durasjonen til en obligasjon er tiden det i gjennomsnitt tar før alle kontantstrømmer (rentekupper og hovedstol) forfaller til betaling. Modifisert durasjon gir i tillegg uttrykk for hvor følsom porteføljeverdien er for endringer i rentenivået, og forteller hvor mange prosent verdien av porteføljen vil gå ned med dersom rentene stiger med 1 prosentpoeng for alle løpetider.

#### 3.3.2 Hovedtall for avkastningen i 2006

Markedsverdien av Petroleumsforsikringsfondet var 15,2 milliarder kroner ved utgangen av 2006. Dette var

**Tabell 3-30: Markedsverdien av Petroleumsforsikringsfondet ved utgangen av hvert kvartal. Millioner kroner**

	31.12.2005	31.03.2006	30.06.2006	30.09.2006	31.12.2006
EUR	7 038	6 906	7 389	7 696	7 596
GBP	2 120	2 073	2 220	2 349	2 343
USD	5 039	4 835	5 092	5 492	5 248
Total markedsverdi	14 197	13 814	14 700	15 535	15 187

en økning på 1,0 milliard kroner fra inngangen til året. Premieinnbetalingen fra Olje- og energidepartementet for 2006 var 1,2 milliarder kroner. I løpet av året ble det foretatt skadeutbetalinger for 462,2 millioner kroner.

Markedsverdiene av Petroleumsforsikringsfondets valutaporteføljer ved utgangen hvert kvartal i 2006 fremgår av tabell 3-30. Porteføljen blir forvaltet internt i Norges Bank og har hele tiden ligget svært nær referanseporteføljen.

Porteføljen er i hovedsak investert i statsobligasjoner og andre obligasjoner som er inkludert i Lehman-indeksens delsektor for andre offentlige obligasjoner ("Government-related"). I tillegg er det adgang til å investere i tyske panteobligasjoner utstedt mot sikkerhet i lån tatt opp av offentlig sektor ("Öffentliche Pfandbriefe"), i kortsiktige pengemarkedsinstrumenter og i ikke-børsnoterte rentederivater.

I 2006 var Petroleumsforsikringsfondets avkastning 2,17 prosent målt i den valutakurv som tilsvarer sammensetningen av referanseporteføljen, jf. tabell 3-31. Målt i norske kroner var avkastningen 1,34 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av 2006 har styrket seg mot de valutastlagene som inngår i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble mindre verdt i

**Tabell 3-31: Avkastningen for Statens petroleumsforsikringsfond. Prosent**

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		Differanse
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	
1. kvartal	-0,71	-0,72	-2,38	-2,39	0,00
2. kvartal	-0,07	-0,08	-1,63	-1,64	0,01
3. kvartal	2,52	2,50	7,06	7,04	0,01
Oktober	0,39	0,41	1,43	1,45	-0,02
November	0,60	0,58	-3,01	-3,04	0,02
Desember	-0,55	-0,54	0,20	0,21	-0,01
4. kvartal	0,44	0,44	-1,42	-1,42	0,00
<b>Året 2006</b>	<b>2,17</b>	<b>2,14</b>	<b>1,34</b>	<b>1,31</b>	<b>0,03</b>

forhold til kronen. Den faktiske avkastningen var 0,03 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen. Det tilsvarer om lag 3,0 millioner kroner.

De faktiske avkastningstallene inneholder normale transaksjonskostnader forbundet med indeksering av porteføljen. Disse kostnadene tas ikke med ved beregning av referanseavkastningen. Norges Bank anslår at de er om lag 0,01 prosent av porteføljeverdien per år. På den annen side inngår inntekter fra utlån av obligasjoner i de faktiske avkastningstallene, men ikke i referanseavkastningen. Utlånsvirksomheten drives både internt og gjennom enkelte

av de eksterne depotinstitusjonene. Inntektene fra denne typen virksomhet var i 2006 på 10,6 millioner kroner, noe som tilsvarer en årsrate på 0,07 prosent, regnet som andel av fondets gjennomsnittlige markedsverdi.

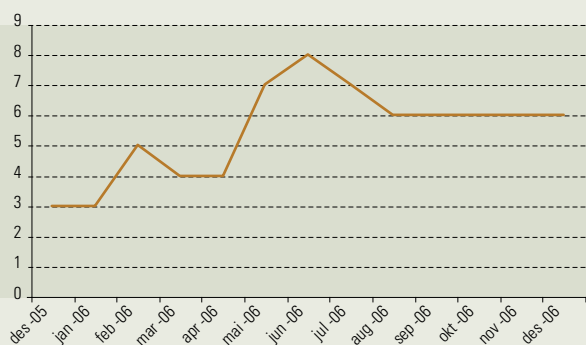
Tabell 3-32 viser avkastningen og meravkastningen av Statens petroleumsforsikringsfond hvert år siden 1998. Den gjennomsnittlige årlige meravkastningen i perioden på 0,08 prosentpoeng tilsvarer 78,8 millioner kroner.

### 3.3.3 Risiko Markedsrisiko

Olje- og energidepartementets retningslinjer fastsetter en grense for markeds-

**Tabell 3-32: Avkastningen av Statens petroleumsforsikringsfond i perioden 1998–2006**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Gj.snitt 1998–2006
Faktisk avkastning	3,27	-1,06	6,92	5,68	7,90	3,56	5,64	4,28	2,17	4,23
Referanseavkastning	3,38	-0,85	6,78	5,48	7,74	3,46	5,42	4,15	2,14	4,16
Meravkastning	-0,11	-0,21	0,15	0,19	0,16	0,10	0,22	0,14	0,03	0,08



**Figur 3-18: Forventet relativ volatilitet siste tolv måneder. Basispunkter**

risikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Denne relative markedsrisikoen skal alltid være lavere enn 0,75 prosentpoeng relativ volatilitet. Den relative markedsrisikoen har gjennom hele 2006 ligget godt innenfor den øvre grensen, jf. figur 3-18.

Etter Olje- og energidepartementets retningslinjer skal gjennomsnittlig modifisert durasjon i hver valuta være 4 i referanseporteføljen og ikke høyere enn 5 i den faktiske porteføljen samlet. Tabell 3-33 viser porteføljens modifiserte durasjon per 31. desember 2006.

#### Kredittrisiko

Tabell 3-34 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's. I tabellen er byråenes detaljerte inndeling slått sammen til hovedkarakterer, for eksempel ved at Moody's Aa inneholder både Aa1, Aa2 og Aa3. Videre er statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering. Moody's har vurdert en større andel av porteføljen i beste kredittvurderingsklasse enn Standard&Poor's.

#### Overholdelse av forskriften

Tabell 3-35 gir en oversikt over grensene for risikoeksponering som er fastsatt i forskriften og retningslinjene, og den viser den faktiske tilpasningen av porteføljen i forhold til grensene ved slutten av kvartalet.

#### Kostnader

Forvaltningsavtalen mellom Olje- og energidepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøringen Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsforsikringsfondets portefølje. For 2006 ble det fastsatt en godtgjøringssats på 0,06 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av porteføljen. Samlet for 2006 var godtgjøringen 8 741 086 kroner.

**Tabell 3-33: Porteføljens modifiserte durasjon fordelt på valuta per 31. desember 2006**

Valuta	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen
EUR	3,89	3,96
GBP	3,98	4,05
USD	3,97	4,05
<b>SUM</b>	<b>3,93</b>	<b>4,00</b>

**Tabell 3-34: Porteføljen per 31. desember 2006 fordelt etter kredittvurdering. Prosent**

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total markedsverdi	Karakter	Prosent av total markedsverdi
Aaa	65,74	AAA	59,20
Aa	29,24	AA	16,01
A	3,41	A	23,20
Ingen vurdering	1,61	Ingen vurdering	1,59

**Tabell 3-35: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering**

Risiko	Grenser	Faktisk				
		31.12.05	31.03.06	30.06.06	30.09.06	31.12.06
Markedsrisiko	Maksimalt 0,75 prosentpoeng relativ volatilitet	0,03	0,04	0,08	0,06	0,06
Rente- risiko	Modifisert durasjon maks 5	3,93	3,92	3,98	3,98	3,93





## 4.1 Utøvelse av eierskap

Norges Bank forvalter aksjer i mer enn 3500 selskaper. Eierskapsutøvelsen handler om hvordan vi benytter eierrettighetene i disse selskapene og dermed er med på å påvirke selskapene og markedene banken investerer i.

Ifølge de etiske retningslinjene Finansdepartementet har fastsatt for Statens pensjonsfond – Utland, er det overordnede målet for Norges Banks utøvelse av eierrettigheter å sikre de finansielle interessene. Eierskapsutøvelsen skal bygge på at det er en lang tids-horisont for investeringene, og at de er bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset. Den skal i hovedsak baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper. Retningslinjene sier videre at det skal fremgå av Norges Banks interne retningslinjer for utøvelse av eierrettigheter hvordan prinsippene i de nevnte dokumentene integreres i eierskapsutøvelsen. Dette har Norges Bank gjort i *Prinsipper for eierskapsutøvelse og ivaretagelse av finansielle verdier* som bankens hovedstyre fastsatte i desember 2004. Norges Banks hovedstyre har vedtatt at tilsvarende regler skal gjelde for bankens egne valutaeserver.

Prinsippene legger til grunn at selskapene fondet er investert i, skal opptre i samsvar med de internasjonalt anerkjente prinsippene som er nevnt ovenfor. Det stilles en rekke krav til selskapene når det gjelder deres formål, strategi og åpenhet. Videre stilles det krav til selskapenes styringsform og struktur, samt til langsiktig bærekraft ved at selskapene må ta hensyn til virkningen av egne aktiviteter på miljøet og samfunnet for øvrig. Prinsippene inkluderer også en omtale av virkemidler i eierskapsutøvelsen, samt Norges Banks rapportering om sin eierskapsutøvelse.



Norges Banks hovedstyre har i strategiplanen for NBIM (jf. kapittel 5.1) fastlagt prioriteringene for eierskaps-

### Etiske regler og eierskapsutøvelse

I 2004 fastsatte Finansdepartementet etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utland. Norges Banks hovedstyre har vedtatt at tilsvarende regler skal gjelde for bankens egne valutaeserver. De etiske retningslinjene bygger på to grunnlag:

- Fondet er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom. Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling.
- Fondet skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlater, som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljøødeleggelser.

Det etiske grunnlaget for fondet skal fremmes gjennom følgende tre virkemidler:

- eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper;
- negativ filtrering fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper;
- uttrekk av selskaper fra investeringsuniverset der det anses å være en uakseptabel risiko for å medvirke til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konflikt-situasjoner, alvorlig miljøskade, grov korrupsjon eller andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

Eierskapsutøvelse er Norges Banks ansvar. Hovedstyret i Norges Bank har vedtatt prinsipper for denne eierskapsutøvelsen. Negativ filtrering og uttrekk av selskaper besluttet av Finansdepartementet, ikke av Norges Bank. Regjeringen har oppnevnt et eget etikkråd som gir råd til Finansdepartementet. Departementet gir instruks om uttrekk til Norges Bank. Dette og neste kapittel gir en omtale av eierskapsutøvelsen og en oversikt over de selskaper som er trukket ut fra investeringsuniverset ved utgangen av 2006.

utøvelsen. I en separat temaartikkel gjør vi nærmere rede for prioriteringene av eierskapsutøvelsen de neste årene. En annen temaartikkel belyser hvorfor og hvordan stemmegivning er et viktig virkemiddel for å sikre en forsvarlig forvaltning av verdiene.

#### 4.1.1 Aktiviteter 2006

Fra 2003 har Norges Bank gradvis bygget opp kapasitet og kompetanse på eierskapsutøvelse. Tidligere utøvde de

eksterne forvalterne stemmerett for de midlene som de forvaltet på oppdrag fra NBIM. Fra 1. januar 2005 overtok NBIM stemmegivningen for hele aksjeporteføljen for å sikre en mer konsis og konsistent stemmegivning i samsvar med bankens prinsipper. I 2003 og 2004 ble det stemt på et begrenset antall selskaper i de internt forvaltede porteføljene, men fra og med 2005 ble de fleste selskaper i porteføljen dekket, samtidig som fokus og ressursinnsats i større grad ble rettet

mot kontroversielle saker, dvs. saker av sammensatt karakter som krever dypere analyse. Vi har utviklet interne systemer og databaser med informasjon om saker som skal opp til behandling på generalforsamlinger.

I siste del av 2005 ble det etablert en egen gruppe for eierskapsutøvelse i NBIM, og virksomheten er trappet opp. Norges Bank har i løpet av året arbeidet med et bredt spektrum av saker, særlig i forbindelse med stemmegivningen. I tillegg er det gjennom analyse- og utredningsarbeid valgt ut satsningsområder som vi anser som særlig viktige for å sikre langsiktig avkastning og bærekraft. Viktigheten av å få til samarbeid med andre investorer der vi ser det er felles interesser og gevinster å hente, gjenspeiles i det arbeidet som er nedlagt i å opparbeide nettverk og samarbeid med andre internasjonale pensjonsfond.

I 2006 har gruppen hatt ressurser tilsvarende seks årsverk til rådighet. Det planlegges at det ved utgangen av 2007 arbeider rundt ti personer i gruppen, i tillegg til at gruppen har et budsjett på 10 millioner kroner til gjennomføring av stemmegivning, utvikling og kjøp av IT-systemer, kjøp av ekstern analyse, kommunikasjonstjenester og eksterne konsulenttjenester knyttet til bestemte tematiske områder.

### Strategiplan for eierskapsutøvelse

I strategien for eierskapsutøvelsen har Norges Bank valgt ut seks satsingsområder, relatert til så vel eierrettigheter som sosial og miljømessig bærekraft. Sentrale kriterier for utvelgelsen av disse områdene var blant annet: viktighet for den langsiktige avkastningen, sannsynlighet for at en investor som NBIM kan skape faktiske endringer, mulighet for å identifisere relevante enkeltelskaper, bransjer og jurisdiksjoner, samt mulig samarbeid med andre investorer slik at sannsynligheten for gjennomslag øker.

Satsningsområdene er diskutert i større detalj i en egen temaartikkel ("Satsningsområder for eierskapsutøvelsen: selskapsstyring, barn og miljø") og omfatter fire områder som generelt er relatert til

eierskapsrettigheter:

- retten til å stemme
- retten til å nominere og velge styremedlemmer
- retten til å handle fritt med sine aksjer
- retten til åpen og rettidig informasjon

Dette er sentrale rettigheter som er nødvendige for å oppnå reell innflytelse og dialog med selskapene. De utgjør også en forutsetning for arbeidet med sosiale og miljørelaterte spørsmål. Samtidig er det slik at disse rettighetene i varierende grad blir hindret eller er svakt utviklet i flere markeder, bl.a i Europa og i USA.

Det vil videre bli satset på følgende to områder for fremtidig sosial og miljømessig bærekraft:

- barns rettigheter innenfor verdikjeden til multinasjonale selskaper, særlig relatert til begrensning av barnearbeid og tiltak for å sikre barns helse;
- selskapers agering overfor nasjonale og overnasjonale myndigheter i spørsmål relatert til langsiktige miljøforandringer – dette inkluderer bl.a. risikoen for alvorlig klimaendring, ødeleggelse av økosystemer og biodiversitet og omfattende og langsiktig ødeleggelse av vannressurser og tilgang på rent vann.

Dette er begge temaer som harmonerer godt med Norges Banks langsiktige perspektiv som investor, og som er omhandlet i ovennevnte internasjonale standarder som eierskapsutøvelsen er basert på.

### Gjøre Norges Banks prinsipper for eierskapsutøvelse kjent

NBIM har i 2006 arbeidet videre for å gjøre bankens prinsipper for eierskapsutøvelse kjent, både i porteføljeselskapene og blant andre investorer. Den viktigste skriftlige kommunikasjonen, utover direkte kontakt med enkeltelskaper, har skjedd gjennom Årsrapporten for 2005 med tilhørende temaartikler, samt gjennom tidsskriftsartikler, kronikker, foredrag, seminarer og konfe-

ranser. NBIM har holdt en rekke foredrag og deltatt i flere paneler for ledende investorer og aktive parter innen eierskapsutøvelse på internasjonale konferanser. NBIMs virksomhet innen eierskapsutøvelse er også blitt dekket i internasjonal presse.

Norges Banks prinsipper for eierskapsstyring er lett tilgjengelige gjennom Norges Banks nettsider og er også tilgjengelige i papirform. Disse prinsippene vil bli revidert og oppdatert i 2007.

For NBIM er det også viktig å kommunisere med interesserte miljøer i Norge om eierskapsutøvelsen og prinsippene bak den. NBIM har derfor i 2006 bidratt med en rekke offentlige foredrag om virksomheten og strategien for eierskapsutøvelse og etikk i Norges Bank.

### Stemmegivning og kontakt med porteføljeselskaper

Stemmegivning på selskapenes generalforsamling er et viktig virkemiddel i eierskapsutøvelsen og legitimerer all annen selskapskontakt. Stemmegivningen skjer i overensstemmelse med retningslinjene for eierskapsutøvelsen. Det sikrer en konsis, fokusert og global stemmegivning. For 2006 dekket vi de fleste selskapene i porteføljen, samtidig som fokus og ressursinnsats ble rettet mot kontroversielle saker, dvs. saker av sammensatt karakter som krever dypere analyse. I et eget avsnitt i dette kapitlet redegjør vi nærmere for stemmegivningen i 2006.

Stemmegivningen skjer gjennom fullmakt ("proxy") gitt til en representant som møter på generalforsamlingen og stemmer på NBIMs vegne. Majoriteten av institusjonelle investorer, spesielt når stemmegivning skjer på tvers av landegrensener, avgir stemme gjennom slik fullmakt gitt til representant. I europeiske land eier utlendinger mellom 30 og 80 prosent av aksjene i børsnoterte selskaper, men nasjonale lovbestemmelser om generalforsamling og stemmegivning er i liten grad tilpasset dette forholdet. Det er ingen felles standarder som regulerer praktisering rundt stemmegivning. Selv innenfor ett og samme marked kan kravene variere. Avstemningsregler som

historisk sett kan ha vært godt begrunnet, er i mange land ikke blitt tilpasset til stemmegivning gjennom fullmakt.

Stemmegivning på tvers av landegrensar kan derfor være ressurskrevende, kostbar og i mange tilfeller vanskelig å gjennomføre. Som en del av operasjonaliseringen av strategiområdet *Retten til å stemme ved generalforsamlinger* startet NBIM i 2006 et omfattende arbeid med å kartlegge aktører, markedspraksis og reguleringer som er relevante for stemmegivningen i de viktigste markedene for fondet, for på denne måten å fremme effektiv global stemmegivning. Denne kartleggingen er et viktig utgangspunkt for NBIMs arbeid med å sikre at stemmegivning på tvers av landegrensar blir enklere og mindre ressurskrevende.

Gjennom eierskapsutøvelsen søker NBIM å sikre at aksjonærenes interesser er tilstrekkelig ivaretatt av selskapenes styrende organer. NBIM vil derfor i sin kontakt med selskapene i hovedsak kommunisere med selskapets styre, og da først og fremst styrets leder. NBIM søker alltid å opptre gjennomtenkt og forutsigbart som eier. Dette er viktig for at både NBIMs porteføljeselskaper og andre investorer skal kunne ha tillit til eierskapsutøvelsen. Selskapskontakt er i utgangspunktet alltid konfidensiell. NBIM søker imidlertid å være mest mulig åpen om de områdene og den type saker det fokuseres på, og de prinsippene det bygges på.

I 2006 har NBIM også inkludert direkte selskapskontakt som del av eierskapsutøvelsen, i tillegg til stemmegivning, nettverksbygging, myndighetskontakt og arbeid med (og offentliggjøring av) overordnede prinsipper. I denne sammenheng har mye vekt ligget på grunnleggende selskaps- og sektoranalyser og tilhørende engasjementsprosjekter som for fullt blir satt ut i livet i 2007, særlig relatert til våre satsingsområder. Men vi har også innledet direkte kontakt med enkeltelskaper i 2006. I flere saker der NBIM valgte ikke å støtte styret i avstemning på en generalforsamling, tok vi kontakt med selskapet for å forklare bankens synspunkter, og i noen tilfeller

for å be om videre kommunikasjon rundt temaene. Slik selskapskontakt var både relatert til temaer knyttet til eierrettigheter, så vel som til sosiale og miljømessige temaer. I 2006 iverksatte NBIM prosesser mot elleve enkeltelskaper som en del av arbeidet med satsingsområdene og som et ledd i oppfølgingen av stemmegivningen.

Aktiv eierskapskontakt med enkeltelskaper vil foregå over tid og i mange former. Hvordan dette skjer konkret, vil avhenge av både tema, utvikling i saken, hvordan selskapet responderer, og ikke minst hvorvidt andre eiere eller andre interessegrupper engasjerer seg.

I enkelte omstridte saker rundt kontrollspørsmål, for eksempel der en stor aksjonær prøver å skifte ut deler av styret fordi man mener styret står for en strategi som ikke er den beste for selskapet, har NBIM kommunisert med de ulike aktørene i forkant av avstemningen for å få et bedre grunnlag for endelig stemmegivning. I flere tilfeller der vi støttet aksjonærforslag som oppnådde flertall, men der styret ikke var tvunget til å gjennomføre forslaget og heller ikke gjorde det, tok NBIM kontakt med selskapet i ettertid for å følge opp saken.

NBIM henvendte seg til utvalgte selskaper som på selskapenes generalforsamling i 2006 hadde saker til avstemning relatert til menneskerettigheter, med vekt på arbeidsforhold hos underleverandører. NBIM oppfordret bl.a. ett selskap til å offentliggjøre de retningslinjene det har overfor sine utenlandske leverandører. I andre tilfeller ba NBIM selskapene om å utdype hvordan de vil følge opp og rapportere til aksjonærene om tiltak relatert til arbeidstakerrettigheter og menneskerettigheter i forbindelse med selskapets virksomhet i utlandet.

NBIM henvendte seg også til en gruppe selskaper innen energisektoren som har aktiviteter i områder der det er risiko for alvorlige brudd på menneskerettigheter som direkte følge av virksomheten. I tillegg til å uttrykke sitt syn ba NBIM om konkrete svar på hvilke konsekvenser selskapenes aktiviteter har for lokalbefolkningen i de berørte områdene,

og om selskapene selv hadde iverksatt tiltak for å hindre eventuelle brudd på menneskerettighetene.

NBIM kontaktet, sammen med en gruppe andre investorer, styremedlemmer i et stort europeisk energiselskap i forbindelse med et foreslått oppkjøp. Gruppen av investorer uttrykte bekymring for at bytteprisen for aksjene ikke avspeilet de reelle verdier i selskapet, samt at den største aksjonæren i det fusjonerte selskapet ville få full kontroll uten å betale minoritetsaksjonærene en kontrollpremie for dette.

I flere tilfeller blir kontakten som vi har nevnt eksempler på ovenfor, fulgt opp videre i 2007 med sikte på videre prosesser. I tillegg tar NBIM kontakt med et ytterligere antall selskaper i forbindelse med forberedelsene til porteføljeselskapenes generalforsamlinger våren 2007.

#### **Kontakt med regulerende myndigheter**

NBIM ga i løpet av 2006 innspill til høringer o.l. for å bidra til at myndighetsorganer, børser og andre regulerende myndigheter utvikler og overvåker regelverk som best mulig sikrer ivaretagelse av eierrettigheter i samsvar med Norges Banks prinsipper. NBIM deltok blant annet i høringsrunden til IASB (International Accounting Standards Board), som utarbeider internasjonale regnskapsstandarder, knyttet til hvilken informasjon av betydning for selskapets stilling, utover den rent finansielle, som bør inkluderes i ledelsens beretningsdel i årsrapporteringen.

NBIM kontaktet også gjennom brev og samtaler det amerikanske kredittilsynet, Securities and Exchange Commission (SEC), i forbindelse med nye regler for hva amerikanske selskaper skal offentliggjøre om lederlønninger, samt i forbindelse med den pågående diskusjonen rundt aksjonærs mulighet til å velge og avsette styremedlemmer i amerikanske selskaper. Som en del av satsingsområdet *Retten til å nominere og velge styremedlemmer* engasjerte NBIM seg i debatten rundt fortolkningen av SECs rolle i forbindelse med godkjenning av aksjonærforslag til amerikanske

selskapers generalforsamlinger. I den forbindelse ble det i siste kvartal av 2006 forberedt møter med formannen og andre styremedlemmer i SEC. Møtene ble avholdt i Washington i januar 2007.

#### **Kontakt og samarbeid med andre investorer**

Eieraktiviteter for å påvirke selskaper og markedsstandarder er ressurskrevende og vil falle på de investorene som utfører aktivitetene, mens resultatene som oppnås, vil komme alle aksjonærene til gode. Gjennom å opptre koordinert vil eierne kunne styrke sin innflytelse. NBIM anser det derfor som strategisk viktig å delta i både uformelle og mer formaliserte nettverk.

Brede globale og regionale nettverk representerer plattformen for kontaktskaping, utveksling av synspunkter, kunnskapsspredning og formulering av representative synspunkter overfor regulerende myndigheter og andre standardsettere i markedene.

NBIM er medlem av International Corporate Governance Network (ICGN), et verdensomspennende nettverk for investorer og tjenesteleverandører innen eierskapsutøvelse og selskapsstyring. ICGNs medlemmer forvalter til sammen anslagsvis 10 000 milliarder dollar. Nettverket tar opp sentrale emner innen eiermedvirkning og selskapsstyring ved blant annet å avholde globale og regionale møter og organisere faglig arbeid i ulike komiteer. ICGN henvender seg til nasjonale og overnasjonale myndigheter, regnskapsstandardsettere og andre toneangivende aktører i markedene.

I 2006 deltok NBIM i Council of Institutional Investors (CII), et forum for eierstyring bestående av institusjonelle aksjeeiere i USA. I tillegg til å tilrettelegge for dialog med myndigheter og andre standardsettere søker nettverket å bedre markedspraksis, blant annet ved å utarbeide en liste med et utvalg selskaper der styringssystemer og praksis anses som utilfredsstillende.

NBIM er engasjert i uformell nettverksbygging blant større, globalt diversifiserte investorer. Slike nettverk anses

som nyttige både for håndtering av saker ad hoc, spesielt når det gjelder enkelt-selskaper, og for å oppnå en bedre investorkoordinering på lengre sikt.

NBIM arbeidet høsten 2006 med de store nederlandske pensjonsfondene ABP og PGM og britiske Hermes for å gi en felles uttalelse til det amerikanske kredittilsynet vedrørende investorers muligheter til å påvirke valg og utskifting av styremedlemmer i amerikanske bedrifter (jf. omtale ovenfor).

NBIM deltok i 2005–2006 i utarbeidelsen av FNs "Principles for Responsible Investment" (PRI) og ved lanseringen av prinsippene i april 2006. PRI tar utgangspunkt i at naturmiljø, sosiale forhold og selskapsstyring kan innvirke på fondenes avkastning. Investorer og forvaltere har tradisjonelt rettet lite oppmerksomhet mot slike omgivelsesfaktorer. Gjennom seks prinsipper forplikter undertegnende investorer seg blant annet til å analysere disse faktorene, samarbeide om dem, være aktive eiere, kreve god rapportering fra selskapene og å rapportere om egne aktiviteter. NBIM presenterte og drøftet prinsippene på møter med store institusjonelle investorer i Japan i oktober og på en FN-konferanse i Afrika i november.

Det internasjonale initiativet EITI ("Extractive Industries Transparency Initiative") tar sikte på å bekjempe korrupsjon og øke transparensen i land som er rike på naturressurser. NBIM har sluttet seg til den delen av EITI som heter "Investors' Statement on Transparency in the Extractives Sector". Initiativet tar til orde for at det er i porteføljeselskaperes egen interesse å operere i et forretningsklima preget av stabilitet, åpenhet og respekt for loven. Investorene støtter derfor prinsipper om at private og offentlige aktører skal offentliggjøre alle betaler og avtaler om utvinning av råvarer og energiressurser. NBIM bruker dette initiativet som utgangspunkt for å kreve åpenhet fra porteføljeselskaper med virksomhet innen utvinning av naturressurser, særlig i land med svak regulering og omfattende korrupsjon.

#### **4.1.2 Nærmere om stemmegivningen i 2006**

Norges Banks retningslinjer for stemmegivning bygger på prinsippene for eierskapsutøvelsen. Utgangspunktet er å sikre de langsiktige finansielle interessene til porteføljen. I samsvar med prinsippene for eierskapsutøvelse har vi støttet saker som fremmer at:

- foretaket har en klart definert forretningsstrategi som er forankret i styret
- foretaket legger frem tilstrekkelig informasjon om sin økonomiske og finansielle stilling og andre relevante forhold
- det er etablert interne styrings- og kontrollsystemer som er tilpasset virksomheten
- foretakets styre ivaretar interessene til samtlige aksjonærer
- styret består av et tilstrekkelig antall styremedlemmer med relevante og tilstrekkelige kvalifikasjoner, hvor mer enn flertallet er uavhengige
- styret skal kunne stilles til ansvar for sine beslutninger
- at selskapet rapporterer åpent om sin policy og sine handlinger vedrørende ivaretagelse av menneskerettigheter og selskapets innvirkning på miljø og lokalsamfunn

Vi gir under en nærmere beskrivelse av Norges Banks stemmegivning i 2006 og viser hvordan aktiviteten er fordelt på hovedtyper av saker. Vi går særlig inn på saker der vi har støttet aksjonærforslag og gått mot selskapsledelsens egne anbefalinger. Norges Bank har startet et arbeid for å muliggjøre en enda mer detaljert rapportering på selskapsnivå. Slik offentliggjøring vil skje fra og med 2007, i forbindelse med den årlige rapporteringen om eierskapsutøvelsen.

#### **Antall møter**

Tabell 4-1 gir en oversikt over antall møter der Norges Bank utøvde stemmeretten i 2006.

I 2006 stemte Norges Bank på 2928 generalforsamlinger, noe som utgjorde 79 prosent av de møtene som ble holdt. I de europeiske markedene var stemme-

andelen lavere enn i de andre regionene. Hovedårsaken er praksisen med å blokkere for salg de aksjene det er stemt for i perioden fra stemmegivningen til generalforsamlingen finner sted. Blokkering av aksjer påvirker handlefriheten til den enkelte porteføljeforvalteren, og det er derfor bare i spesielle tilfeller vi stemmer på generalforsamlingen til et selskap som vil blokkere sine aksjer. Stadig flere markeder og selskaper går bort fra praksisen med å blokkere aksjer, og vi forventer derfor at vi etter hvert vil stemme på flere møter i denne regionen.

Som vist i figur 4-1 har 26 prosent av møtene vi har stemt på, vært i selskaper i USA, 17 prosent i europeiske selskaper og 22 prosent i japanske selskaper.

#### Antall saker

På de i underkant av 3000 generalforsamlingene stemte NBIM i 26 826 saker. Det kan enten stemmes for, imot eller avholdende i en enkelt sak. Det må stemmes i alle saker på agendaen når man først stemmer. Det er ledelsen i selskapene som fremmer de fleste sakene, men det er også mulig for aksjonærer å fremme forslag. Nærmere 3 prosent av forslagene vi stemte på, var slike aksjonærforslag. Aksjonærforslag er svært vanlige i USA, relativt vanlige i Japan, men mer sjeldne i Europa. Norges Bank stemte imot 8 prosent av ledelsens forslag og støttet 52 prosent av aksjonærforslagene.

De ulike sakene som var foreslått til generalforsamlingene, kan deles i syv kategorier, som vist i figur 4-2:

Nærmere 55 prosent av sakene var i kategorien "Styrerelatert" og knyttet til

Tabell 4-1: Stemmegivning 2006 / Antall møter

Møter/region	Antall	Stemt	Stemt %
Amerika	1227	1156	94 %
Europa	1017	505	50 %
Asia/Oseania	1475	126	86 %
<b>Totalt</b>	<b>3797</b>	<b>2928</b>	<b>79 %</b>

"Antall" er antall møter som har blitt holdt i løpet av året i selskapene som inngår i porteføljen.  
"Stemt" angir antall møter der stemmeretten er utøvd.

valg av styremedlemmer og styrets struktur. 20 prosent av sakene var av mer rutinemessig karakter, samlet i kategorien "Rutine/virksomhet". Disse sakene inkluderer blant annet vedtektsendringer, godkjenning av regnskap, årsrapport og utbytte samt godkjenning av revisorer og deres honorarer. 10 prosent av sakene var knyttet til bonuser og avlønningsplaner i form av egenkapitalinstrumenter, og disse er samlet i kategorien "Avlønning". 8 prosent av forslagene var inkludert i "Kapitalisering", mens 4 prosent var i kategorien "Reorganisering", som blant annet inneholder forslag om generalforsamlingens godkjenning av oppkjøp og sammenslåinger. 3 prosent var aksjonærforslag, og til sist var under 1 prosent i kategorien "Mekanismer mot oppkjøp", som er saker knyttet til ulike typer hindre et selskap kan innføre for å gjøre det vanskeligere for et annet selskap å kjøpe det opp.

#### Stemmegivning imot ledelsens anbefaling

NBIM stemte imot ledelsens anbefaling i 2164 saker. Vi støttet 92 prosent av ledelsens forslag, noe som er naturlig fordi vi i de fleste tilfeller har tiltro til måten

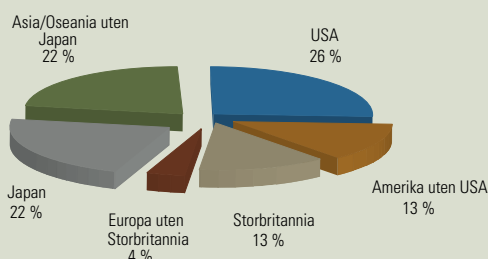
selskapet ledes på. Mer enn halvparten av tilfellene der vi stemte imot ledelsen, var i selskaper i Asia/Oseania-regionen, en tredjedel var i Amerika-regionen og omtrent en tiendedel av tilfellene var i Europa. Over 40 prosent av de sakene der vi stemte imot ledelsens forslag, var innen kategorien "Styrerelatert", og vel en fjerdedel var knyttet til avlønning.

Tabell 4-2 viser i hvilken grad vi stemte imot ledelsen i de ulike regionene for de ulike type sakene. I Amerika stemte vi imot 8 prosent av ledelsens forslag, i Europa 4 prosent og i Asia/Oseania 10 prosent. I Amerika stemte NBIM imot ledelsen imellom 5 og 15 prosent av sakene innen alle sakskategoriene. I Europa var NBIMs motstand mot ledelsens forslag størst i saker knyttet til avlønning. I Asia/Oseania ga ikke NBIM sin støtte til ledelsen i over 60 prosent av sakene knyttet til mekanismer mot oppkjøp, og i saker knyttet til avlønning, kapitalisering og oppkjøp stemte vi imot ledelsen i nærmere en tredjedel av sakene.

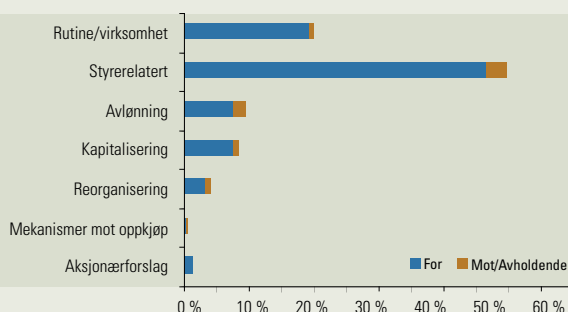
NBIM stemte imot ledelsens anbefaling blant annet i følgende type saker:

#### Rutine/virksomhet

NBIM stemte imot ledelsens anbefaling i



Figur 4-1: Stemmegivning 2006 / Regionfordeling 2006



Figur 4-2: Stemmegivning 2006 / Type saker

Tabell 4-2: Stemmegivning 2006 / Mot ledelsens anbefaling

	Totalt antall saker	Mot ledelsens anbefaling	
Rutine/virksomhet	5426	194	4 %
Styrerelatert	14 683	887	6 %
Avlønning	2588	566	22 %
Kapitalisering	2270	268	12 %
Reorganisering	1084	213	20 %
Mekanismer mot oppkjøp	113	36	32 %
<b>Totalt</b>	<b>26 164</b>	<b>2164</b>	<b>8 %</b>

4 prosent av saker av mer rutinemessig karakter. Vi stemte imot foreslått revisor på grunn av sterke interessekonflikter og mangel på uavhengighet; dette gjaldt spesielt i Japan. Vi støttet ikke godkjenning av årsrapportering på grunn av mangel på informasjon og fordi det foreslåtte utbyttet ble ansett som for lavt gitt selskapets gode resultater over flere år. I mange tilfeller støttet vi ikke foreslåtte endringer i selskapsvedtektene på grunn av mangel på informasjon og fordi endringene ville gi styret økte fullmakter ved at enkelte beslutninger ikke lenger skulle behandles av generalforsamlingen.

#### Styrerelatert

NBIM stemte imot ledelsens anbefaling i 6 prosent av styrerelaterte saker. I en rekke amerikanske og asiatiske selskaper stemte vi avholdende eller imot ved valg av styremedlemmer fremmet av ledelsen på grunn av at uavhengige styremedlemmer ikke var i flertall, og fordi styremedlemmer som ikke var uavhengige av selskapet, satt i viktige styrekomiteer (nominasjon, avlønning og revisjon). I amerikanske selskaper kan aksjonærene enten støtte kandidaten som er fremmet

av ledelsen, eller stemme avholdende. Dette betyr at en kandidat kan bli valgt med kun én stemmes støtte, og aksjonærer har liten reell innflytelse på styrevalg.

I mange amerikanske selskaper stemte NBIM avholdende ved gjenvalg av styreleder fordi denne personen også var administrerende direktør i selskapet. Vi stemte avholdende på styremedlemmer som har sittet i styrekomité for avlønning i selskaper der administrerende direktør fikk en formidabel lønnsøkning samtidig som selskapet, på både kort og lang sikt, har vist dårlige resultater. Vi stemte også avholdende ved gjenvalg av styremedlemmer som, uten at dette er begrunnet, ikke hadde deltatt tilstrekkelig i styrets arbeid. I noen tilfeller er det stemt avholdende ved gjenvalg av amerikanske styremedlemmer fordi disse i flere år har neglisjert aksjonærforslag som har fått støtte av en majoritet av generalforsamlingen flere år på rad.

#### Avlønning

NBIM stemte imot ledelsens anbefaling i 22 prosent av sakene om avlønning. Vi støttet ikke godkjenning av avlønningsplaner som ikke var knyttet til resul-

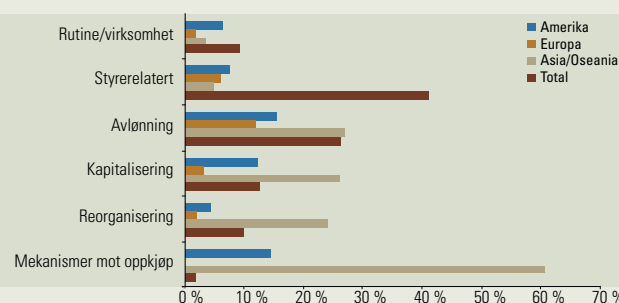
tatoppnåelse, som tillot re-prising av opsjoner, som førte til relativt stor utvanning av eierandeler for eksisterende eiere, og som innebar overdrevne pensjonsordninger samt pensjonsbonuser for styremedlemmer og revisorer. Vi stemte også imot en rekke avlønningsplaner som følge av mangelfull informasjon.

#### Kapitalstruktur

NBIM stemte imot ledelsens anbefaling i 12 prosent av sakene om kapitalstruktur. Det er stemt imot forslag til aksjeutvidelse som ville vanne ut eksisterende aksjonærers eierandeler vesentlig, eller der utvidelsen ville skje til en svært redusert pris i forhold til markedsprisen. På generalforsamlingene til mange Hong Kong-selskaper stemte vi imot aksjeutvidelse der tilbudet ble gitt til en liten gruppe aksjonærer til en svært gunstig pris. Vi har også stemt imot utstedelse av aksjer som vil forsterke avviket fra prinsippet om "én aksje – én stemme". I japanske selskaper ble det stemt imot forslag om utbyttebetaling som ble ansett som for lav i forhold til inntjening. Det er også stemt imot aksjeutvidelse der aksjonærene ikke fikk tilstrekkelig informasjon.

#### Reorganisering

NBIM stemte imot ledelsens anbefaling i 20 prosent av sakene om reorganisering. Vi har stemt imot foreslåtte oppkjøp på bakgrunn av for dårlige tilbud finansielt sett, samt liten tro på den foreslåtte strategien til det sammenslåtte selskapet, eller fordi det forelå et bedre tilbud. I mange japanske selskaper er det stemt imot forslag om endringer i vedtektene



Figur 4-3: Stemmegivning 2006 / Mot ledelsens anbefaling i de ulike regioner

som ville gi styret økte fullmakter til å bestemme utbytte, bestemme tilbakekjøp av aksjer, bestemme om selskapet skulle starte opp aktiviteter på nye områder samt en rekke andre endringer som ville gi styret økt diskresjon.

#### *Mekanismer mot oppkjøp*

NBIM stemte imot ledelsens anbefaling i 32 prosent av sakene som gjaldt mekanismer mot oppkjøp. Det er stemt imot forslag om å gi styret en blanko-fullmakt til å utstede aksjer ved potensielle oppkjøpstilbud, såkalte "giftpiller", som gjør det mindre attraktivt å kjøpe opp et selskap. Vi stemte imot forslag om å endre selskapsvedtektene fra årlige valg av alle styremedlemmer og forslag om å øke kravet til hvor stor andel av aksjonærene som må støtte et forslag om å fjerne et styremedlem for å få vedtaket godkjent. Foreslåtte endringer i selskapsvedtektene som ville gi styret økte fullmakter og dermed potensielt større makt til å hindre oppkjøp, ble ikke støttet.

#### **Aksjonærforslag**

Aksjonærforslagene er normalt ikke støttet av ledelsen, så en stemme for et slikt forslag, er en stemme imot ledelsen. Aksjonærforslagene utgjorde nærmere 3 prosent av sakene vi stemte over. Aksjonærforslag er vanligst i USA, de opptrer noe sjeldnere i Japan og enda sjeldnere i Europa. NBIM støttet 52 prosent av aksjonærforslagene på de generalforsamlingene vi stemte på. I 2005 støttet vi 41 prosent av aksjonærforslagene.

Det har vært en økning av aksjonærforslag i USA de siste årene, spesielt forslag knyttet til sosiale og miljømessige temaer. De fleste av aksjonærforslagene som ble fremmet i selskaper i Europa og Asia, har vært knyttet til styrevalg, men det er også fremmet forslag knyttet til sosiale og miljømessige temaer.

Aksjonærforslag utgjør en uensartet gruppe, og de stilles både av store, seriøse pensjonsfond og andre institusjonelle fond og av enkeltpersoner som representerer særinteresser og som eier et lite antall av selskapets aksjer. Forsla-

## Aksjonærers påvirkning

2006 var preget av en rekke endringer i nasjonale reguleringer og retningslinjer som gjelder for corporate governance så vel som enkeltelskapers tilpasninger til endringene. Press fra aksjonærer som NBIM, gjennom både stemmegivningen og andre aktiviteter, har trolig vært et viktig bidrag til endringene.

#### **Endringer i reguleringer**

I 2006 ble flere nasjonale corporate governance-anbefalinger endret, nye reguleringer knyttet til selskapers styrings- og kontrollsystemer ble innført, og en rekke governance-temaer ble tatt med i ulike lands børsreguleringer. Mange av disse endringene dreier seg om uavhengighet blant styremedlemmer og aksjonærers stemmerett på generalforsamlinger.

I mange markeder har det vært et økende press fra aksjonærer for større åpenhet rundt lederlønninger. I USA har det de siste årene vært fremmet et økende antall aksjonærforslag der det kreves en større åpenhet både rundt nivået på lønningene og rundt hvilke krav det stilles til resultater for at ledelsen skal få uttelling av de avtaler som er inngått. Disse aksjonærforslagene har fått økende grad av støtte, mange selskaper har innført endringer, og i USA innførte SEC nye krav til rapportering av lederlønninger der blant annet kravene til detaljer var større. Også i Canada vurderes endringer i rapportering av lederlønninger.

I Europa kom EU-kommisjonen i januar med siste utkast til et direktiv for hvordan ulike hindre for stemmegivning på tvers av landegrenser kan reduseres. Det er fremdeles mange uklare punkter rundt temaet, og det vil ennå ta en stund før direktivet eventuelt blir ratifisert. Innspill fra pensjonsfond og andre institusjonelle investorer har hatt stor betydning i prosessen som ledet til direktivet, og det er viktig at denne type institusjoner også prøver å bidra til ratifisering og

de enkelte medlemslandenes implementering av direktivet.

Etter endringer i fransk selskapslovgivning i 2006 kan selskaper innføre såkalte "giftpiller", men til forskjell fra USA må disse virkemidlene være godkjente av generalforsamlingen før de iverksettes. Mange selskaper har innført denne type mekanismer i løpet av 2006, i mange tilfeller var det stor motstand mot innføringen fra institusjonelle investorer.

#### **Styrevalg**

I USA har det lenge pågått en debatt rundt aksjonærers rolle i styrevalg. Styrekandidater blir i de fleste selskaper valgt ved pluralitetsmetode, dvs. at den kandidaten som oppnår flest stemmer, blir valgt (selv om det kan dreie seg om bare én stemme for kandidaten, og resten er avholdende), i tillegg til at aksjonærer ikke kan fremme kandidater som blir inkludert på den stemmeseddelen som sendes ut av selskapet. Dersom aksjonærer ønsker å fremme kandidater, må de gjøre det for egen regning, noe som er svært kostbart. Etter press fra aksjonærer gjennom aksjonærforslag, samt kontakt med selskapene, har mer enn 180 selskaper i 2006 endret sine retningslinjer for styrevalg til at en styrekandidat som ikke oppnår støtte fra minst halvparten av stemmene, ikke blir valgt.

Aksjonærer har også støttet forslag om årlige valg for alle styremedlemmer og at enkelt flertall skal være tilstrekkelig for alle type avstemninger. En rekke selskaper har endret sin praksis også på disse områdene.

#### **Lederlønninger**

I USA var spørsmål knyttet til lederlønninger helt klart det viktigste temaet på generalforsamlingene i 2006. Pensjonsfond og andre engasjerte aksjonærer har lenge vært kritiske til selskapers avlønningspolitik. Dette gjelder særlig avlønningssplaner som ikke er

knyttet til resultatoppnåelse, samt tilbakedatering av opsjoner. I mange tilfeller har det vært vanskelig å forstå og vurdere avlønningen på grunn av ufullstendig og lite detaljert rapportering av for eksempel opsjonsplaner, pensjonsavtaler og godtgjøring i forbindelse med eventuell selskapsvertakelse. Denne kritikken har kommet til uttrykk gjennom de mange aksjonærforslagene knyttet til avlønning og mangel på støtte til ledelsesforslag rundt dette temaet, samt vedrørende gjenvalg av styremedlemmer som har sittet i styrekomiteer der avlønningsspørsmål er behandlet. Kritikken rundt lederlønninger er også blitt rettet mot regulerende myndigheter, noe som medvirket til at SEC godkjente nye regler for rapportering av lederavlønninger, som omtalt ovenfor.

I 2006 ble det kjent at svært mange amerikanske selskaper har praktisert tilbakedatering ved tildeling av opsjoner. Mer enn 125 selskaper blir nå undersøkt av myndighetene. Som et svar på opprullingen av denne skandalen tok aksjonærer kontakt med selskapene for å kreve en opprydding. På generalforsamlingene var det stor motstand mot gjenvalg av enkelte styremedlemmer med ansvar for opsjonstil-delningene.

Aksjonærforslag om å innføre årlige avstemninger på godkjenning av selve avlønningssrapporteringen fikk stor støtte. Denne type rapportering er obligatorisk i land som Storbritannia, Australia, Sverige og Nederland.

### Aksjonærforslag

Aksjonærforslag er langt mer utbredt i USA enn i de fleste andre markeder, og i 2006 var i underkant av 500 aksjonærforslag til avstemning på generalforsamlinger i amerikanske selskaper. Mer enn 100 av forslagene oppnådde støtte fra flertallet av aksjonærene ved avstemning. Dette var i hovedsak forslag om å fjerne supermajoritet, dvs. at

simpelt flertall ikke er tilstrekkelig til at forslaget godkjennes, årlige valg av alle styrekandidater, at aksjonærer skal godkjenne gyldne fallskjermer, og at aksjonærer skal godkjenne mekanismer mot oppkjøp før de innføres.

Også innenfor temaer av mer sosial og miljømessig art har støtten til aksjonærforslagene økt i løpet av de siste årene, som for eksempel i saker om økt rapportering om selskapets retningslinjer for like rettigheter for arbeidstakere og rapportering om selskapets innvirkning på økonomi, samfunn og miljø (sustainability). Samtidig er også antall forslag som blir trukket tilbake etter at det er fremmet, økt. Dette skjer ofte fordi selskaper der det er fremmet et aksjonærforslag, går i dialog med forslagsstiller og lover å foreta endringer

I andre deler av verden er aksjonærforslag heller unntaket enn regelen. De fleste av aksjonærforslagene fremmet i selskaper i Europa og Asia har vært knyttet til styrevalg, men det er også fremmet forslag knyttet til sosiale og miljømessige tema. For eksempel er det for enkelte europeiske og canadiske selskaper fremmet forslag om bedre rapportering om de aktivitetene selskapene har i land der menneskerettigheter tradisjonelt i liten grad ivaretas, mens det for enkelte europeiske selskaper er fremmet forslag om bedre rapportering knyttet til selskapenes påvirkning på miljøet og samfunnet generelt.

Denne årsrapporten har en tema-artikkel som i større detalj belyser hvorfor og hvordan stemmegivning er et viktig virkemiddel for å sikre en forsvarlig forvaltning av fondet. En rekke eksempler er der gitt på hvilke typer aksjonærforslag som er støttet av NBIM i 2006.

gene handler i hovedsak om ivaretagelse av aksjonærrettigheter, styrets arbeid og struktur og ledelseskompensasjon, men det fremmes også forslag av sosial og miljømessig art. Ofte er tema for disse forslagene svært relevante, men forslagene har i mange tilfeller en form og en type krav til selskapet som fører til at vi ikke støtter forslaget. Selskapets administrasjon kan allerede ha håndtert temaet på en mer formålstjenlig måte, eller forslagens form, seriøsitet, gjennomførbarhet og økonomiske konsekvenser kan være slik at aksjonærene ikke er tjent med at forslaget blir etterfulgt. Dette betyr at selv om NBIM stemmer imot en del av disse forslagene, er vi ikke nødvendigvis imot å ivareta de hensyn som belyses, og i mange tilfeller vil vi gjennom andre eierskapsaktiviteter kunne ivareta disse hensynene.

NBIM stemte blant annet for aksjonærforslag som krevde:

- lik stemmerett for alle aksjer
- at styreleder ikke kan være samme person som administrerende direktør
- at aksjonærer kan fremme styrekandidater under gitte forutsetninger
- at opsjoner må kostnadsføres
- at generalforsamlingen må godkjenne eventuelle mekanismer mot oppkjøp og avgangsbonuser utover det vanlige
- at tildeling av opsjoner og annen avlønning i form av egenkapitalinstrumenter skal være resultatavhengige
- at styremedlemmer skal velges ved majoritetsvalg
- at det må være majoritet av uavhengige styremedlemmer
- at alle styremedlemmer må være på årlig gjenvalg
- at simpelt flertall skal være tilstrekkelig for godkjenning av alle typer vedtak
- at rapport om avlønning skal legges frem for generalforsamlingen i form av et forslag der aksjonærene bes om å gi sin tilslutning ("advisory vote")
- at avlønning til toppledelsen skal offentliggjøres i årsrapporten
- at selskapet skal ha retningslinjer



for hvordan bonuser og annen avlønning skal behandles ved eventuelle endringer i rapporterte finansielle resultater ("claw-backs")

- at selskaper utarbeider etiske retningslinjer knyttet til menneskerettigheter og rapporterer om etterlevelsen av disse, særlig for virksomhet i land der menneskerettigheter tradisjonelt ikke er respektert.
- at selskaper rapporterer om bærekraft og selskapets innvirkning på økonomi, samfunn og miljø ("triple-bottom-line")
- at det rapporteres om selskapers retningslinjer for like rettigheter for arbeidstakerne og hvilke tiltak selskapet har iverksatt for å sikre likebehandling
- at selskaper innen petroleumssektoren rapporterer om virksomhetens følger for økosystemet i konkrete geografiske områder
- at selskaper innen petroleumssektoren rapporterer om hvordan de vil forberede seg på og tilpasse seg eventuelle endringer i reguleringer knyttet til klimaendringer, og hvilken effekt dette vil kunne ha på deres konkurransesituasjon
- at selskaper offentliggjør støtte til politiske partier
- at selskaper offentliggjør eller innfører retningslinjer basert på internasjonalt anerkjente standarder for arbeidsforhold ved utenlandske underleverandører, og at det blir gjennomført kontroller og rapportering av forholdene

En egen temaartikkel i denne årsrapporten belyser hvorfor og hvordan stemmegivning er et viktig virkemiddel for å sikre en forsvarlig forvaltning av fondet. Se også egen ramme for aksjonærers påvirkning.

## 4.2 Uttrekk av selskaper

Norges Bank har ansvaret for eierskapsutøvelsen, i samsvar med departementets retningslinjer. Hovedstyret i Norges Bank har vedtatt prinsipper for denne eierskapsutøvelsen. Norges Banks utøvelse av eierskapet i 2006 er omtalt i kapittel 4.1 og belyst videre i to av temaartiklene i denne rapporten. Regjeringen har oppnevnt et etikkråd som skal gi tilråding til Finansdepartementet om negativ filtrering og uttrekk av selskaper. Departementet fatter endelig vedtak om utelukkelse av selskaper og gir instruks om dette til Norges Bank.

Siden 2002 er det trukket ut 20 selskaper med samlet verdi i porteføljen på 14,2 milliarder kroner. De uttrukne selskapene tilsvarende 1,8 prosent av Pensjonsfondets referanseportefølje for aksjer. Norges Bank har anslått de

samlede transaksjonskostnadene ved uttrekk til 47,7 millioner kroner. Dette antas kun å være en liten del av de mulige økonomiske tapene som følge av uttrekk. Det gir imidlertid liten mening å anslå potensielle tap i avkastning over perioder på noen få år.

Finansdepartementet besluttet i 2006 å trekke ut til sammen fire selskaper fra fondets investeringsunivers. Beslutningene var basert på anbefalinger fra Etikkrådet. Bakgrunnen for uttrekkene er nærmere omtalt i pressemeldinger fra departementet. Tilrådingene fra rådet er gjengitt på [www.etikkradet.no](http://www.etikkradet.no). Tabell 4-3 gir en oversikt over de selskapene som er utelukket. Samlet verdi av investeringene på tidspunktet for beslutning om uttrekk var 3,2 milliarder kroner.

**Tabell 4-3: Selskaper som Finansdepartementet har utelukket fra investeringsuniverset**

Dato	Årsak	Selskap
26. april 2002	Produksjon av antipersonell-landminer	Singapore Technologies, Singapore
31. mai 2005	Oljeleting i Vest-Sahara	Kerr-McGee, USA*
31. august 2005	Produksjon av sentrale komponenter til klasebomber	Alliant Techsystems, USA EADS (Airbus), Nederland** General Dynamics, USA L-3 Communications, USA Lockheed, USA Raytheon, USA Thales, Frankrike
31. desember 2005	Involvert i produksjon av kjernevåpen	BAE Systems, Storbritannia Boeing, USA Finmeccanica, Italia Honeywell, USA Northrop Grumman, USA Safran, Frankrike United Technologies, USA
31. mai 2006	Brudd på menneske- og arbeidstakerrettigheter (1) Skader på miljøet (2)	Wal-Mart Stores Inc., USA (1) Wal-Mart de Mexico S.A. (1) Freeport McMoRan, USA (2)
30. november 2006	Produksjon av klasevåpen	Poongsan Corporation, Sør-Korea

\* KerrMcGee (nå fusjonert med Anadarko Petroleum) ble tillatt igjen fra 30. juni 2006

\*\* EADS har opplyst at selskapet ikke lenger er involvert i produksjon av klasevåpen. Imidlertid deltar EADS i produksjon av kjernevåpen, og på dette grunnlaget opprettholdt Finansdepartementet utelukkelsen 10. mai 2006.



## 5.1 Styringsmodell og organisering

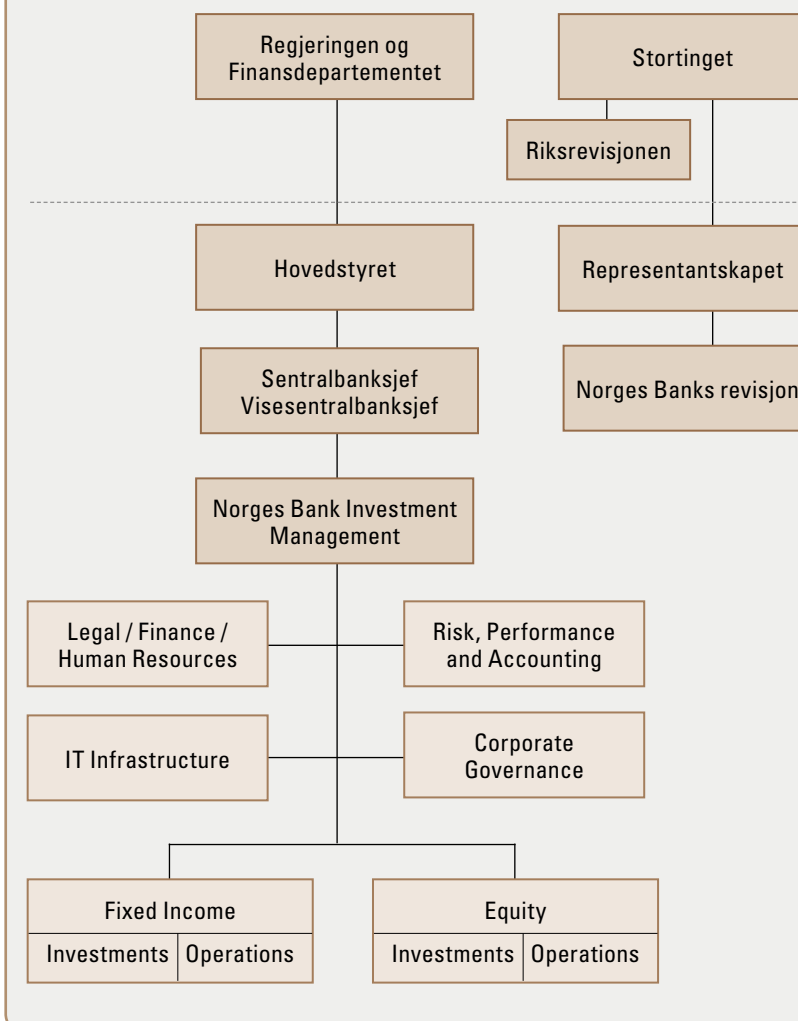
Forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland utføres i Norges Bank Investment Management (NBIM), som er et eget virksomhetsområde i Norges Bank. I tillegg til dette fondet forvalter NBIM Statens petroleumforsikringsfond på oppdrag fra Olje- og energidepartementet og det meste av Norges Banks valuta-reserver. Ved utgangen av 2006 var samlet kapital under forvaltning 2047 milliarder kroner.

Hovedstyret har det overordnede ansvaret for virksomheten i Norges Bank. Det består av syv medlemmer, alle oppnevnt av Kongen. Representantskapet, som består av femten medlemmer oppnevnt av Stortinget, er bankens tilsynsorgan og vedtar bankens budsjett. Norges Banks revisjon rapporterer til representantskapet og utfører den løpende revisjonen av kapitalforvaltningen. Norges Banks valuta-reserver og Statens pensjonsfond – Utland inngår i Norges Banks årsregnskap som revideres av Norges Banks revisjon.

Riksrevisjonen har ansvaret for den overordnede revisjonen av Statens pensjonsfond og bygger sitt arbeid på blant annet materialet fra Norges Banks revisjon. Statens petroleumforsikringsfond forvaltes og regnskapsføres av Norges Bank. Riksrevisjonen bygger på arbeid utført av Norges Banks revisjon i sin revisjon av fondet.

Hovedstyret fastsetter hovedrammer for virksomheten i NBIM gjennom strategiplaner. Strategiplanen er treårig og revurderes hvert annet år. En ny strategiplan for utvikling av kapitalforvaltningen frem til 2010 ble fastsatt av hovedstyret i begynnelsen av 2007. I løpet av planperioden kan kapital under forvaltning i Norges Bank øke vesentlig, samtidig som det kan bli aktuelt å investere i nye aktivaklasser som fast eiendom og unoterte aksjer. Hovedmålene i planen er å skape store merverdier ved aktiv forvaltning av statens og Norges Banks finansformue i utlandet, ivareta eiernes langsiktige finansielle interesser ved aktiv selskapsstyring og sette ut i livet eiernes strategi for forvaltningen på en kostnadseffektiv,

### Organisasjonskart Norges Bank 1. januar 2007



### Rådgivende utvalg for kapitalforvaltningen

Hovedstyret opprettet i 2006 et rådgivende utvalg som støtte for sitt arbeid med kapitalforvaltningen. Bakgrunnen er utfordringene hovedstyret står foran i utvikling og oppfølging av kapitalforvaltningen. Kapitalen i Statens pensjonsfond – Utland ventes å øke raskt, samtidig som fondets midler kan bli investert i mindre likvide aktivaklasser som for eksempel fast eiendom. Utvalget består av fire internasjonalt anerkjente eksperter med omfattende erfaring fra store

institusjoner innen kapitalforvaltning. Utvalget vil møte hovedstyret to eller tre ganger i året.

De fire medlemmene er Alan Hodson, tidligere Global Head of Equities i UBS Investment Bank, Jean Frijns, tidligere adm. dir. i ABP Investments, Kenneth G. Lay, visepresident og finansdirektør i Verdensbanken, og Tony Watson, tidligere adm. dir. i Hermes Asset Management.

## Formål, visjon, målsettinger og kjerneverdier

Norges Bank forvalter betydelige midler for det norske samfunnet. Strategiplanen setter konkrete mål og legger viktige premisser for forvaltningen. Bak målene for virksomheten ligger en erkjennelse av oppdragets betydning slik det fremkommer i organisasjonens **formål**:

*NBIM skal bevare og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner ved å utføre en høy profesjonell forvaltning med sterk integritet.*

Denne forretningsideen er understøttet av **visjonen** om at

*NBIM skal være verdens ledende og mest respekterte forvalter av enkelteide fond.*

Som **hovedmålsetting** har NBIM å

*Skape store merverdier ved aktiv forvaltning av statens og Norges Banks finansformue i utlandet, ivareta eiernes langsiktige finansielle interesser ved aktiv selskapsstyring og sette ut i livet eiernes strategi for forvaltningen på en kostnadseffektiv, betryggende og tillitvekkende måte.*

Denne hovedmålsettingen er konkretisert ved følgende mål for NBIMs hovedprodukter, samt en målsetting for tillit til forvaltningsoppdraget:

<b>Tilflyt</b>	Tilførsel av nye midler i markedet skal skje kostnadseffektivt og i henhold til retningslinjer fastsatt av oppdragsgiverne
<b>Beta – forvaltning</b>	Kostnadseffektiv eksponering mot referanseporteføljen
<b>Alpha – forvaltning</b>	Oppnå 25 basispunkter årlig netto verdiskaping over rullerende tre års perioder ved aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond – Utland og i investeringsporteføljen i Norges Banks valutaeserver
<b>Eierskapsutøvelse</b>	Sikre og bygge finansielle verdier for fremtidige generasjoner ved å bidra til god selskapsstyring og ved å etterstrebe høye etiske, samfunnsmessige og miljømessige normer i selskapene
<b>Råd om strategi</b>	Utvikle en strategifunksjon som bidrar til at porteføljene under forvaltning får en høyest mulig langsiktig avkastning gitt eiernes risikopreferanser. NBIM skal sikre innovasjonsevne i de viktigste strategiske valgene og bidra til at strategien er i samsvar med beste internasjonale praksis
<b>Høy tillit</b>	NBIM skal arbeide aktivt for å sikre høy tillit hos oppdragsgiverne og i allmennheten. Tillit kan følge med gode resultater på de øvrige hovedmålene, men må også underbygges ved åpen og ærlig informasjon og ved en sterk etisk bevissthet i organisasjonen

NBIM har utviklet et sett av kjerneverdier for å støtte opp under måloppnåelsen. Disse verdiene gir retningen for virksomheten og kulturen, og etterlevelsen følges opp blant annet ved evalueringen av medarbeidere og ledere. Kjerneverdiene er konkretisert under overskriftene: profesjonalitet (Excellence), innovasjon (Innovation), integritet (Integrity) og lagånd (Team spirit).

betryggende og tillitvekkende måte. Bak målene for virksomheten ligger en erkjennelse av at Norges Bank forvalter betydelige midler for det norske samfunn, noe som også fremgår av virksomhetens formål, visjon, målset-

tinger og verdier (se egen ramme).

NBIM følger en definert investeringsfilosofi for å nå målene om meravkastning. Investeringsfilosofien er basert på at meravkastningen skal oppnås ved et stort antall enkeltbeslutninger som er

mest mulig innbyrdes uavhengige, fremfor store strategiske enkeltbeslutninger. Ansvar for å fatte beslutninger er delegert til enkeltpersoner i form av konkrete investeringsmandater og til eksterne forvaltningsorganisasjoner.

## Kjøp av eksterne tjenester

Norges Bank kjøper en rekke tjenester fra eksterne leverandører i samsvar med strategien for kapitalforvaltningen. Alle avtaler med eksterne leverandører er gjennom grundige forhandlinger og juridisk kvalitetssikring før de underskrives. De sentrale tjenesteleverandører er:

### *Eksterne forvaltere*

Bruk av eksterne forvaltere er et viktig ledd i investeringsstrategien. Kapittel 3.1.4 inneholder en oversikt over eksterne renteforvaltere og kapittel 3.1.5 inneholder en oversikt over eksterne aksjeforvaltere.

### *Deponering og avregning av verdipapirer i oppgjørssentraler*

Norges Bank benytter to globale depotinstitusjoner til avregning og deponering av verdipapirer:

- JP Morgan Chase Bank (New York, USA – London branch) for alle aksjeporteføljer og eksternt forvaltede renteporteføljer
- Citibank (New York, USA – London branch) for internt forvaltede renteporteføljer

### *Transaksjonsoppgjør med motparter*

For de internt forvaltede aksje- og renteporteføljer kjøpes oppgjørstjenester

fra Investors Bank and Trust (Boston, USA).

### *Avkastningsmåling*

Avkastningen for aksje- og renteporteføljen beregnes ved å benytte avkastningsmodellen Statpro Performance and Attribution fra leverandøren Statpro Group (London, UK).

### *Regnskapsføring*

Regnskapsføringen av investeringene utføres av de to depotbankene: JP Morgan Chase og Citibank.

### *Referanseporteføljer*

Fondets referanseporteføljer leveres av:

- FTSE Group (London, Storbritannia) for aksjereferanseporteføljen
- Lehman Brothers (New York, USA) for rentereferanseporteføljen

### *Stemmegivning*

Norges Bank fatter selv beslutninger om stemmegivning. Fra Institutional Shareholder Services (Washington, USA) kjøpes logistikk for å gjennomføre stemmegivningen. Informasjon om saker som skal behandles på aksjeselskapenes generalforsamlinger, kjøpes av ISS så vel som fra andre analyseselskaper.

### *Markedsrisiko*

Markedsrisikoen i porteføljene måles ved å benytte risikomodellen Risk-Manager fra leverandøren RiskMetrics Group (New York, USA).

### *Kredittvurdering*

Kredittvurdering av renteporteføljen og usikret motpartseksposering er basert på leveranser fra:

- Fitch Ratings (London, Storbritannia / New York, USA)
- Moody's Corporation (New York, USA)
- Standard & Poor's (New York, USA)

### *Kontroll med retningslinjer for investeringer*

Kontroll med at forvaltningen følger de retningslinjer som er fastsatt av fondenes eiere, gjøres i et system som er levert av LatentZero (London, Storbritannia).

### *IT-drift*

Driftstjenester (døgndrift alle dager) for IT-infrastruktur for alle NBIMs kontorer (Oslo, London og New York) leveres av Computer Sciences Corporation (USA).

Også for de eksterne forvaltningsopdragene er det definert klare mål og avgrensninger. Investeringsfilosofien er beskrevet nærmere i temaartikler i årsberetningene for 2003 og 1999.

Forvaltningen skal drives betryggende med stor vekt på gode rutiner for intern kontroll og uten vesentlige brudd på oppdragsgivernes retningslinjer. Organisasjonen skal drives kostnadseffektivt og lønnsomt. Lederressursene skal innrettes mot kjerneaktiviteter, og kjøp av eksterne tjenesteleveranser skal vurderes for alle andre aktiviteter. En egen ramme i dette kapittelet viser en oversikt over kjøp av

eksterne tjenester.

NBIM er organisert ved egne forretningsområder for henholdsvis aksje- og renteforvaltning. Lederne for disse områdene har innenfor sin del av forvaltningen ansvar for alle porteføljeinvesteringer og resultater, strategisk planlegging og kostnadsstyring. I hvert av forretningsområdene er det en Chief Operating Officer med ansvar for støtte- og analysefunksjoner, transaksjonsgjennomføring og forretningsapplikasjoner. Disse rapporterer både til de respektive lederne for forretningsområdene og til lederen for NBIM. I tillegg har NBIM avdelinger

som er organisasjonsmessig utenfor og uavhengig av forretningsområdene med direkte rapportering til leder av NBIM. Disse avdelingene har ansvar for utøvelse av eierskap, risikomåling, avkastningsmåling, regnskapsføring, kontroll med investeringsretningslinjer, forhandling av juridiske avtaler, personalpolitikk, IT-policy og -infrastruktur samt administrative fellesfunksjoner.

## 5.2 Ansatte i NBIM

Ved årsskiftet 2006/2007 hadde NBIM i alt 132 fast ansatte, 14 heltids engasjementer og fem traineer. Utenom norske statsborgere hadde NBIM 32 medarbeidere fra 15 forskjellige nasjoner. I løpet av året ble det ansatt 17 nye faste medarbeidere, mens 15 sluttet. Av de fast ansatte er 28 prosent kvinner, og i 2006

var kvinneandelen av de nyrekrutterte 41 prosent. 111 ansatte har høyere akademisk utdanning. Gjennomsnittsalderen ved årsskiftet 2006/2007 var 39 år, og gjennomsnittlig ansettelsesperiode i NBIM var fem år. Sykefraværet var 1,5 prosent. De fleste medarbeidere er lokalisert i Oslo, men NBIM har også konto-

rer i New York og London. Ved utgangen av 2006 var 34 av NBIMs medarbeidere tilknyttet utekontorene. De fleste av disse utøver aktiv forvaltning av aksje- og renteinstrumenter.

## 5.3 Lønns- og incentivsystem

Hovedstyret legger til grunn at oppgaven med å forvalte Statens pensjonsfond – Utland krever aktiv bruk av lønns- og personalpolitiske virkemidler. Kvaliteten på den forvaltningen banken utfører, avhenger i meget stor grad av evnen til å tiltrekke oss, utvikle og beholde medarbeidere med svært høy og særskilt kompetanse. Under gis en nærmere redegjørelse for de prinsippene Norges Bank anvender i avlønningen av ansatte i NBIM samt nøkkeltall for ytelsene i 2006. Norges Bank følger regnskapslovens bestemmelser om rapportering av lønn, pensjonsforhold og andre ytelser til bankens toppledelse og ledergruppe. Rapporteringen gjøres i Norges Banks årsberetning.

NBIM rekrutterer fra et internasjonalt arbeidsmarked. En rekke nordmenn er rekruttert fra utenlandske selskaper og forblitt boende i London eller New York. I det utenlandske, som i det norske, markedet for medarbeidere i kapitalforvaltning består lønnen normalt av to hovedkomponenter, en fast lønn og en del som avhenger av oppnådde resultater. For personer som selv tar investeringsbeslutninger og som vurderes på bakgrunn av resultatene, vil den resultatavhengige lønnskomponenten ofte være større enn den faste.

Det er nettopp innen investeringsvirksomheten (frontavdelingene) at lønnsnivået kan være høyt sammenlignet med gjennomsnittlig lønn innen finanssektoren. Samtidig er det store variasjoner mellom ansatte, noe som reflekterer ulike bidrag til resultatene.

Prestasjonsbasert lønn er et virkemid-

del for å kunne beholde medarbeidere som lykkes med å skape merverdi gjennom sine investeringsbeslutninger. Systemet med prestasjonsbasert avlønning har også en annen funksjon. Det skal bidra til at personer med investeringsfullmakter faktisk tar aktiv markedsrisiko. NBIMs ambisjoner om å skape verdier ved aktiv forvaltning tilsier at det er enkeltpersoner som tar slik risiko innen de rammer og oppfølgingsrutiner som settes for dem. Et incentivsystem som premierer gode resultater, påvirker viljen til å drive slik aktiv forvaltning.

### Lønns- og personalpolitikken i NBIM

Hovedstyret definerer lønns- og personalpolitikken for NBIM som et virkemiddel for å oppnå de strategiske målene for virksomheten. Se kapittel 5.1 for en nærmere beskrivelse av de strategiske målene hovedstyret har satt for NBIM.

NBIM skal konkurrere om den mest kompetente arbeidskraften med den spesialistkunnskap som virksomheten krever. Konkurransedyktighet skapes gjennom et samspill av mange forhold der lønnsnivå og -system er svært viktig, men hvor det også inngår andre elementer. Utgangspunktet for fastsettelse av ytelsene er markedslønningene i det internasjonale og norske arbeidsmarkedet for de ulike typer arbeidskraft.

Norges Bank legger ikke opp til å være lønnsledende. NBIM har en rekke fordeler i konkurransen om arbeidskraften som det spilles aktivt på – og som tilsier at vi ikke er nødt til å tilby de høyeste lønningene. Men hovedstyret ønsker

ikke at avstanden til de best betalte skal bli så stor at det blir uønsket høy avgang av personer med nøkkelkompetanse. Derfor vurderes også rekruttering av medarbeidere og avgang nøye i forhold til hvordan de generelle lønnsvilkårene i markedene utvikler seg. Alternativet til konkurransedyktige betingelser i NBIM er å sette langt mer av forvaltningen til eksterne forvaltere. Det kan innebære vesentlig høyere kostnader.

Et av grunnlagene for å fastsette lønnsnivåene er uavhengige analyser av markedslønningene for de ulike kategoriene av kompetanse. Disse viser relativt store forskjeller mellom arbeidsmarkedene i Oslo, London og New York. Det er klart høyere markedslønninger i de internasjonale markedene enn i Oslo. Disse forskjellene avspeiler seg også i lønnsvilkårene i vår organisasjon. Imidlertid er lønnsnivået i Oslo fortsatt referanserammen for nordmenn som stasjoneres midlertidig ved kontorene i London og New York. For disse medarbeiderne bekoster NBIM bolig og skolegang for barn etter Utenriksdepartementets satser.

En særlig viktig fordel NBIM utnytter i konkurransen om den beste arbeidskraften, er at størrelsen på kapital under forvaltning og NBIMs posisjon i det internasjonale kapitalmarkedet gir meget gode faglige utviklingsmuligheter. Et viktig hensyn i ledelsen av NBIM og i utviklingen av organisasjonens struktur er å skape et stimulerende miljø for talentfulle personer og fagspesialister. NBIM bygger på utstrakt delegering av investeringsbeslutninger til enkeltperso-

ner og lar disse selv utforme hvilken strategi og metode de vil benytte. Dette skjer innen en ramme av klart definerte investeringsfullmakter og med en løpende oppfølging av resultatene og kontroll av at retningslinjene overholdes. Videre legges det vekt på å gi forvalterne tilgang på gode informasjonssystemer.

Viktige funksjoner i NBIM utenom frontavdelingene er: løpende måling av avkastning og risiko, handel og oppgjør av verdipapirene, regnskapsføring, juridisk kvalitetssikring av avtaler og beslutninger og IT-baserte analyse- og beslutningsstøttesystemer. Kvaliteten av disse funksjonene, som omfatter rundt 49 prosent av de ansatte i NBIM, kan ikke måles like konkret som i forvaltningen. De har imidlertid stor betydning for NBIMs evne til å drive forvaltningen effektivt og med høy integritet. Også for medarbeiderne utenom frontavdelingene består noe av lønnen av en variabel del som avhenger av prestasjonene. Andelen er imidlertid langt lavere enn for medarbeidere i frontfunksjonene.

#### Utformingen av systemet

I frontavdelingene er typisk 70–90 prosent av den variable lønnen avhengig av målbare økonomiske resultater. Felles for all måling er at den tar utgangspunkt i den delen av verdiskapingen som kan knyttes til den enkelte person og i noen grad også til gruppen personen inngår i. For de mest sentrale lederne for frontavdelingene er det avdelingens samlede resultat som dominerer, mens det gis også noen insentiver knyttet til samlet meravkastning i NBIM. For hver enkelt medarbeider er kriteriene for utbetaling samt den øvre rammen avtalt året i forveien.

Siden avtalene er knyttet til meravkastning, unngår vi at medarbeidere belønnes for generelle utviklingstrekk i markedene. Det er ved å oppnå bedre resultater enn ved å følge markedene at forvalterne oppnår belønning. I samsvar med NBIMs strategi for å oppnå meravkastning ved mange og mest mulig uavhengige aktive posisjoner i forvaltningen (jf. kapittel 5.1), delegeres aktive

forvaltningsbeslutninger i stor grad til grupper og enkeltpersoner.

Insentivsystemet underbygger denne ”nedenfra-og-opp”-strategien ved at det er den enkeltes resultat som har størst vekt. Det kan imidlertid innebære at det ikke er en direkte sammenheng mellom NBIMs samlede resultat og hvor mye prestasjonsbasert lønn som betales ut. Dette vil særlig få utslag i de årene der det er store forskjeller mellom resultatene i eksternt- og internforvaltningen siden det er langt færre ansatte som har ansvar for eksterne forvaltere enn ansatte i internforvaltningen.

Den resultatavhengige lønnen er i hovedsak knyttet til siste års utvikling. For en del medarbeidere legges resultatet over flere år til grunn. Typisk kan deler av utbetalingen for et svært godt resultat i ett år bli overført til senere perioder. Dette kan også bidra til forskjeller mellom det samlede resultat og utbetalingene i den enkelte periode.

De kvalitative kriteriene for prestasjonsbasert lønn omhandler gjerne hvordan den enkelte medarbeider har stimulert til arbeid og resultater i resten av gruppen, gjennomføring av arbeids-

oppgaver og prosjekter i forhold til planer og etterlevelsen av de fire kjerneverdiene i NBIM (se kapittel 5.1).

I NBIMs virksomhet utenom frontavdelingene er omfanget av prestasjonsbasert lønn klart mindre. Maksimal variabel lønn utgjør gjerne mellom 10 og 30 prosent av den faste lønnen. For alle medarbeidere som arbeider med måling av avkastning, risiko og føring av regnskap eller som på andre måter har viktige oppgaver for å sikre integritet i forvaltningen, er den variable lønnen ikke knyttet til meravkastningen i NBIM. Kriteriene for utmåling er basert på kvalitet av arbeidsutførelse sett i forhold til handlingsplaner og til etterlevelsen av NBIMs kjerneverdier.

#### Avlønning i 2006

Det er i hovedsak oppnådd meravkastning i 2006 som danner grunnlaget for utbetaling av prestasjonsbasert lønn. Overføring basert på resultatene året før for noen medarbeidere påvirker i liten grad totaltallene. Meravkastningen for fondene som forvaltes av NBIM, er omtalt i tidligere kapitler. Siden Statens pensjonsfond – Utland er det desidert

## Lønn i NBIM

### Frontavdelingene:

Antall med prestasjonsbasert lønn i front:	65 ansatte
Andel av dette internforvaltning:	94 prosent

Samlet fastlønn, alle i front:	58 millioner kroner
Samlet prestasjonsbasert lønn, alle i front:	69,5 millioner kroner
Samlet øvre ramme for prestasjonslønn alle i front:	118 millioner kroner

Prestasjonslønn i prosent av øvre p-lønnsramme, alle:	59 prosent
Prestasjonslønn i prosent av øvre p-lønnsramme, aksjer:	59 prosent
Prestasjonslønn i prosent av øvre p-lønnsramme, renter:	60 prosent

### Øvrige avdelinger:<sup>\*</sup>

Antall ansatte:	66
Sum fast lønn:	31 millioner kroner
Antall med prestasjonsbasert lønn:	35
Sum prestasjonsbasert lønn:	4,5 millioner kroner

<sup>\*</sup> Omfatter ikke lønn til leder for NBIM

største fondet, vil resultatet her ha størst innvirkning på de samlede lønnstallene.

Meravkastningen i NBIM ble i 2006 klart lavere enn målet om verdiskaping på 25 basispunkter. Isolert sett tilsier dette forholdsvis lave prestasjonsbaserte lønninger i frontavdelingene. Imidlertid var resultatene i intern- og eksterforvaltningen forskjellige. Resultatene var svært gode i internforvaltningen, hvor over 90 prosent av de ansatte i NBIMs frontavdelinger arbeider. Kun 6 prosent av de ansatte i NBIMs frontavdelinger arbeider med oppfølgingen av de eksterne forvalterne og får sin lønn delvis basert på deres resultater.

For NBIMs frontavdelinger var samlet prestasjonsbasert lønn i 2006 69,5 millioner kroner. Dette tilsvarer 59 prosent av den øvre rammen som var satt av. I aksjeavdelingen ble det betalt ut 59 prosent av rammen og i renteavdelingen 60 prosent.

Figur 5-1 viser ansatte i frontavdelingene gruppert etter hvor stor andel av den enkeltes prestasjonslønnssamme som ble utbetalt. Figuren viser for eksempel at 21 prosent av de ansatte i frontavdelingene fikk utbetalt under 25 prosent av sin prestasjonslønnssamme.

System og ramme for avlønning av NBIMs leder er fastsatt av hovedstyret.

Innplassering fastsettes av sentralbanksjefen etter nærmere kriterier. Kriteriene omfatter blant annet NBIMs økonomiske resultat over de siste årene og ulike mål på kvalitet av ledelse, overholdelse av retningslinjer og ivaretagelse av tillit til NBIM, oppbygging og drift av organisasjonen og gjennomføring i forhold til handlingsplaner. Leder av NBIM fikk utbetalt en lønn på 2 784 462 kroner i 2006. I tillegg fikk han andre ytelser til en samlet verdi av 15 424 kroner. Leder for NBIM er medlem av Norges Banks pensjonsordning, som er omtalt i årsberetningen fra Norges Bank.

## 5.4 Regnskapsrapportering

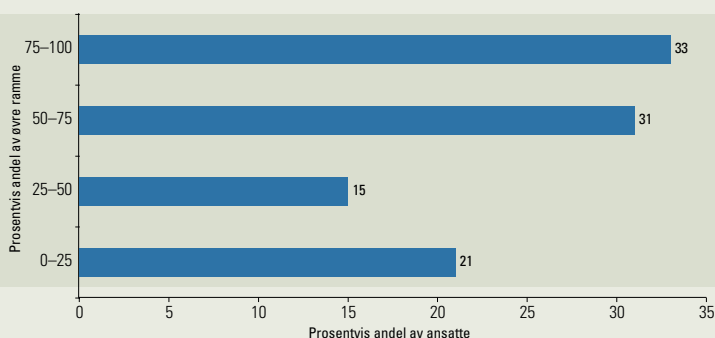
På de neste sidene presenteres et utdrag av Norges Banks årsregnskap og et utdrag av regnskapet for Statens petroleumforsikringsfond. For et fullstendig bilde viser vi til årsregnskapet for Norges Bank og særskilt rapportering for Statens petroleumforsikringsfond.

### 5.4.1 Statens pensjonsfond – Utland

Innestående på Statens pensjonsfonds kronekonto ved utgangen av 2006 utgjør samlet 1 782 139 millioner kroner. Da er det tatt hensyn til regnskapsmessig avkastning og påløpt forvaltningsgodtgjøring for året 2006. Fondets internasjonale portefølje fordeler seg på

instrumenter som vist i tabell 5-1.

Etter forskriften om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland skal Norges Banks netto bokførte avkastning på fondets internasjonale portefølje legges til fondets kronekonto. Avkastningen i 2006 består av de komponenter som fremgår av tabell 5-2.



Figur 5-1: Prestasjonslønnsutbetaling i forhold til rammen i frontavdelingene



<b>Tabell 5-1: Statens pensjonsfond – Utland. Portefølje per 31.12.2006 ( i millioner kroner)</b>					
	<b>31.12.05</b>	<b>31.03.06</b>	<b>30.06.06</b>	<b>30.09.06</b>	<b>31.12.06</b>
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	23 784	-3 436	-2 885	-14 981	6 918
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst. mot sikkerhet i verdipapirer	558 979	556 186	689 872	664 740	619 746
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-438 717	-456 642	-529 545	-623 527	-728 414
Utenlandske rentebærende papirer	682 024	785 047	746 861	1 005 701	1 166 941
Utenlandske aksjer	576 683	603 624	600 826	682 149	720 256
Regulering av terminkontrakter og derivater	-3 618	-775	17	-1 712	-1 777
<b>Total portefølje før forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>1 399 135</b>	<b>1 484 004</b>	<b>1 505 146</b>	<b>1 712 370</b>	<b>1 783 670</b>
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-1 239	-386	-726	-1 108	-1 526
Rådgivningstjenester	0	0	0	0	-5
<b>Netto portefølje</b>	<b>1 397 896</b>	<b>1 483 618</b>	<b>1 504 420</b>	<b>1 711 262</b>	<b>1 782 139</b>
<b>Poster utenfor balansen (i hele 1 000)</b>					
<b>Forpliktelser</b>					
Derivater og terminkontrakter, solgt	798 223	933 480	1 134 791	1 144 587	1 228 557
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	785 681	892 746	1 133 381	1 160 268	1 241 246
<b>Rettigheter</b>					
Opsjoner solgt	5 273	7 657	84 172	26 480	24 154
Opsjoner kjøpt	8 578	36 675	50 687	118 184	131 203

<b>Tabell 5-2: Avkastning av Statens pensjonsfond – Utlands internasjonale portefølje per 31.12.2006 (i millioner kroner)</b>					
	<b>31.12.05</b>	<b>31.03.06</b>	<b>30.06.06</b>	<b>30.09.06</b>	<b>31.12.06</b>
Rentelementer	27 815	8 010	18 325	30 195	43 014
Dividende	10 309	3 024	8 909	11 832	14 232
Valutakursreguleringer	33 610	-27 447	-49 146	13 536	-24 232
Urealisert verdipapirgevinst/tap	36 521	-8 444	-55 504	-11 364	13 592
Realisert verdipapirgevinst/tap	49 908	23 224	29 629	36 261	47 482
Kurtasje	-19	-17	-25	-37	-6
Gevinst/tap futures	1 250	369	-3 142	-3 358	-3 329
Gevinst/tap opsjoner	0	56	77	55	126
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	1 239	758	1 402	1 794	2 174
Gevinst/tap rentebytteavtaler	1 756	2 970	3 570	2 938	3 183
<b>Avkastning på plasseringer</b>	<b>162 389</b>	<b>2 503</b>	<b>-45 905</b>	<b>81 852</b>	<b>96 236</b>
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-1 239	-386	-726	-1 108	-1 526
Rådgivningstjenester	0	0	0	0	-5
<b>Netto avkastning</b>	<b>161 150</b>	<b>2 117</b>	<b>-46 631</b>	<b>80 744</b>	<b>94 705</b>

## 5.4.2 Investeringsporteføljen

**Tabell 5-3: Investeringsporteføljen per 31. desember 2006 fordelt på instrumenter (i millioner kroner)**

	31.12.05	31.03.06	30.06.06	30.09.06	31.12.06
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	-9 159	-4 353	-941	-12 070	-9 593
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst. mot sikkerhet i verdipapirer	66 211	69 274	104 289	96 907	77 501
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-61 002	-67 157	-90 622	-98 978	-99 350
Utenlandske rentebærende papirer	146 676	134 460	120 212	148 834	163 757
Utenlandske aksjer	70 615	84 461	80 536	88 699	92 300
Regulering av terminkontrakter og derivater	-377	175	378	-303	-100
<b>Total portefølje</b>	<b>212 964</b>	<b>216 860</b>	<b>213 852</b>	<b>223 089</b>	<b>224 515</b>
<b>Poster utenfor balansen</b>	<b>31.12.05</b>	<b>31.03.06</b>	<b>30.06.06</b>	<b>30.09.06</b>	<b>31.12.06</b>
<b>Forpliktelser</b>					
Derivater og terminkontrakter, solgt	137 043	179 303	196 015	201 036	200 684
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	136 662	157 815	191 100	207 393	202 861
<b>Rettigheter</b>					
Opsjoner solgt	759	4 973	10 835	11 664	8 851
Opsjoner kjøpt	1 448	7 901	6 568	16 452	21 656

**Tabell 5-4: Avkastning av investeringsporteføljen per 31. desember 2006 (i millioner kroner)**

	31.12.05	31.03.06	30.06.06	30.09.06	31.12.06
Renteelementer	5 067	1 431	3 087	5 094	6 695
Dividende	1 467	424	1 233	1 664	2 017
Valutakursreguleringer	5 570	-3 970	-7 608	651	-4 298
Urealisert verdipapirgevinst/tap	5 318	-1 186	-8 888	-2 308	1 265
Realisert verdipapirgevinst/tap	5 390	1 762	3 357	4 126	4 626
Kurtasje	-3	-1	-2	-4	-5
Gevinst/tap futures	-145	91	144	82	114
Gevinst/tap opsjoner	-3	8	10	-5	26
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	-13	8	91	53	130
Gevinst/tap rentebytteavtaler	440	619	784	240	448
Andre driftskostnader	-44	-14	-33	-51	-64
<b>Netto avkastning</b>	<b>23 044</b>	<b>-828</b>	<b>-7 825</b>	<b>9 542</b>	<b>10 954</b>

### 5.4.3 Petrobufferporteføljen

<b>Tabell 5-5: Petrobufferporteføljen per 31. desember 2006 fordelt på instrumenter (i millioner kroner)</b>					
	<b>31.12.05</b>	<b>31.03.06</b>	<b>30.06.06</b>	<b>30.09.06</b>	<b>31.12.06</b>
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	13	37	2 452	13 305	12 447
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst. mot sikkerhet i verdipapirer	20 301	18 298	14 560	16 945	8 510
Regulering av terminkontrakter og derivater	0	-8	24	-9	0
Gjeld til Statens pensjonsfond – Utland, uoppgjorte overføringer	0	-20 181	-23 907	-31 409	0
<b>Total portefølje ifølge regnskap</b>	<b>20 314</b>	<b>-1 854</b>	<b>-6 871</b>	<b>-1 168</b>	<b>20 957</b>
Ikke bokførte uoppgjorte kontrakter	3 828	6 186	10 368	3 868	2 731
<b>Valuta til forvaltning</b>	<b>24 142</b>	<b>4 332</b>	<b>3 497</b>	<b>2 700</b>	<b>23 688</b>
<b>Poster utenfor balansen</b>					
<b>Forpliktelser</b>					
Derivater og terminkontrakter, solgt	0	1 689	1 860	3 959	0
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	0	1 689	1 860	3 959	0

<b>Tabell 5-6: Avkastning av petrobufferporteføljen per 31. desember 2006 (i millioner kroner)</b>					
	<b>31.12.05</b>	<b>31.03.06</b>	<b>30.06.06</b>	<b>30.09.06</b>	<b>31.12.06</b>
Renteelementer	360	172	301	436	580
Dividende	0	0	0	0	0
Valutakursreguleringer	753	-206	-692	-643	-1414
Andre driftskostnader	0	0	-1	-1	-1
<b>Netto avkastning</b>	<b>1 113</b>	<b>-34</b>	<b>-392</b>	<b>-208</b>	<b>-835</b>

### 5.4.4 Statens petroleumsforsikringsfond

<b>Tabell 5-7: Petroleumsforsikringsfondets internasjonale portefølje per 31. desember 2006 fordelt på instrumenter (i tusen kroner)</b>					
	<b>31.12.05</b>	<b>31.03.06</b>	<b>30.06.06</b>	<b>30.09.06</b>	<b>31.12.06</b>
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	32 040	-292 689	-990 679	206 958	-61 495
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinst. mot sikkerhet i verdipapirer	2 854 221	2 888 074	2 104 500	2 546 411	2 768 751
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	0	0	-14 156	0	0
Utenlandske rentebærende papirer	11 312 548	11 265 328	12 491 997	12 987 634	12 611 428
Regulering av terminkontrakter og derivater	-983	-1 215	-1 664	-1 827	-3 381
<b>Total portefølje før forvaltningsgebyr</b>	<b>14 197 825</b>	<b>13 859 498</b>	<b>13 589 999</b>	<b>15 739 177</b>	<b>15 315 302</b>
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-8 222	-2 141	-4 156	-6 389	-8 741
<b>Total portefølje til forvaltning</b>	<b>14 189 603</b>	<b>13 857 357</b>	<b>13 585 843</b>	<b>15 732 788</b>	<b>15 306 561</b>
<b>Poster utenfor balansen</b>					
<b>Forpliktelser</b>					
Derivater og terminkontrakter, solgt	1 149 753	804 257	921 630	854 741	1 025 453
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	1 148 770	803 043	919 964	852 879	1 022 070

**Tabell 5-8: Avkastning av Statens petroleumsforsikringsfond per 31. desember 2006 (i tusen kroner)**

	31.12.05	31.03.06	30.06.06	30.09.06	31.12.06
Renteelementer	559 657	150 514	299 431	484 399	663 863
Valutakursreguleringer	325 078	-238 604	-455 986	192 946	-96 302
Urealisert verdipapirgevinst/tap	-18 437	-247 371	-371 032	-178 343	-279 557
Realisert verdipapirgevinst/tap	16 017	-2 778	-36 248	-24 976	-37 234
Andre driftskostnader	-6	5	5	5	5
<b>Netto avkastning</b>	<b>882 309</b>	<b>-338 235</b>	<b>-563 830</b>	<b>474 032</b>	<b>250 775</b>
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-8 222	-2 141	-4 156	-6 389	-8 741
<b>Netto avkastning</b>	<b>874 087</b>	<b>-340 376</b>	<b>-567 986</b>	<b>467 643</b>	<b>242 034</b>

## Regnskapsprinsipper

Norges Banks regnskapsprinsipper, jf. note i Norges Banks årsregnskap, som bygger på regnskapsloven og god regnskapsskikk i Norge, er anvendt ved utarbeidelsen av regnskapsrapporteringen. Verdipapirhandler registreres på handledato, og inntekter og kostnader er periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Verdipapirene er vurdert som finansielle omløpsmidler og er verdsatt til virkelig verdi per 31.12.2006. Virkelig verdi bygger på markedsverdier levert av anerkjente internasjonale indeksleverandører. Opptjente ikke forfalte renter er inkludert i verdipapirbeholdningene. Urealiserte gevinster resultatføres.

Eiendeler og gjeld i utenlandsk

valuta omregnes til norske kroner etter markedskurser fra WM Reuter London 4 p.m. 29.12.2006. Inntekter og kostnader i valuta omregnes til norske kroner etter kurs på transaksjonstidspunktet.<sup>1)</sup>

I forvaltningen benyttes verdipapirene blant annet som underliggende i finansielle instrumenter, for eksempel ved salg av verdipapirer med avtale om tilbakekjøp frem i tid. Gjenkjøpsavtalene presenteres som innlån mot sikkerhet i verdipapirer.

Finansielle instrumenter utenfor balansen er avtaler om fremtidig levering av valuta eller verdipapirer til en pris som fastsettes på avtaletidspunktet. Dette omfatter valutaterminkontrakter, futures, rentebytteavtaler og opsjoner.

Terminkontraktene er bokført til terminkurs. Termintillegg/-fradrag, futureskontrakter, rentebytteavtaler, aksjebytteavtaler og opsjoner er verdsatt til virkelig verdi per 31.12.2006. Virkelig verdi bygger på markedsverdier levert av anerkjente internasjonale indeksleverandører.

<sup>1)</sup> Regnskapsmessig valutakursregulering er beregnet med utgangspunkt i porteføljenes faktiske sammensetning. Inntekter og kostnader er omregnet etter kursen på transaksjonstidspunktet, og eiendeler og gjeld er omregnet til gjeldende markedskurs ved slutten av måneden. Denne størrelsen vil være forskjellig fra den beregnede valutakurseffekten i avkastningsmålingen som presenteres i øvrige deler av rapporten. Valutakurseffekten i avkastningsmålingen er beregnet med utgangspunkt i referanseporteføljenes valut sammensetning ved inngangen til hver måned og tilhørende valutakursendringer.

Uttalelse til Norges Banks representantskap

## **NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT – ÅRSRAPPORT 2006**

Vi har revidert regnskapsrapporteringen i avsnitt 5.4 i Norges Bank Investment Management – Årsrapport 2006 for Statens pensjonsfond – Utland, Norges Banks investeringsportefølje og Norges Banks petrobufferportefølje, som viser porteføljeverdier 31. desember 2006 på hhv. 1 782 139, 224 515 og 23 688 millioner kroner. Vi har også revidert overholdelse av kvantitative bestemmelser for forvaltning og risikoeksponering, i forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland og i hovedstyrets retningslinjer for forvaltningen av bankens valutareserver. Årsrapporten er avgitt av Norges Banks hovedstyre. Vår oppgave er å uttale oss om regnskapsrapporteringen og om overholdelse av ovennevnte aktuelle retningslinjer.

Utgangspunktet for revisjonen av årsrapporten er vår revisjon av Norges Banks årsregnskap, som omfatter de forannevnte porteføljer. Vår revisjonsberetning for bankens årsregnskap 2006 er avgitt 8. februar 2007. Vår uttalelse omfatter ikke Statens petroleumforsikringsfond, som ikke inngår i bankens årsregnskap, se nærmere omtale av organisering av regnskap og revisjon i avsnitt 5.1 i årsrapporten.

Vi har utført revisjonen i henhold til instruks fastsatt av representantskapet og god revisjonsskikk i Norge, herunder revisjonsstandarder (RS-er) vedtatt av Den norske Revisorforening, og avgir vår uttalelse i samsvar med RS 800 "Revisors uttalelser ved revisjonsoppdrag med spesielle formål". Revisjonsstandardene krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at regnskapsrapporteringen ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, og at forvaltningen er gjennomført innenfor aktuelle retningslinjer. Revisjonen omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i regnskapsrapporteringen. Vi har kontrollert at regnskapsrapporteringen er konsistent med Norges Banks årsregnskap for 2006. Vår revisjon omfatter også kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger overholdelsen av aktuelle retningslinjer. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- regnskapsrapporteringen gir et rettvise bilde av porteføljeverdiene 31. desember 2006 og av avkastningen i regnskapsåret i overensstemmelse med Norges Banks årsregnskap
- porteføljene er forvaltet i samsvar med kvantitative bestemmelser i forskrift og retningslinjer

For en fullstendig regnskapsmessig presentasjon av kapitalforvaltningen i Norges Bank og beskrivelse av revisjonens omfang bør årsrapporten leses i sammenheng med bankens årsregnskap og revisjonsberetning for 2006.

Oslo, 8. februar 2007

Svenn Erik Forsstrøm  
sentralbankrevisor  
statsautorisert revisor



Temadel



# Erfaringer med den interne aksjeforvaltningen

*Denne artikkelen oppsummerer erfaringen med de siste fem års interne aksjeforvaltning av Statens pensjonsfond – Utland, med hovedvekt på den aktive globale sektorforvaltningen. Norges Bank har hatt god erfaring med de interne forvaltningsstrategiene, og de har bidratt betydelig til fondets meravkastning. Som det fremgår av artikkelen, har den interne aksjeforvaltningen totalt hatt en informasjonsrate (det vil si risikojustert meravkastning) på 1,2 basert på faktisk risiko i porteføljene. Den samlede meravkastningen av disse mandatene har passert 7,3 milliarder kroner.*

## Historikk

### Tre hovedoppgaver

Norges Bank har tre hovedoppgaver i forvaltningen av aksjeinvesteringene i Pensjonsfondet. Den første oppgaven er kjøp av den markedseksponeringen i aksjer Finansdepartementet beslutter at Pensjonsfondet skal eie. Dette er både en innfasings- og en rebalanseringsoppgave. Denne oppgaven er beskrevet i en temaartikkel i årsrapporten for 2002. Fondet påbegynte investeringene i aksjemarkedet i januar 1998. I det første året ble det innfaset en 40 prosent aksjeandel i fondet, mens forvaltningen ble satt ut til eksterne forvaltningsorganisasjoner i form av indeksmandater. Det første året begrenset den interne forvaltningen seg til rebalansering og innfasing i form av handel av indeksfutureskontrakter.

Den andre hovedoppgaven er ivaretagelsen av den aksjeeksponeringen som er besluttet av oppdragsgiver. Dette omfatter investering i en portefølje nær oppdragsgivers ønsker uttrykt i den referanseindeks som er gitt. Denne

indekseringsoppgaven betyr for Pensjonsfondet at vi kjøper en lik eierandel i alle selskaper som inngår i Finansdepartementets referanseindeks. Videre innebærer oppgaven ivaretagelse av de eierrettighetene og -pliktene som følger av dette. Norges Bank Investment Management (NBIM) besluttet i 1999 selv å ta hånd om forvaltningen av indeksporteføljene, og de siste eksterne indeksmandatene ble utviklet i 2001. Gjennomføringen av denne overtakelsen, og begrunnelsen for å forvalte disse mandatene internt, er nærmere omtalt i en egen temaartikkel i årsrapporten for 2001. Norges Bank forvaltet ved utgangen av 2006 441 milliarder kroner i indeksporteføljer for Pensjonsfondet. Arbeidet med eierskapsutøvelse har fått større oppmerksomhet de siste to årene. Dette er til dels en ny oppgave etter som Finansdepartementet i november 2004 endret målsettingen for eierskapsutøvelsen. I denne årsrapporten er to temaartikler viet dette temaet.

## TEMAARTIKKEL 1

Den tredje hovedoppgaven er å skape mer-avkastning for oppdragsgiver utover den avkastningen som ville følge ved å eie en lik eierandel i alle bedrifter i tråd med oppdragsgivers referanseportefølje. De første aktive eksterne aksjemandatene ble tilført midler i desember 1998. Hvert år frem til 2003 nær doblet stør-

relsen av den eksternt forvaltede porteføljen seg, mens den siden den gang har vokst i takt med fondet med om lag 25 prosent i året. Erfaringene med de eksterne aktive aksjemandatene er beskrevet i en artikkel i årsrapporten for 2003. Oppbyggingen av den interne forvaltningen har fulgt et tilsvarende løp, men ligger tre

år etter eksterntforvaltningen. Betydningen av de interne aktive investeringsstrategiene har økt betydelig de siste årene, og denne artikkelen beskriver investeringsstrategien og erfaringene så langt.

## Investeringsstrategi, investering og risiko

### Investeringsstrategien

Investeringsstrategien bak den interne aktive aksjeforvaltningen er bygget på NBIMs overliggende investeringsfilosofi, jf. omtale i temaartikkel 2 i årsrapporten for 1999. Et viktig element i denne strategien er *diversifisering* mellom mange uavhengige investeringer. Dette oppnås både gjennom ulike typer investeringsstrategier i ulike investeringsenheter (og -organisasjoner) og gjennom et stort antall ulike enkeltinvesteringer. Et annet element er *spesialisering* av de ulike delene av forvaltningen. Spesialkompetansen er ment å bygge det konkurransefortrinnet som er nødvendig i et nær effektivt marked der informasjonen er tilgjengelig for alle på samme tid.<sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> Bak strategien ligger det som ofte refereres til som "The Fundamental Law of Active Management" – den risikjusterte avkastningen (informasjonsraten) øker proporsjonalt med ferdighet (informasjonskoeffisienten), og med kvadratrotten av antall posisjoner.

### Ulike investeringsstrategier

Den interne aksjeforvaltningen følger tre hovedgrupper av strategier. NBIM har for det første bygget opp en investeringsstrategi basert på analyse av finansielle forhold og strategier til enkeltbedrifter (*global sektorstrategi*). Dette innebærer å søke informasjon om selskapsrelevante forhold, ikke brede analyser av markedet i sin helhet. Denne forvaltningen er bygget opp rundt uavhengige investerings-team som investerer globalt innenfor hver sine industrisektorer.

NBIM bygget fra 2001 opp investerings-team i sektorene for finansielle tjenester, telekommunikasjon, energi (olje- og gassindustri, samt gass-, elektrisitets- og vannforsyning) og konsumenttjenester (media og detaljhandelsnæring). Fra 2005 ble energiteamet utvidet til også å analysere og investere i prosessindustri (papir, kjemi, stål og gruvedrift), og konsumenttjenesteteamet til også å dekke konsumentgoder (matvare- og næringsmiddels-

industri og husholdnings- og andre varer). Hvert team står fritt til å utvikle sine egne investeringsstrategier, -prosesser, og -system. I tillegg gis det innenfor hvert team stor frihetsgrad for den enkelte til å utvikle sin egen investeringsstil, -metodikk og -verktøy ytterligere. De ulike forvalterne innenfor hvert team kan ha uavhengige eller overlappende investeringsunivers og kan til tider investere på ulike tidspunkt i de samme selskapene.

En annen investeringsenhet har spesialisert seg på såkalte "*relativ verdi*"-strategier. Disse strategiene tar utgangspunkt i spesielle prisings-situasjoner i markedene, investerer i alle næringssektorer i investeringsuniverset og forsøker ikke å analysere fundamentale forhold ved enkeltbedriftene. Disse strategiene omfatter aktive indekseringsstrategier (omtalt i temaartikkelen om indeksering i årsrapporten for 2001), så vel som ulike kvantitative strategier. Strategiene som benyttes, kan være knyttet til bedrifter i oppkjøpsituasjoner, kapitalutvidelse, indeksinkludering, børsintroduksjon, notering på flere børser og annet. Disse situasjonene medfører gjerne at tilbud og etterspørsel etter aksjen påvirkes i ulik grad, men hvor dette ikke først og fremst er spørsmål om å analysere fremtidig inntjening eller andre finansielle forhold ved bedriftene.

En tredje gruppe strategier ser på brede grupper av aksjer i markedet (*aksjestrategi*). Både den fundamentale analysen av bedrifter i de globale sektorstrategiene, og den situasjonsavhengige analysen av selskaps-spesifikke forhold i relativ verdi-strategiene, retter seg mot analyse av enkeltbedrifter. Strategiene i denne tredje gruppen tar utgangspunkt i analyse av aksjer med gitte fellestrekk, eller analyser av hele segmenter av markedet som for eksempel samtlige aksjer innenfor en næringssektor eller et land.

### Spesialisering

Hoveddelen av den interne aktive forvaltningen består av globale sektormandater. Investeringsaktiviteten er bygget opp rundt industriteam, men med uavhengige investeringsmandater til de ulike forvalterne innenfor hvert team. Den enkelte porteføljeforvalter kan investere i alle land innenfor vårt investeringsunivers, men er begrenset til en gitt næringssektor. Vi tror på verdien av å gi muligheten til å investere globalt, men ønsker å beholde det fokuset og den oppbyggingen av spesialistkompetanse som følger ved at den enkelte forvalter konsentrerer seg om én industri, eller en enda snevrere næringssektor.

Relativ verdi-forvaltningen er også svært spesialisert. Typisk vil hver forvalter bare følge et fåtall av de typene spesielle prisings-situasjoner som oppstår. En forvalter som kontinuerlig tar posisjoner i oppkjøpsituasjoner, vil kjenne de spesielle problemstillingene her relativt godt.

De interne investeringsmandatene er derfor som de eksterne bygget opp av spesialistmandater gitt til enkeltpersoner, for mindre deler av investeringsuniverset. NBIM har vært forsiktig med å bygge opp investeringsstrategier rettet mot brede deler av, eller forhold ved, markedet. Det er vanskelig å bygge opp spesialistkompetanse i denne tredje typen av strategier nevnt ovenfor, og risikoen tatt i disse strategiene har vært beskjeden. Resultatene har allikevel vært langt bedre enn forventet.

### Stort antall uavhengige posisjoner

Den samlede porteføljen vil ha et bedre forholdstall mellom avkastning og risiko desto flere og desto mer uavhengige investeringer det er i porteføljen. Dette er den vesentlige forskjellen mellom enkeltinvesteringer og porteføljeforvaltning. NBIM har lagt vekt på å bygge opp en bredt diversifisert portefølje av relativt uavhengige investeringer.



## TEMAARTIKKEL 1

En investeringsstrategi basert på analyse av enkeltbedrifter vil gi flere uavhengige posisjoner i hver enkelt portefølje enn om aksjevalgene var basert på et fåtall forhold som påvirker hele markedet. Hvis investeringene er basert på ett eller noen få temaer, eller forhold som kan påvirke alle investeringer – som makroøkonomisk utvikling, prising av råvarer, eller rente- og kredittforhold – vil ikke en portefølje med mange aksjer nødvendigvis gi en reell diversifisering.

Ønsket om oppmerksomhet på enkeltinvesteringer, og etablering av spesialistkompetanse på disse, gjør at vi ikke ønsker at den enkelte forvalter skal investere i for mange selskaper. En mandatstruktur bygget på et oppdelt investeringsunivers, som i en struktur av globale mandater i ulike industrisektorer, vil imidlertid i de fleste tilfelle, gi flere og mer uavhengige posisjoner enn brede overlappende mandater. Et stort antall posisjoner får vi derfor ved mange spesialistmandater snarere enn ved mange investeringer fra den enkelte forvalter. Ved at forvalterne investerer i ulike næringssektorer er deres porteføljer i utgangspunktet lite sammenfallende så sant de ikke bygger sine investeringer på de samme overveiningene av forhold som påvirker hele markedet.

Vi ønsker derfor i utgangspunktet en investeringsstrategi basert på analyse av enkeltbedrifter, fokus på et fåtall investeringer av den enkelte forvalter, fordelt på en rekke mandat, i ulike segment av markedet. Dette er den samme strategien som ligger bak oppbyggingen av de eksterne forvaltningsmandatene.

## Organisering

Investeringsstrategien har bestemt organiseringen. Forvaltningen er bygget rundt team som

gis stor grad av frihet til å utvikle sine arbeidsmetoder, for å sikre reell uavhengighet i strategiene. Det er ikke som i mange andre forvaltningsbedrifter et ønske om å etablere en felles investeringsprosess for hele organisasjonen. Risikovillighet innebærer evne og vilje til stadig endring av arbeidsmetoder og investeringsprosesser.

Den vanlige modellen i forvaltningsbransjen er å dekke hele investeringsuniverset med en analytiker på hvert segment av markedet og med et fåtall porteføljeforvaltere som tar investeringsbeslutningene. NBIM har ikke laget en investeringsorganisasjon med et skille mellom analytikere og porteføljeforvaltere. Vi ønsker at de som kjenner selskapene best, skal ta investeringsbeslutningene. Flertallet av de tre til syv forvaltere vi har ansatt hvert år de siste fem årene, har tidligere erfaring som analytikere, i stor grad fra investeringsbanker, snarere enn erfaring som porteføljeforvaltere. Vi har heller ikke ønsket å dekke alle industrier, men fokusert på noen der vi har latt flere bygge opp nærliggende kompetanse.

Fokuset har vært på enkeltinvesteringer, der vi har etablert organisasjonsstrukturer for å innhente bred markedsinformasjon. Kontakt med selskapsledelsen har fått stadig større vekt. Resultatorientering betyr full delegering av investeringsbeslutninger til enkeltpersoner, og avlønning er i hovedsak basert på individuell inntjening.

NBIM har tatt konsekvensen av vårt globale investeringsmandat ved å bygge organisasjonen opp utenfor Norge og å bidra til å flytte personale mellom investeringskontorene. Alle forvalterne på de globale sektormandatene arbeider ved kontorene i London og New York. Dette gjelder også for forvalterne på aksjestrategi, mens relativ verdi- og indeks-

forvalterne i hovedsak jobber fra Oslo. Etablering av et investeringskontor i Asia forventes innen utgangen av 2007.

## Risikoprofil

### Antall posisjoner

Ved utgangen av 2006 var internforvaltningen fordelt på 15 globale sektormandater, i tillegg til fem relativ verdi- og fire aksjestrategi mandater. I tillegg hadde NBIM fire forvaltere med ansvar for de interne indeksporteføljene, som forvaltes stadig mer aktivt.

Ved utgangen av 2006 hadde de 24 interne forvalterne i NBIMs aktive strategier investert i om lag 1200 posisjoner (og solgt tilsvarende antall) på til sammen 62,1 milliarder kroner. Den gjennomsnittlige posisjonen var derfor relativt beskjeden, sett i forhold til fondets størrelse, med i overkant av 50 millioner kroner. I de globale sektormandatene var gjennomsnittsposisjonen 126 millioner kroner, mens den i relativ verdi-strategi var 60 millioner kroner. Porteføljeforvalterne i de globale sektorteamene hadde i gjennomsnitt 17 posisjoner (mot 19 "short"), hvorav de fem største posisjonene i snitt utgjorde 61 prosent av risikotakningen. Totalt var 45 av 234 aksjer (og 50 av 265 "short") eid av flere forvaltere. Relativ verdi- og aksjestrategi-forvalterne hadde som det fremgår av tabell 1, atskillig flere posisjoner.

### Samlet risiko

Ved utgangen av 2006 var risikoen (målt ved standardavviket til ukentlige avkastningstall) i den samlede porteføljen av interne forvaltere var 1861 millioner kroner. I ett av tre år forventes det statistisk sett at det enten tapes eller tjenes minst dette beløpet. Summen av risikoen i hvert av enkeltmandatene var imidlertid 5274 millioner kroner. Den samlede risikoen var med

Tabell 1: Antallet posisjoner i internforvaltningen ved utgangen av 2006

Årsavslutt 2006	Konsumtjenester	Telekom	Energi	Finans	Strategi	Relativ verdi	Total
Antall forvaltere	5	3	5	2	4	5	24
Antall pos. / neg. posisjoner	52/59	35/14	52/84	50/58	821/867	225/209	1 196/1241
Posisjonstørrelse, snitt (mill. kr)	104,1	163,8	156,3	128,3	27,3	59,9	52,0
Eksponering per forvalter, snitt (mill. kr)	1 082,8	1 911,0	1 625,4	3 207,5	5 605,3	2 696,8	2 589,0

Tabell 2: Risikoprofil i internforvaltningen ved utgangen av 2006

Årsavslutt 2006	Konsumtjenester	Telekom	Energi	Finans	Strategi	Relativ verdi	Total
Sum realisert risiko (mill. kr)	468,6	597,4	1 670,5	521,9	1 375,8	640,0	5 274,2
Samlet estimert risiko (mill. kr)	268,0	441,0	757,0	348,0	1 074,0	418,0	1 679,7
Diversifikasjon, estimert risiko	55 %	80 %	56 %	84 %	64 %	53 %	35 %
Mandatkorrelasjon, snitt	0,21	0,44	0,25	0,005	0,46	(0,02)	0,24

## TEMAARTIKKEL 1

andre ord om lag 35 prosent av alle mandater summert.

En lavere risiko gjennom diversifiseringer oppnås ved en mandatstruktur med uavhengige mandater med ulike investeringsstrategier og posisjoner. I totalporteføljen av eksterne mandater har NBIM erfart at omlag 55 prosent av risikoen i hvert enkelt mandat reduseres gjennom diversifisering. Dette er noe mindre enn i de interne mandatene til tross for at det ved utgangen av 2006 var 45 eksterne mandat mot 24 interne mandat.

Innenfor hver av de interne strategiene var også diversifiseringen betydelig. Den modell-estimerte risikoen for en gruppe samlet var, som det fremgår av tabell 2, fra 53 til 84 prosent av summen av risikoen i mandatene. Diversifiseringen var enda større i de realiserte avkastningstallene for alle investeringsteamene i 2006, fra 35 til 67 prosent.

Ingen av de 20 enkeltmandatene i de globale sektor- og relativ verdi-mandatene utgjør mer enn 16 prosent av samlet risiko for disse to forvaltningsstrategiene. De fem mandatene med størst risikotakning innen disse strategiene utgjorde ved utgangen av 2006 49 prosent av samlet risikotakning.

#### Diversifikasjon

Det er alltid en risiko for at forvaltere i samme investeringsorganisasjon lar seg påvirke av hverandres oppfatninger, og at investeringene blir for like i den forstand at de gjør det godt eller dårlig relativt til aksjemarkedet på samme tid. Gjennomsnittlig korrelasjon mellom porteføljene i de interne mandatene har imidlertid kun vært 0,24 i 2006.

Resultatene de siste årene har vist en noe høyere samvariasjon i resultatene i den interne forvaltningen enn mellom de eksterne manda-

tene. De siste fem årene har korrelasjonen vært 0,23 for de interne mandatene. Innenfor de tre gruppene av regionale eksterne mandat (region-mandat i Amerika, Europa og Asia) har korrelasjonen vært henholdsvis 0,18, 0,15 og 0,15, mens den har vært 0,12 i de eksterne sektor-mandatene.

De interne mandatene har også hatt en svært begrenset faktorrisiko. Dette er risiko som følger av eksponering mot aksjer med fellestrekk i verdsetting, momentum og annet. Mens om lag en fjerdedel av de eksterne mandatenes risiko kan tilskrives denne type risiko, er tallet for de interne mandatene under 10 prosent. Dette tyder på at forvaltningen tar risiko knyttet til selskaps-spesifikke forhold snarere enn risiko knyttet til forhold som beveger mange aksjer i markedet.

Tabell 3: Risikoprofil i internforvaltningen fra 2002–2006.

	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Sum realisert risiko (mill. kr)	801,1	848,5	1 434,7	3 474,4	5 274,2	3 480,8
Samlet realisert risiko (mill. kr)*	485,0	446,8	733,9	2 327,0	1 860,8	1 116,0
Diversifikasjon	61 %	53 %	51 %	67 %	35 %	32 %
Mandatkorrelasjon, snitt	0,37	0,33	0,28	0,38	0,24	0,23
Samlet informasjonsrate	0,29	1,62	1,28	1,00	1,79	1,20

\* Etter diversifisering

## Erfaringer 2002–2006

### Utvikling i risikotakning

Den interne forvaltningen har blitt bygget opp betydelig de siste årene. Fra utgangen av 2002 til i dag har samlet risikotakning gått fra 485 til 1861 millioner kroner, mens summen av enkeltmandatene har gått fra 801 til 5274 millioner kroner. Dette er en utvikling vi forventer vil fortsette også de neste årene.

Diversifikasjonsgevinsten har økt over tid fra 39 prosent reduksjon av risiko i 2002 til 65 prosent i 2006, i takt med økningen i antallet forvaltere. I perioden 2002 til 2006 har korrelasjonen mellom de interne mandatene blitt gradvis redusert, fra 0,4 ned mot 0,2.

Mandatene hadde ved utgan-

gen av 2006 en gjennomsnittlig posisjonstakning på 2,6 milliarder kroner, men med relativt store forskjeller. Det største var på 13,2 milliarder kroner og det minste på 200 millioner kroner. De store forskjellene skyldes delvis vurderingen av de enkelte forvalteres erfaring og evne til å skape meravkastning, men også risikoprofil i den aktuelle porteføljen og samlet markedskapitalisering i det aktuelle investeringsuniverset.

### Resultater i strategier og mandater 2002–2006

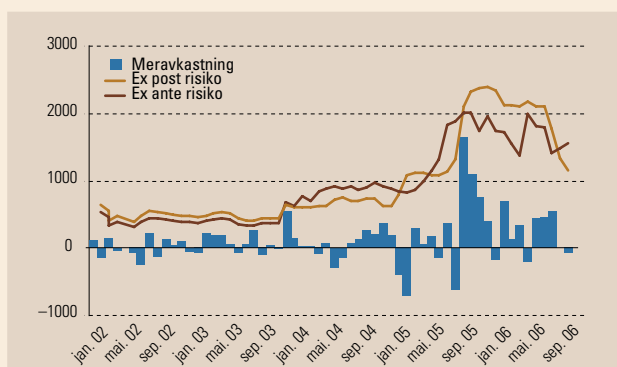
De interne mandatene har samlet sett gjort det svært bra siden oppstart, med meravkastning innenfor samtlige investeringsstrategier

hvert år siden etablering. Totalt har de hatt en meravkastning på nær 12 milliarder (jf. tabell 4), et svært høyt tall gitt den relativt beskjedne risikoen som har vært tatt.

De globale sektormandatene har bidratt mest med en samlet meravkastning på 5095 millioner kroner, mens relativ verdi har bidratt med 1305 millioner kroner. Resultatet i aksjestrategi på 3748 millioner kroner inkluderer de posisjonene som er tatt ved å selge andre aksjer i forbindelse med allokering til eksterne mandat enn deres referanseindeks. Dette resultatet på 2815 millioner kroner blir i årsrapportene tillagt de eksterne mandatene, selv om de



## TEMAARTIKKEL 1



**Figur 1: Resultater i internforvaltningen 2002–2006. Millioner kroner**

ikke er basert på investeringsbeslutninger av disse. Resultatene i strategimandatene er på 933 millioner kroner uten disse.

Resultatene har også vært konsistente på tvers av strategier, med omlag samme meravkastning i hver av strategitypene hvis vi deler på antall forvaltere. De 20 mandatene i global sektor og relativ verdi-strategiene har bidratt med 6400 millioner kroner, altså i overkant av 320 millioner kroner for hver forvalter, eller 8,4 millioner kroner for hver måned hver forvalter har hatt et mandat. Det er

et resultat vi er godt fornøyd med, gitt den gradvise oppbyggingen i risiko. Strategimandatene har før 2006 hatt få forvaltere.

Ser vi bort fra resultatene fra allokeringposisjonene i strategi og de interne aktive indekseringsstrategiene, er resultatet 7333 millioner kroner for internforvaltningen samlet.

### Vurdering av resultatene

Det er vanlig å vurdere porteføljeresultater relativt til risiko. Målet som oftest benyttes, kalles informasjonsrate, meravkastning i en

periode delt på standardavviket av avkastningsserien i denne.

Markedsrisikoen endrer seg stadig, og modeller som forsøker å si noe om risiko fremover, baseres på historiske tall og benytter forutsetninger i modellene som kan diskuteres. Derfor brukes som oftest realiserede avkastningstall i en viss periode tilbake. Disse avhenger både av lengden av perioden som vurderes tilbake i tid, og av hyppigheten i observasjonene. Månedstall fem år tilbake er det mest vanlige tallmaterialet.

I NBIMs interne aksjeforvaltning har alle strategier bidratt med informasjonsrater større enn 1. Den globale sektorforvaltningen har hatt en informasjonsrate på 1,2 basert på faktisk variasjon i avkastningen og 1,4 basert på modellberegnet risiko. Relativ verdi har vist en høyere informasjonsrate på 1,8. Dette skyldes i stor grad forskjellen på de typer posisjoner som tas. Vi forventer ikke tilsvarende gode tall fremover. Veksten i fondet gjør at posisjonene blir større, likviditet blir en utfordring, og en stor del av risikotakningen blir i større

selskap. Tall på informasjonsrater kan dessuten for alle forvaltere de siste årene ha undervurdert risikoen i porteføljene (fallende volatilitet, kurtose i positive marked).

Målsettingen for de interne enkeltmandatene er en informasjonsrate (det vil si risikojustert meravkastning) på 0,25 etter kostnader. Kostnadene ved de interne mandatene er imidlertid så lave at netto informasjonsrate ikke påvirkes nevneverdig av kostnader. NBIM har så langt erfart en høyere risikojustert meravkastning enn forventet i nesten alle enkeltmandat. Gjennomsnittlig informasjonsrate for forvalterne har vist en positiv trend de siste fem årene som det fremgår av tabell 5. Risikoen i hvert enkeltmandat har økt gradvis, mens meravkastningen har økt i en raskere takt. Vi forventer ikke at dette kan fortsette fremover. Informasjonsraten vil falle ved høyere risikotakning målt i kroner, ettersom posisjonene enten vil tas i større selskap eller møte høyere likviditetskostnader.

**Tabell 4: Resultater fra ulike strategier i internforvaltningen 2002–2006. Mill. kroner**

	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Global sektor	29,6	566,5	543,0	1 494,3	2 461,3	5 094,5
Relativ verdi	113,5	163,7	402,8	252,4	372,9	1 305,2
Aksjestrategi	248,4	428,6	333,2	1 046,1	1 691,3	3 747,6
Indeksering	–	–	184,6	526,9	1 066,0	1 777,5
Total	391,4	1 158,7	1 463,6	3 319,7	5 591,5	11 924,9

**Tabell 5: Resultater fra enkeltmandater i internforvaltningen 2002–2006**

	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Antall forvaltere	10	13	20	22	24	
Forvaltere med pos. avkastning	50 %	62 %	75 %	82 %	88 %	88 %
Forvaltermåneder i pluss	53 %	57 %	59 %	58 %	62 %	58 %
Realisert risiko, snitt (mill. kr)	79,6	62,7	100,0	143,4	132,2	139,2
Meravkastning, snitt (mill. kr)	14,3	55,8	45,6	91,4	107,5	285,6
Informasjonsrate, snitt forvalter	0,14	0,43	0,65	0,71	0,91	0,24

## TEMAARTIKKEL 1



## Strategien fremover

### Valg mellom intern eller ekstern forvaltning

NBIM har hatt gode resultater både i de mandatene som har vært forvaltet internt, og i de som har vært satt ut til andre forvaltningsorganisasjoner. Et nærliggende spørsmål er derfor hvilke kriterier som legges til grunn i valget mellom intern eller ekstern forvaltning. Måten forvaltningen er organisert på, gjør imidlertid at det ikke er nødvendig å ta dette valget. Det er fordi den interne aktive forvaltningen ikke tilføres noen andel av porteføljen til forvaltning, men tar posisjoner ved å låne aksjer som selges i markedet, for derved å finansiere kjøp av andre selskap. Disse lånene av aksjer vil som oftest skje fra den interne indeksporteføljen. Finnes det ikke en slik beholdning, vil de interne forvalterne dernest låne fra de eksternt forvaltede porteføljene, eller hvis nødvendig av andre investorer i markedet.

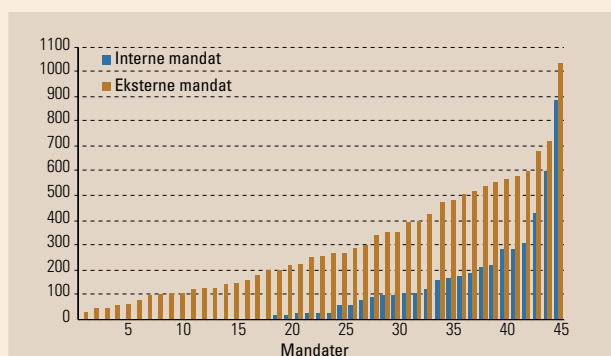
NBIM vil fortsette å sette ut den delen av porteføljen til ekstern forvaltning som vi tror vil gi bedre avkastning etter forvaltningshonorar enn vi får gjennom indeksforvaltningen. Posisjonstakningen i den interne aktive forvaltningen påvirker ikke andelen av porteføl-

jen som gis til eksterne forvaltningsoppdrag. Selv om porteføljen var satt ut til ekstern forvaltning i sin helhet, ville den interne investeringsaktiviteten vært som i dag. I den grad det er en konkurranse mellom interne og eksterne forvaltere, handler dette om resultatoppnåelse, ikke om tilgang til forvaltningsmidler.

Ved utgangen av 1998 utgjorde de eksterne aktive mandatene 9 prosent av aksjporteføljen, og ved utgangen av 2002 hadde dette blitt bygget opp til 38 prosent, et nivå den har ligget på siden. Med den raske veksten i Pensjonsfondet har dette ført til en økning i den samlede størrelsen på de eksterne mandatene på om lag 25 prosent årlig. Det er en utfordring å opprettholde andelen forvaltet eksternt på grunn av veksten i Pensjonsfondet i årene som kommer.

### Videre oppbygging av internforvaltningen

De interne mandatene har de siste årene stått for omlag 20 prosent av samlet risiko i aksjporteføljen i Pensjonsfondet. I siste halvår av 2005 ble imidlertid denne risikotakningen tatt opp betydelig, og ved utgangen av fjoråret utgjorde



Figur 2: Fordeling av risiko mellom interne og eksterne mandater. Millioner kroner

de interne aksjemandatene omlag 30 prosent av risikoen. De interne mandatene sto ved utgangen av 2006 for 26 prosent av summen av risikoen av alle interne og eksterne mandat. Det marginale bidraget, økningen i risiko med eller uten de interne mandatene, har imidlertid bare vært om lag 20 prosent. Ved utgangen av 2006 ville for eksempel Pensjonsfondet hatt en risiko på 60 basispunkter (bp.) ved en kombinasjon av eksterne mandater og intern indeksforvaltning, mens dette bare økte med 12 bp., eller 870 millioner kroner, som en følge av de interne mandatene. En kombinasjon av interne og eksterne mandat gir derfor en god diversifikasjon. Vi registrerer at de interne

mandatene i kroner har bidratt mer enn de eksterne, både de siste fem årene og siden oppstart, gitt den relativt beskjedne andelen av risikoen de har tatt.

De neste årene vil NBIM øke antall interne mandater, og risikotakning for hvert av disse, slik at risikoprofilen på den interne og eksterne forvaltningen blir likere. Det betyr nær dobbelt så mange interne mandat som i dag, og mer enn en dobling av risikotakning i hvert mandat. Se figur 2.

Uansett hvordan de eksterne mandatene utvikles fremover, vil betydningen av de interne aktive investeringsstrategiene vokse i årene som kommer. NBIM vil øke innsatsen på dette området.



# Satsningsområder for eierskapsutøvelsen: selskapsstyring, barn og miljø

*Denne artikkelen presenterer planene for Norges Banks utøvelse av eierskap i de kommende årene. Arbeidet vil prioriteres mot seks satsingsområder. Fire av disse gjelder grunnleggende eierrettigheter: retten til å stemme, retten til å nominere og velge styremedlemmer, retten til å handle fritt med sine aksjer og retten til åpen og rettidig informasjon. Det vil også bli satset på to områder for fremtidig sosial og miljømessig bærekraft: barns rettigheter innenfor verdikjeden til multinasjonale selskaper, og selskapers agering overfor nasjonale og overnasjonale myndigheter i spørsmål relatert til langsiktige miljøforandringer.*

## Innledning

Store ambisjoner er nødvendige dersom høye mål skal nås. Norges Bank har store ambisjoner for sin eierskapsutøvelse og skal i løpet av den kommende fireårsperioden bli anerkjent som en av verdens mest fremtredende og seriøse utøvere av eierskap. Riktignok kan resultatene i mange tilfeller være vanskelige å måle, ikke minst fordi det ofte tar tid før de er synlige. Likevel er det Norges Banks mål å bidra til – og kunne fremvise – konkrete endringer både i porteføljeselskapene og i markedene som et resultat av vår aktivitet.

Ifølge Finansdepartementets etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utland er det overordnede målet for Norges Banks eierskapsutøvelse å sikre de finansielle interessene. Utøvelsen av eierrettighetene skal bygge på at det er en lang tidshorison for investeringene, og at de er bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset. Derfor skal både finansielle, sosiale og miljørelaterte

temaer inkluderes i eierskapsutøvelsen. Det fordrer åpenbart en ambisiøs og omfattende agenda. Aktiv innsats i alle potensielt viktige saker i alle de rundt 3500 selskapene i aksjeporteføljen er likevel, av flere grunner, en lite hensiktsmessig ambisjon.

For det første er det ikke mulig for én kapitalforvalter å ha full oppmerksomhet rettet mot alle sine porteføljeselskaper på én gang. Riktignok kan eksterne konsulenter, byråer og nyhetstjenester bidra med informasjon, og slik informasjon bruker da også NBIM aktivt, bl.a. i sin stemmegivning (se egen temaartikkel). Men å gå i dybden og bruke ressurser på alle saker som dukker opp – og som vi kan mene noe om – er simpelthen ikke mulig innenfor de rimelige tids- og ressursbegrensninger som NBIM (og enhver annen kapitalforvalter) må operere med.

For det andre er det en arbeidsdeling mellom Norges Bank og Finansdepartementet.

## TEMAARTIKKEL 2

Departementet, etter anbefaling fra Statens pensjonsfonds etikkråd ("Etikkrådet"), bestemmer hvilke selskaper som skal utelukkes fra porteføljen, basert på de etiske retningslinjene (se årsrapportens kapittel 4.1 for en redegjørelse for disse retningslinjene). Norges Bank følger på sin side opp de samme retningslinjene ved å utøve eierskap i porteføljeselskapene. Det medfører at de groveste typene brudd på menneskerettigheter og grunnleggende etiske prinsipper normalt vil bli behandlet av Etikkrådet. Det betyr ikke at Norges Bank aldri tar opp slike spørsmål. Men det er likevel naturlig at banken i hovedsak ser på langsiktige og vedvarende problemer som *ikke* faller under Etikkrådets ansvar, herunder spørsmål om gode styringssystemer i selskapene og sikring av aksjonærens rettigheter.

For det tredje kan Norges Banks renommé som utøver av eierskap skades dersom utspill fra banken oppfattes som tilfeldige, lite gjennomtenkte eller politisk motiverte. Dersom NBIM blir kjent som en aktør med mange

utspill og agendaer, men uten noen samlende retning og prioritering, vil vi miste innflytelse og tyngde som investor.

Og så et fjerde og siste punkt: Selv om Statens pensjonsfond – Utland er stort, er eierandelene i hvert enkelt selskap små. Vi kan ikke forvente å bli lyttet til på grunn av størrelse eller finansiell betydning alene. Kvaliteten på budskapet og tyngden i kommunikasjonen vil også være utslagsgivende, ikke minst dersom vi skal sikre støtte fra andre investorer.

Av alle disse grunnene har Norges Bank bestemt seg for å konsentrere eierskapsutøvelsen om et knippe kjerneområder av særlig stor viktighet for porteføljene, og dermed for alle de menneskene som i generasjonene fremover skal nyte godt av avkastningen. Det utelukker ikke at vi også kan engasjere oss på andre felter, eller at nye satsningsområder ikke vil bli lagt til etter hvert som ressursene og erfaringen øker. Poenget er at eierskapsutøvelsen skal ha retning og fokus. Dette ønsker vi å bidra til gjennom de satsningsområdene som er valgt.

Utplukkingen av satsningsområder for Norges Banks eierskapsutøvelse er basert på følgende kriterier: De skal være relevante for investorer generelt og vår portefølje spesielt; de skal være egnet for dialog med selskaper og/eller regulerende myndigheter, og gi mulighet for reelt gjennomslag; og de skal kunne forsvarer finansielt, siden vi handler i egenkap av investor, ikke som politisk aktør eller idealistisk organisasjon. Det siste betyr at vi må identifisere temaer der etikk og langsiktig finansiell avkastning går hånd i hånd, siden det er på slike områder at en investor kan forventes å få gjennomslag.

Vi kommer nedenfor til å bruke mest plass på de sosiale eller etiske satsningsområdene, men områdene som er relatert til selskapsstyring i mer snever forstand, er ikke mindre viktige. I de fleste tilfeller vil gjennomslag i slike saker være en forutsetning for å oppnå dialog med selskaper om etiske og sosiale temaer.

## Globale eierinteresser

Norges Banks samlede kapital under forvaltning er blant verdens største i sitt slag: rundt 2050 milliarder norske kroner – herav 818 milliarder kroner investert i internasjonale aksjer. Investeringsstrategien sikrer at aksjeporteføljen er spredt over alle vesentlige regionale og nasjonale markeder. Norges Banks porteføljer tar dermed del i – og er eksponert for – verdiskapingen i alle regioner og i den globale økonomien.

Dette "universelle eierskapet" gjør at den langsiktige avkastningen ikke bare styres av hvordan det enkelte selskap og den enkelte sektor utvikler seg, men minst like mye av den samlede verdiskapingsevnen i alle deler av verden. Store investorer med slik spredning i porteføljen har i praksis kontaktpunkter inn i et tverrsnitt av verdensøkonomien. Det kan gi opphav til innflytelse i markedene *selv om hver enkelt eierandel er liten*. Derfor er det naturlig at Norges Banks eierskapsvirksomhet har som mål å påvirke både styringen av selskaper og av markedsstandarder. Også andre faktorer som kan hemme eller fremme verdiskapingspotensialet, kan være aktuelle for utøvelse av eierskap. Ikke minst gjelder det selskapers bidrag til alvorlige, negative eksterne virkninger (ofte kalt eksternaliteter), dvs. virkninger

på næringsliv, miljø og samfunn utenfor selskapet.

Norges Bank inkluderer derfor i sin eierskapsutøvelse flere temaer enn dem som investorer tradisjonelt har engasjert seg i. I tråd med det vil allmenne økonomiske hensyn, eller sosiale og miljømessige hensyn, kunne bli vektlagt i kontakten med det enkelte selskapet, og også i kontakten med regulerende myndigheter.

For å følge opp dette brede perspektivet har NBIM satt i gang eieraktiviteter knyttet til å

- ansvarliggjøre selskapsstyrene overfor eierne, blant annet ved økt direkte aksjonærinflytelse på styrevalgene, avvikling av mekanismer som gir visse aksjer svakere stemmerettigheter enn andre, reduksjon i uheldige hindringer mot oppkjøp av selskaper og reduksjon i andre beskrankninger for verdiøkende tiltak i selskapene;
- øke innsynet i virksomheten, blant annet ved bedre krav til hvordan selskaper rapporterer om forretningsvirksomhet som kan utløse etiske eller juridiske dilemmaer;
- bedre koordineringen blant institusjonelle investorer for mer effektivt å følge opp ledelsen av selskaper, ettersom få investorer kan bekoste å følge opp et stort antall selskaper alene;

- uttrykke forventninger til at selskaper etterlever aksepterte internasjonale normer for behandling av arbeidsstokken og lokalmiljøet, uttrykt for eksempel i FNs Global Compact, for derved å styrke både fundamentet for bedriftens virksomhet og legitimiteten ved åpne markeder, globalisering og multinasjonal virksomhet;
- plukke ut særlige satsningsområder både innen tradisjonell selskapsstyring ("corporate governance") og på sosiale og miljømessige områder.

NBIM utøver sitt eierskap gjennom stemmegivning, selskaps- og myndighetskontakt, nettverksarbeid med andre investorer og gjennom bidrag til en bred og offentlig debatt om god eierskapsutøvelse og eierstyring. En generell oversikt over aktiviteten i 2006 finnes i årsrapporteringen om eierskapsutøvelsen, mens en drøfting av stemmegivningen finnes i en annen temaartikkel som følger denne årsrapporten. I denne artikkelen konsentrerer vi oss om satsningsområdene som er plukket ut for å sikre at NBIM prioriterer riktig og tar sitt ansvar som en "universell eier" – en eier som er eksponert for et tverrsnitt av utfordringene og trendene i verdens markeder.



## De strategiske satsningsområdene

Alle Norges Banks satsningsområder for eierskapsutøvelse, beskrevet i større detalj nedenfor, ivaretar de mest sentrale eierinteressene, dvs. at de er relatert til langsiktig avkastning og reduksjon av risiko, og de handler om sentrale prinsipper innen god selskapsstyring, etikk eller beskyttelse av miljøet. De kan, i tråd med dette, deles i tre hovedkategorier.

For det første har vi "good corporate governance" – god og legitim styring av selskapene vi har eierinteresser i, og de markedene som disse selskapene er en del av. Her er vår viktigste oppgave å sikre at minoritetsaksjonærenes rettigheter beskyttes, og at selskapene styres på en måte som skaper god, langsiktig avkastning innenfor anerkjente normer og lover. Dette området er delt i fire deler, og hver av disse vil bli omtalt nedenfor. God selskapsstyring er en forutsetning for gjennomslag i andre saker som en investor er opptatt av.

For det andre har vi etiske

og sosiale hensyn, relatert ikke minst til ivaretagelse av sentrale menneskerettigheter. Norges Bank har i denne sammenheng, som fondsforvalter med langsiktig horisont og særlige interesser i fremtidige generasjoners mulighet for deltakelse i det økonomiske og samfunnsmessige liv, bestemt seg for å arbeide med barn og barns oppvekstvilkår, relatert til kampen mot barnearbeid og sikring av barns helse. Særlig vil barns rettigheter innenfor verdikjeden til multinasjonale selskaper være viktig, siden det er her vårt arbeid som investor kan antas å ha størst effekt.

For det tredje har vi den type langsiktige miljøproblemer som vil kunne berøre fondets bærekraft. Blant disse er klimatrusselen den mest iøynefallende, men det er også andre utviklingstrekk som må følges nøye, og som vi i økende grad vil ta opp med relevante porteføljeselskaper. Innenfor dette satsningsområdet kommer Norges Bank særlig til å arbeide med porteføljeselskapenes agering

overfor nasjonale og overnasjonale myndigheter i spørsmål relatert til langsiktige miljøforandringer – herunder risikoen for alvorlig klimaendring, ødeleggelse av økosystemer og biodiversitet og omfattende og langsiktig ødeleggelse av vann- og andre naturressurser. Norges Bank vil i slike spørsmål arbeide for mer åpenhet og ansvarlighet i selskapenes lobbyvirksomhet, slik at selskapenes lobbying i minst mulig grad motarbeider Norges Banks interesser.

Utover dette følger NBIM også andre temaer på selskaps- og porteføljenivå, blant annet korrupsjon, avlønning av ledere, arbeidstakerrettigheter og selskapers forhold til menneskerettighetsbrudd. Slike saker vil jevnlig behandles på generalforsamlinger, eller de vil være del av internasjonale kampanjer som NBIM forholder seg til, sammen med andre investorer og investornettverk.

## God selskapsstyring: styrevalg, stemmerett, åpenhet og anti-oppkjøpsmekanismer

Et av de viktigste enkeltlementene for Norges Bank innen god selskapsstyring er arbeidet med å holde selskapenes styre ansvarlige. Derfor går NBIMs henvendelser om brede eierskapsproblemer, inkludert etikk og miljø, til selskapenes styre. Etter hvert som NBIM i økende grad inngår i engasjementsprosesser med enkelt-selskaper – hvilket vil utgjøre en sentral del av aktiviteten i hele den fireårs strategiperioden vi nå har begynt på (2007–2010)

– vil styreleder og sentrale styrerepresentanter være de viktigste kontaktpunktene. Styret er ansvarlig for selskapets langsiktige strategi og skal holde selskapsledelsen ansvarlig for sine handlinger, og dessuten kommunisere eiernes synspunkter.

Som et ledd i arbeidet med å ansvarliggjøre selskapenes styre har NBIM gjort nominasjon og valg av styremedlemmer til et av sine satsningsområder. Det er et aktuelt strids-

tema i USA, der investorers rett til å foreslå styremedlemmer, eller til å stemme imot de styremedlemmene som er foreslått av selskapet selv, er svært begrenset. Når vi i tillegg vet at styreleder og administrerende direktør er samme person i mange amerikanske børsnoterte selskaper, er det klart at vi står overfor et selskapsstyringsproblem. Her er det imidlertid forandringsprosesser underveis, både innenfor enkelt-selskaper og hva angår de over-

## TEMAARTIKKEL 2

ordnede reguleringene (f.eks. i SEC, det amerikanske kreditilsynet). NBIM har vært en pådriver for å få til endring og vil, sammen med andre investorer, arbeide for at selskapsstyrene i størst mulig grad er bredt og godt sammensatt med representanter som er villige til å lytte til sine investorer.

Et satsningsområde som henger nært sammen med dette, er retten til å stemme ved selskapenes generalforsamlinger. I mange jurisdiksjoner, særlig i Europa, er det vanskelig å få sikret reell stemmerett for sine aksjer, dels fordi noen aksjer teller mer enn andre, dels fordi det legges kompliserende begrensninger på handel med aksjene i tiden rundt generalforsamlingene, noe som gjør det lite aktuelt for mange fond å bruke stemmeretten. NBIM arbeider for at stemmerettsreglene skal være mest mulig forutsigbare og klare i alle markeder, og at minoritetsaksjonærer skal få komme til orde og få brukt sin stemmerett i selskapene der de er medeiere.

For at stemmeretten skal være reell, og for at også selskapskontakten ellers skal være meningsfylt, må informasjonen investorene får – både før generalforsamlingene og i eierskapsutøvelsen ellers – være nøyaktig og lett

tilgjengelig. Det er langt fra tilfelle i mange selskaper. Enkle ting, som å få agendaen for generalforsamlingen i tide og å få den tilgjengelig på andre språk enn landets eget, er i praksis vanskelig i flere av porteføljeselskapene. Videre kan det være komplisert og tidkrevende å få svar på spørsmål, eller å vite hvor man skal henvende seg. Ikke minst i en del asiatiske jurisdiksjoner sliter investorer med dette. Derfor er arbeidet med å sikre transparent rapportering og informasjon fra selskapene et eget satsningsområde for NBIM.

Det er også en sentral del av et velfungerende aksjemarked at aksjonærene faktisk kan selge sine aksjer når de ønsker det. Mange sitende selskapsledelser og -styrer legger imidlertid hindringer i veien for fritt salg av aksjene, særlig dersom de ikke ønsker å få nye eiere. I enkelte tilfeller kan slike hindringer være legitime, som en beskyttelse mot oppkjøpsforsøk som i realiteten kan være en form for bestikkelser eller på annen måte ikke er til selskapets eller aksjonærfelleskapets beste. Men NBIM insisterer på at slike hindringer mot salg og oppkjøp må legges åpent frem for aksjonærene, som skal ha medbestemmelse på både innføring og eventuell videreføring av hindringe-

ne. Normalt vil NBIM hevde at et fritt marked for kjøp og salg av aksjer – uten anti-oppkjøpsmekanismer – best sikrer aksjonærenes interesser og markedenes legitimitet og sunnhet. På denne bakgrunnen er retten til fri handel med aksjer, og retten til medbestemmelse på anti-oppkjøpsmekanismer, plukket ut som vårt fjerde satsningsområde.

De fire satsningsområdene som er direkte relatert til selve selskapsstyringen, er altså: (1) styreansvar og styrevalg, (2) retten til å stemme, (3) retten til åpen og rettidig informasjon og rapportering, og (4) retten til å selge og handle med sine aksjer. Til sammen er disse sentrale forutsetninger for at en investor som Norges Bank skal få beskyttet sine investorinteresser og brukt sine eierrettigheter.

Det er viktig å legge til at oppfølgingen av disse ikke bare handler om kontakt med enkelt-selskaper, men også kontakt med regulerende myndigheter. Her spiller internasjonale interesseorganisasjoner som ICGN (International Corporate Governance Network) en sentral rolle, og derfor er informasjon fra – og deltakelse i – slike nettverk viktig for NBIM.

## Barnearbeid og barns rettigheter

Få temaer er av så stor etisk viktighet som beskyttelse av barns rettigheter. Barn er oftest den svakeste part i konflikter og uoverenskomster, også i næringslivet. Siden de ikke kan beskytte seg selv, kan de lide stor skade og overlast på grunn av voksnes handlinger. Det er åpenbart at flere selskaper og sektorer i porteføljene både medvirker til slik overlast og kan gjøre mer for å beskytte barns legitime interesser og rettigheter. De aller alvorligste brudd på barns rettigheter vil riktignok falle under Etikkrådets ansvarsområde, og vil – ved verifikasjon av opplysninger om grove menneskerettsbrudd mot barn – føre til anbefaling om uttrekk av de relevante selskapene fra investeringsuniverset. Imidlertid vil det i noen tilfeller være tjenelig først

– før uttrekk endelig besluttes – å bruke Norges Banks eierskapsinnflytelse til å komme i dialog med de aktuelle selskapene og sikre oss at selskapene forstår alvoret i situasjonen. Andre ganger vil vi stå overfor selskaper som kan gjennomføre tiltak til barns beste, uten at vi dermed snakker om selskaper som agerer slik at det kvalifiserer for uttrekk. Da vil saken kunne ligge på Norges Banks, ikke Etikkrådets, bord.

Av tre viktige grunner er bestrebelsene for sikring av barns rettigheter også av finansiell betydning og dermed en naturlig oppgave for en investor som Norges Bank:

For det første er en oppvoksende slekt uten utdanning og med ødelagt helse et dårlig utgangspunkt for fremtidig syssel-

setting. I mange av verdens land vil antallet mennesker i alderen 15–40 år øke sterkt i tiårene som kommer, siden antallet kvinner i fruktbar alder i dag er høyere enn noen gang før (både i absolutte tall og relativt til den totale befolkningen), og siden fødselsratene ennå er høye i de fleste utviklingsland. Dersom store deler av denne kommende generasjonen går inn i arbeidsfør alder uten kompetanse, og med en ødelagt barndom bak seg pga. fysisk utnyttelse eller inadekvate sosiale forhold, vil dette åpenbart kunne skape sosial uro og ustabilitet, i tillegg til den tragedien det er for den enkelte. På den annen side kan godt utdannet ungdom, med stabile sosiale rammer rundt seg, være en enestående ressurs for bygging av mer bærekraftige

samfunn. Satsning på barns oppvekstvilkår innen våre porteføljeselskapers verdikjeder og innflytelsessfærer, også kampen mot de groveste former for barnearbeid, er derfor et naturlig satsningsområde for en investor med mange tiårs horisont.

Videre er selskapsadferd som er ødeleggende for barns helse og rettigheter, en skjevhet i markedet som truer både enkelt-selskapers og hele markeders legitimitet. NBIM er avhengig av tillit og legitimitet i de markedene vi opererer i – som i praksis er markeder over hele kloden, siden mange porteføljeselskaper har aktivitet også i land der vi ikke har direkte investeringer. Alvorlige, etiske problemer i markedet kan bidra til å underminere tilliten ikke bare til enkelt-selskaper og -sektorer, men



## TEMAARTIKKEL 2

til hele den globale markedsøkonomien som NBIM tar del i. Tiltak som øker legitimiteten og moralen i markedssystemet – både i form av generelle reguleringer og tiltak på spesifikt selskapsnivå – vil slik sett være viktige for NBIMs langsiktige posisjon som global investor. Her er få ting så viktige som tiltak som styrker beskyttelsen av barns rettigheter innen selskapenes ansvarssfærer.

Til sist er det naturlig for NBIM å anta at manglende vilje til å påtale og bekjempe utnyttelse av barn, og å sikre barns rettigheter, kan være en indikator på en generelt svak strategi i det aktuelle selskapet knyttet til håndtering av selskapets omgivelser. Arbeid med utvalgte porteføljeselskaper med sikte på å bedre håndteringen av barns rettigheter innenfor selskapenes verdikjede er derfor nyttig som en sikring av selskapenes evne til å bygge opp en bærekraftig strategi med hensyn til omgivelsesfaktorer generelt.

NBIMs hovedmål med dette satsningsområdet er å forbedre situasjonen for barn ansatt i, eller

direkte berørt av, verdikjeden til selskaper i NBIMs portefølje. Selskapene skal påvirkes til å følge kravene i FNs Global Compact og andre relevante mennesker- og barnerettighetsdokumenter. De skal også, der det er realistisk, påvirkes til å gå utover måten å sikre barn innenfor deres aktivitets- og innflytelsessfære god helse og utdanning.

Det skal imidlertid bemerkes, hva angår barnearbeid, at avskaffelse av alle former for barnearbeid i dag er urealistisk og neppe ønskelig, gitt de sosiale og familiære strukturer som vil bryte sammen i mange land dersom barn overhodet ikke kan bidra med arbeidsinnsats og -inntekt. Flere internasjonale hjelpeorganisasjoner, bl.a. Redd Barna, har konkludert slik, selv om det langsiktige målet er avskaffelse av alt barnearbeid.

Norges Banks hovedmål om forbedring av barns situasjon utmyntes i konkrete delmål som alle er i tråd med FNs Global Compact og ILOs konvensjon om barnear-

beid. (Merk at begrepet ”porteføljeselskaper” her også inkluderer datterselskaper og viktige leverandører i selskapenes verdikjede som selskapene har innflytelse på. Det vil imidlertid variere hvorvidt det er NBIMs porteføljeselskap, eller selskapene lenger ned i verdikjeden, som sitter med hovedansvaret for å gjennomføre tiltakene.) Ifølge disse delmålene skal NBIM arbeide med relevante porteføljeselskaper for å sikre at barn som jobber, ikke må være for unge, og at arbeid for de yngste barna helt avskaffes. Det må også sikres at arbeidet barn gjør, ikke er fysisk farlig, at arbeidstiden skal være begrenset, at barna skal være under kompetent oppsyn av voksne, at barna ikke med tvang fjernes fra sin familie og at arbeidet kombineres med utdanning og adekvat helsetilbud.

Det er bl.a. i store, nye utbyggingsprosjekter (såkalte ”green fields”) at hele familier og lokalmiljøer regelmessig blir berørt på et vis som utsetter barn for betydelig fare, og som regelmessig involverer barnearbeid. NBIM vil

arbeide for at selskaper involvert i slike prosjekter gir fulle reddegjørelser for tiltak i tråd med hovedmålet og delmålene ovenfor før prosjektene igangsettes. Dette bør utvikles til en internasjonal rapporteringsstandard.

For å sikre at NBIM til enhver tid arbeider med de viktigste problemstillingene, sektorene og selskapene på dette området, arbeider NBIM med egne ekspertgrupper som bidrar til å identifisere de største problemene, og som hjelper til med å påvise gode eksempler til etterfølgelse, slik at gjennomføringen av hovedmålet og delmålene blir mest mulig realistisk. NBIM vil også gradvis inkludere andre investorer i arbeidet med dette satsningsområdet, for slik å sikre størst mulig gjennomslag, og bruke offentlig kommunikasjon til å høyne bevisstheten om problemstillingene. Parallelt har NBIM allerede under igangsettelse konkrete engasjementsprosesser med enkelt-selskaper.



## Miljø og lobbying

NBIMs portefølje er global og langsiktig og slik sett sårbar for store miljøendringer og miljødeleggelser. Derfor arbeider NBIM med å bevisstgjøre seg selv og andre investorer om de miljømessige faktorene som mest vil kunne påvirke markedenes langsiktige bærekraft, og dernest inkludere disse i eierskapsutøvelsen.

Stern-rapporten fra den britiske regjeringen, publisert høsten 2006, påviser at klimaforandringer også er en særlig alvorlig økonomisk trussel. Dersom det ikke gjøres noe med risikoen for store klimaforandringer, kan den globale økonomiske aktiviteten bli svekket tilsvarende en permanent reduksjon på 5–20 prosent eller mer i det globale årlige BNP, med virkninger som vil merkes allerede i det kommende tiåret. De nødvendige handlingene for å bekjempe de alvorligste utslagene av klimaforandringer, vil på sin side koste ca. 1 prosent av det globale årlige BNP, ifølge Stern-rapporten.

På denne bakgrunnen er risikoen for klimaforandringer – som et klart flertall av internasjonale forskere mener delvis skyldes menneskelig aktivitet, og som også kan bekjempes gjennom menneskelig aktivitet – et godt eksempel på den type miljøtrussel som NBIM må være seg bevisst i sin utøvelse av eierskap.

Det er likevel viktig å huske at en investors handlingsrom på dette feltet er begrenset. Hvert enkelt porteføljeselskaps utslipp av karbondioksyd (CO<sub>2</sub>) og andre klimagasser er som oftest verken ulovlige eller umoralske i seg selv. Det er den totale mengden som er problemet. Det er dessuten lite realistisk at selskaper som produserer CO<sub>2</sub> og andre klimagasser, vil redusere sine utslipp dersom det ikke finnes lovfestede reguleringer som gjelder både en selv og ens konkurrenter. Riktignok vil selskaper på eget initiativ, av økonomiske grunner,

## TEMAARTIKKEL 2

kunne redusere klimagassutslipp for å bedre sin profil og tillit, eller for å være bedre rustet overfor offentlige reguleringer som likevel vil komme. Initiativer for å styrke slike insentiver vil NBIM i mange tilfeller støtte, i samarbeid med det stadig økende antallet internasjonale investorer som uttrykker bekymring for klimaforandringene. Det er likevel politiske initiativer og markedsreguleringer – nasjonalt og internasjonalt – som vil være det avgjørende i kampen mot alvorlige klimaforandringer. Dette omfatter internasjonale løsninger etter at Kyoto-protokollen utløper i 2012 (bl.a. klarere uttrykte – og forpliktende – mål for det totale omfanget av klimagasser i atmosfæren) og nasjonale og regionale skatte- og avgiftsregimer med sikte på å oppmuntre til mindre utslipp av klimagasser og økt bruk av alternative energikilder.

Har en investor noen innflytelse på dette overhodet? Kan slike tiltak fremmes gjennom investorers eierskapsutøvelse? Vi tror svaret, tross alt, er ja. Enkelte av NBIMs porteføljeselskaper bruker omfattende ressurser på å påvirke nasjonale og internasjonale myndigheter gjennom lobbying, direkte eller gjennom nærings- eller bransjeorganisasjoner. Lobbyvirksomhet er i seg selv en legitim og nødvendig del av kontakten mellom næringslivet og regulerende myndigheter. Det er imidlertid et problem dersom selskaper aktivt driver lobby-

ing *mot sine investorers interesser*. I mange land, bl.a. i USA, har selskaper (f.eks. innen energisektoren) brukt betydelige midler på å bekjempe klimatiltak som vil være til NBIMs og andre "universelle" investorers fordel, og som ofte vil kunne være også til de berørte selskaperens og sektorenes fordel på sikt dersom tiltakene gjennomføres med nødvendig konsistens og forutsigbarhet. NBIM kommer derfor til å arbeide, med både enkelt-selskaper og bransjeorganisasjoner, for å skape økt åpenhet rundt selskaperens lobbyvirksomhet på miljøområdet, med sikte på at det bør være sammenfall mellom investorenes interesser på den ene siden og selskaperens målsettinger med lobbyaktiviteten på den andre. NBIM ønsker å løfte frem ansvarlig og transparent lobbying som et felt der investorer kan bidra til ansvarlige miljøtiltak, på en måte som tjener både den langsiktige avkastningen i porteføljen og våre interesser som finansiell investor i det enkelte selskap.

Samme innfallsvinkel – åpenhet og ansvar rundt lobbying om miljøtiltak mot myndigheter – vil også kunne ha betydning for andre miljøtemaer. Blant problemområder av relevans for porteføljene er f.eks. reduksjon i biodiversitet med langsiktig betydning for hele økosystemer, usikker håndtering av atomavfall og langsiktig ødeleggelse av drikkevannskilder og lignende nærings- og naturressurser.

## Konklusjon

Norges Bank har som ambisjon å være en fremtredende og respektert utøver av eierskap, som makter å kombinere de etiske og finansielle aspektene på en måte som vinner støtte hos andre investorer, hos selskaperne og hos regulerende myndigheter. I første omgang skal NBIM, innenfor fireårsperioden 2007–2010, bygge opp et solid omdømme basert på konkrete resultater og gjennomslag i markedet. Riktignok kan resultatene ofte være vanskelige å måle, ikke minst fordi det ofte tar tid før de er synlige. Likevel er det vårt mål å kunne fremvise økt bevissthet og konkrete endringer i porteføljeselskaperne – og i markedene – på alle våre satsningsområder innenfor denne fireårsperioden. Riktignok må konkrete opplysninger om enkelt-selskaper ofte forbli konfidensielle, av hensyn til prosessene vi er inne i. Men vi vil søke å rapportere mest mulig åpent om de prinsippene og prioriteringene som ligger til

grunn for våre eierskapsprosesser, den type ressurser som er brukt, og de resultater som er oppnådd. Norges Bank har dessuten startet et arbeid for å muliggjøre en enda mer detaljert rapportering om stemmegivning på selskapsnivå. Offentliggjøring av dette materialet vil skje fra og med generalforsamlingssesongen 2007, i forbindelse med den årlige rapporteringen om eierskapsutøvelsen.

Videre fortsetter NBIM å fremme og støtte gode prinsipper for selskapsstyring, etikk og miljø også på felter utenfor våre satsningsområder, gjennom stemmegivning, deltakelse i offentlig debatt, publisering av våre eierskapsprinsipper og støtte til andre investorers initiativer.

Slik skal Norges Bank fremstå som en helhetlig aktør med realistiske og samtidig ambisiøse mål.





# Stemmegivning – hvorfor og hvordan?

*I denne artikkelen forklares hvorfor Norges Bank legger vekt på stemmegivning i sine porteføljeselskaper, og hvorfor stemmegivning er et sentralt virkemiddel for å sikre ivaretagelsen av våre rettigheter som eiere. I årene fremover vil fortsatt deltakelse på selskapenes generalforsamlinger, økt innsats for å sikre gjennomtenkt stemmegivning og arbeid for tilstrekkelig, tidsriktig og adekvat informasjon fra selskapene være viktige deler av Norges Banks utøvelse av eierskap.*

## Innledning

Stemmegivning er av stor betydning for å beskytte våre grunnleggende eierrettigheter. I tillegg bidrar stemmegivningen til at Norges Bank kan leve opp til de to sett med forpliktelser som er skissert i de etiske retningslinjene: For det første har vi en etisk forpliktelse til å ivareta de økonomiske interessene til fondenes eiere. For det andre skal Norges Bank bidra til god selskapsstyring, så vel som sosial og økologisk bærekraft, siden disse faktorene antas å ha innflytelse på den langsiktige avkastningen.

Stemmegivning bidrar ikke minst til å ansvarliggjøre styret og ledelse i selskapene. Norges Bank er en minoritetsaksjonær, og for minoritetsaksjonærer er stemmegivning på selskapenes generalforsamlinger et virkemiddel for å hindre at de blir utbyttet av selskapsledelsen eller av kontrollerende aksjonærer, og for å beskytte sine finansielle interesser. Stemmegivning er også et virkemiddel for å ivareta sosiale og miljømessige hensyn. Spørsmål av betydning for disse temaene blir i økende grad tatt opp som aksjonærforslag på

selskapenes generalforsamlinger. Det er generalforsamlingen som velger eller avsetter styret. Hvem som velges inn i styret, og deres evne og vilje til å ivareta denne typen hensyn, vil åpenbart påvirke selskapenes strategi. En stor, og økende, andel av verdens aksjer eies av pensjonsfond og andre investorer som i stor grad har samme målsettinger som Norges Bank. I denne sammenhengen kan det være nyttig å merke seg følgende: I 2005 ble midlene under forvaltning for pensjonsfond i OECD-landene estimert til vel 17 900 milliarder amerikanske dollar.<sup>1)</sup> Den økonomiske betydningen av pensjonsfond varierer mellom landene, men i store markeder som Storbritannia og USA var midlene under forvaltning for denne type fond på størrelse med henholdsvis to tredjedeler og 100 prosent av BNP. I USA eier pensjonsfond over 60 prosent av børsnoterte aksjer. Pensjonsfond i store europeiske land som Nederland og Storbritannia har en gjennomsnittlig direkte allokering til aksjer på over 50 prosent, i USA

er den rundt 40 prosent.<sup>2)</sup> I Statens pensjonsfond – Utland er aksjeandelen i dag 40 prosent.

Stemmegivning er et viktig fundament for andre deler av Norges Banks eierskapsutøvelse, fordi selskapskontakten utenom generalforsamlingene blir mer troverdig dersom den bygger på gjennomtenkt stemmegivning. I tillegg vil vi i arbeidet med stemmegivningen bygge opp kunnskap om det enkelte selskap og dets virksomhet, som er grunnleggende for annen kontakt med selskapet i eierskapsutøvelsen.

<sup>1)</sup> Kilde: OECD Pension Markets in Focus, October 2006, Issue 3.

<sup>2)</sup> I tillegg investerer amerikanske pensjonsfond over 20 prosent av sin kapital i "mutual funds", som hovedsakelig investerer i aksjer.

## Stemmegivning på generalforsamlingen

Retten til å stemme på generalforsamlingen setter aksjonærene i stand til å påvirke styringen av selskapet de eier, enten direkte eller indirekte gjennom sine valgte representanter i styret. Gjennom bruken av stemmeretten velger aksjonærene selskapets styre og treffer andre beslutninger som kan være av stor betydning for selskapet.

Det er imidlertid ikke alltid at alle aksjonærer er enige om grunnleggende beslutninger for selskapet. I slike situasjoner er avstemninger på generalforsamlingen en mekanisme for å avgjøre uenigheter. I utgangspunktet skal alle aksjonærer behandles likt. Deltakelse på generalforsamlingen bidrar til å sikre at dette prinsippet overholdes, og dermed til å beskytte minoritetsaksjonærer

mot å bli utbyttet. I en del markeder – og antakelig i økende grad i årene fremover – er generalforsamlingen også en sentral arena for å ta opp spørsmål knyttet til sosiale forhold og miljø. Riktignok skal ikke aksjonærer detaljstyre selskapene gjennom generalforsamlingene. Men aktiv deltakelse i stemmegivningen er med på å sikre innflytelse på selskapenes overordnede strategi. Norges Bank eier aksjer i flere tusen selskaper, og det ville i praksis være umulig for NBIM å møte opp fysisk på generalforsamlingen i alle disse selskapene. Men i de fleste selskaper er det i dag mulig for en eier å stemme uten selv å være til stede, såkalt "proxy voting" (fullmaktstemmegivning). Investorene oppnevner da, slik dette systemet vanligvis

fungerer, en representant som møter på generalforsamlingen og stemmer på deres vegne. Representanten har samme rett som en aksjonær til å ta ordet og stemme på møtet.

NBIM får bistand fra en rekke kilder med å innhente informasjon og analyser om saker som skal opp til behandling på generalforsamlinger. Det er imidlertid viktig for NBIM å foreta en selvstendig analyse av saker som er av spesiell betydning for eierskapsutøvelsen. Det gjelder ikke minst vedtaksforslag som berører områder dekket av de etiske retningslinjene.

I 2006 har NBIM stemt på totalt 2928 generalforsamlinger, noe som er 79 prosent av de møtene som er holdt. En nærmere beskrivelse av stemmegivningen i 2006 er gitt i årsberetningens kapittel 4.1.



## Aksjonærforslag

De fleste saker på generalforsamlingen er fremmet av selskapets ledelse. Det er imidlertid også mulig for aksjonærene å fremme vedtaksforslag på generalforsamlingen.

Det er som regel begrensninger på hvem som kan fremme aksjonærforslag, og hvilke typer forslag som kan fremmes. De fleste land opererer med en prosentvis andel av aksjekapitalen som terskel for aksjonærer som krever at en sak skal tas opp til behandling på generalforsamlingen. Et aksjonærforslag i USA er som oftest bare rådgivende. I USA kan selskapet også unnlate å ta aksjonærforslaget med på gene-

ralforsamlingen dersom saken gjelder selskapets "ordinære forretningsvirksomhet", eller dersom forslaget gjelder aktiviteter som ikke er viktige for selskapet.

Aksjonærforslag er langt mer utbredt i USA enn i de fleste andre markeder. Det skyldes blant annet at det er mer spredt eierskap i USA. Der var det i 2006 i underkant av 700 aksjonærforslag til avstemning på generalforsamlinger. Det har vært en økning av aksjonærforslag i USA over de siste årene, spesielt forslag knyttet til sosiale og miljømessige temaer. I markeder med mer konsentrert eierskap er det lettere for selskapsledelsen å ha en dialog med eierne

utenom generalforsamlingene. Bruken av aksjonærforslag er imidlertid voksende i Europa og Asia. De fleste av aksjonærforslagene fremmet i selskaper i Europa og Asia har vært knyttet til styrevalg, men det er også fremmet forslag knyttet til sosiale og miljømessige temaer. Blant annet er det for enkelte europeiske og canadiske selskaper fremmet forslag om bedre rapportering knyttet til aktivitetene selskapene har i land der menneskerettigheter tradisjonelt i liten grad ivaretas, og dessuten er det for enkelte europeiske selskaper fremmet forslag om bedre rapportering knyttet til selskapenes påvirkning på miljøet

og samfunnet generelt.

I enkelte tilfeller slutter selskapsledelsen opp om aksjonærforslag som fremmes, men ofte er aksjonærforslaget i konflikt med selskapets anbefaling. Siden mange aksjonærer som en hovedregel følger selskapsledelsens anbefalinger, er det vanskelig å få flertall for aksjonærforslag. En annen grunn til at enkelte aksjonærforslag ofte får lav oppslutning, er at de har en form, og innebærer en type krav til selskapet, som kan være uegnet til å nå målet forslaget har. For eksempel stemmer NBIM i enkelte tilfeller imot forslag som tar opp viktige sosiale og miljømessige forhold

## TEMAARTIKKEL 3

fordi NBIM mener at andre eierskapsaktiviteter bedre vil kunne ivareta disse hensynene, eller fordi forslaget er utformet slik at det vil kunne virke mot sin hensikt. Det er imidlertid en trend at et økende antall aksjonærfor- slag, også forslag knyttet til sosiale og miljømessige forhold, får bred støtte, i enkelte tilfeller også flertall.

Selv om relativt få aksjonærfor- slag faktisk får flertall på gene- ralforsamlingen, betyr ikke det at slike forslag ikke har noen effekt. For det første vil en høy oppslut- ning om et aksjonærfor- slag gi et viktig signal til selskapsledelsen også om det ikke får flertall, og det vil ofte utløse tiltak fra ledel- sens side, ikke minst for å unngå at forslaget fremmes på nytt.

Paradoksalt nok har aksjonær- forslag også effekt når de trekkes tilbake. Dersom det er sannsynlig at et aksjonærfor- slag vil få høy oppslutning, vil selskapene ofte gå i dialog med forslagsstiller for å finne en tilfredsstillende løsning for begge parter. Nesten 30 prosent av aksjonærfor- slagene som ble fremmet i USA i 2006, ble trukket før generalforsamlingen. Flere av disse bidro til vesentlige endringer i selskapenes retningslinjer.

NBIM har i flere år forholdt seg aktivt til aksjonærfor- slag og har støttet slike der det har vært i overensstemmelse med hoved- styrets eierskapsprinsipper og in- ternasjonale normer som Norges Bank støtter. Dessuten kontakter NBIM nå i økende grad selskape- ne både før og etter generalfor-

samlingene for å kommunisere at vi støtter aksjonærfor- slag som sel- skapsledelsen ikke synes villig til å følge opp.

Kommer NBIM også selv til å fremme aksjonærfor- slag i årene som kommer? Det er sannsynlig, særlig i det amerikanske marke- det, der bruken av aksjonærfor- slag er mest utbredt. Men slike aksjo- nærfor- slag vil først komme etter at vi på forhånd har gjort vårt syn kjent for selskapet og har arbeidet for å se hvorvidt det er forståelse i selskapet for synet – og hvorvidt det kan imøtekommes uten at det fremmes forslag på generalfor- samlingen. Et aksjonærfor- slag har størst virkning dersom selskapet forstår at det er ledd i en mer om- fattende eierskapsstrategi, og ikke bare en enkeltstående erklæring.

Da er også sjansen større for at selskapet vil etterkomme ønskene før generalforsamlingen, nettopp for å unngå en offentlig strid.

Det er ikke minst i de sakene som Norges Bank prioriterer i sin eierskapsutøvelse (se vår separate temaartikkel om bankens sats- ningsområder), at vi vil kunne se konkrete aksjonærfor- slag fra NBIM i årene som kommer. Men bestrebelsene for å få gjennomført viktige tiltak er sjelden tjent med at eierskapsprosessene starter med at det fremmes aksjonærfor- slag, eller at aksjonærfor- slag fremmes uten at selskapet ser den større sammenhengen som investorens forslag inngår i.

## Deltakelse i stemmegivningen

Det er stor variasjon i graden av deltakelse i stemmegivningen i ulike selskaper og i ulike markeder. I USA er det generelt en langt høyere deltakelse enn i Europa og de fleste land i Asia. I USA er den gjennomsnittlige deltakel- sen i stemmegivningen rundt 80 prosent, i Storbritannia nærmere 60 prosent, mens den i land som Italia, Nederland, Frankrike og Tyskland ligger på mellom 30 og 50 prosent. En årsak til den lavere deltakelsen i mange europeiske (og for øvrig også asiatiske) land er at disse markedene har en høy andel interna- sjonale investorer, og at internasjonale investo- rer står overfor forskjellige praktiske hindrin- ger ved utøvelse av stemmeretten. En annen årsak er at det i selskapene i disse markedene ofte finnes en gruppe kontrollerende aksjonær- rer, noe som reduserer øvrige aksjonærers mu- lighet til å øve innflytelse gjennom stemmegiv- ning. Trenden går imidlertid i retning av økt deltakelse også i disse markedene.

Det er interessant å trekke analogien mellom stemmegivning i politiske valg og stem- megivning på generalforsamlinger. I begge situasjoner er lav deltakelse et potensielt problem. I nasjonale demokratier fremheves det ofte tre grunner til at høy valgdeltakelse er viktig. For det første gir høy valgdeltakelse

større legitimitet til de valgene som foretas. For det andre øker høy valgdeltakelse sannsyn- ligheten for at flertallet i valget faktisk repre- senterer flertallet i befolkningen. For det tredje gir høy valgdeltakelse bedre velgerkontroll med de politisk valgte representantene.

Lignende hensyn er også relevante ved av- stemning på generalforsamlinger. For selskaps- ledelsen er det viktig å dokumentere at de har aksjonærene i ryggen. Spesielt dersom selska- pet har planer om å gjennomføre større endrin- ger, er det viktig for selskapsledelsen å ha den legitimitet som en bred oppslutning fra aksjo- nærene gir. En avgitt stemme sender et signal selv i de situasjoner der stemmen ikke er utslagsgivende. Å stemme imot ledelsens forslag eller å holde tilbake sin støtte er et klart signal om misnøye som blir lagt merke til av selskapsledelsen.

Dersom det ikke stemmes for en vesentlig andel av aksjene, oppstår faren for at de beslut- ninger som fattes av generalforsamlingen, ikke representerer den reelle interessen og finansi- elle risikoen som aksjonærene har i selskapet. Det utgjør en fare særlig dersom de ulike aksjonærene i noen spørsmål har ulike interes- ser, og dersom aksjonærene som benytter sin stemmerett, ikke er representative. Tradisjonelt

har institusjonelle investorer, spesielt pen- sjonsfond som investerer utenfor sitt hjemme- marked, vært mindre tilbøyelige til å bruke sin stemmerett enn større aksjonærer. Det har ført til at disse aksjonærgruppene interesser i mindre grad er blitt ivaretatt. De siste årene har imidlertid dette bildet endret seg vesentlig, og denne typen aksjonærer bruker i økende grad sin stemmerett.

Deltakelse på generalforsamlingen (eller stemmegivning gjennom "proxy") innebærer at aksjonærene i større grad setter seg inn i sakene som tas opp. En høy valgdeltakelse vil derfor typisk bety at eierne i større grad kan kontrollere og ansvarliggjøre selskapsledelsen.

Igjen skal vi understreke at generalfor- samlingens rolle ikke er å detaljstyre selskapet. Gjennom generalforsamlingen kan imidlertid "prinsipalene" (dvs. eierne) sikre seg at "agen- tene" (dvs. styret og ledelsen) ikke bruker sin makt på en måte som går på bekostning av prinsipalenes legitime interesser og rettigheter.

## Kostnader og gratispassasjerer

Statens pensjonsfond – Utland er et av verdens største enkelteide fond, og Norges Bank eier aksjer i om lag 3500 selskaper. Fordi vi har investert i så mange selskaper, har vi på tross av størrelsen i gjennomsnitt bare omlag en halv prosent av stemmene i hvert selskap. Denne diversifiseringen av porteføljen innebærer at vår stemmegivning sjelden vil være utslagsgivende alene for utfallet av en avstemning. Det er derfor naturlig å spørre hvorfor en minoritetsaksjonær med såpass små eierandeler som Norges Bank i det hele tatt skal stemme på generalforsamlinger.

Dette spørsmålet blir ytterligere aktualisert av at det ikke er kostnadsfritt å stemme. For det første er det administrative kostnader knyttet til selve stemmegivningen. Bruken av proxy voting, stemmegivning ved hjelp av web-baserte løsninger utarbeidet av tjenesteleverandører, samt åpning for elektronisk stemmegivning i noen land har redusert disse kostnadene, men de er fremdeles betydelige. For en stor forvalter som NBIM kan disse kostnadene rettferdiggjøres, men for mindre investorer kan kostnadene bli for store. NBIM arbeider aktivt for at systemet for stemmegivning skal forenkles, og at muligheten for elektronisk stemmegivning skal bli tillatt i flere markeder, slik at flest mulig aksjonærer kan delta på generalforsamlingen.

Andre vesentlige kostnader er knyttet til å sette seg inn i alle de sakene som det stemmes over på generalforsamlingene. I de rundt 3500 selskapene Norges Bank eier aksjer i, tas det til sammen opp flere titusentalls enkeltsaker på generalforsamlingene. Bare det å skaffe relevant informasjon om sakene som skal opp på generalforsamlingen, er kostnadskreven. Å foreta en selvstendig vurdering av alle disse sakene ville kreve svært store ressurser. Selv om NBIM fokuserer på saker av prinsipielt stor betydning og på selskaper hvor vi har store investeringer, er det fremdeles vesentlige kostnader forbundet med å sette seg inn i saksforholdene og å skaffe den relevante informasjonen.

En siste type kostnad er knyttet til begrensninger i muligheten for å selge aksjene. I en rekke markeder, særlig de europeiske, vil en investor som ønsker å stemme, få sine aksjer blokkert. Det innebærer at investoren i et nærmere bestemt tidsrom frem til generalforsamlingen er over, ikke har rett til å selge sine aksjer i selskapet. I praksis betyr det at in-

vestoren må velge mellom å utøve stemmeretten og å beholde friheten til å selge aksjene uten restriksjoner.

Som nevnt ovenfor er det også vesentlige gevinster ved å være en aktiv eier, for eksempel i form av økt ansvarliggjøring av styret, økt kontroll og redusert fare for utbytting. Disse gevinstene tilfaller imidlertid ikke bare den investoren som bruker ressurser på stemmegivning, men alle aksjonærer som har de samme interessene. En situasjon hvor kostnadene ved en aktivitet tilfaller den enkelte aktør, mens gevinstene også tilfaller andre, gir ofte opphav til et "gratispassasjerproblem", dvs. at aksjonærene foretrekker at de andre aksjonærene bruker ressurser på eierskapsutøvelse, men ikke selv er villige til å ta kostnaden.

Gratispassasjerproblemet har bidratt til at institusjonelle investorer tradisjonelt har vært passive eiere som i liten grad har brukt sine eierrettigheter til å påvirke selskapene de eier. Resultatet er et næringsliv hvor eierne i selskaper med spredt eierskap har hatt liten mulighet til å påvirke hvordan selskapene opptrer. Det igjen har bidratt til mange selskapskandaler og til uheldig bruk av selskapenes ressurser.

Pensjonsfond og andre institusjonelle investorer har i økende grad innsett at de må bruke sin rett til å stemme på generalforsamlingen, fordi retten til å selge ens aksjer ikke i tilstrekkelig grad kan beskytte minoritetsaksjonærene mot å bli utbyttet av selskapsledelsen eller av kontrollerende aksjonærer. Det er dessuten viktig å huske at mange slike fond er investert bredt i overensstemmelse med fastsatte indekser, noe som reduserer muligheten for å selge seg helt ut av selskaper eller raskt å endre sin porteføljesammensetning. I økende grad samarbeider denne typen investorer om utøvelsen av eierskap, og slikt samarbeid reduserer gratispassasjerproblemet og oppveier også for de små eierandelene som hver enkelt har.

Selv om våre eierandeler i hvert selskap er små, er Norges Bank gjennom forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland og bankens egne valutareserver totalt sett en av verdens største eiere. Av dette følger det en forpliktelse, slik vi ser det, til å ta del i utøvelsen av eierskap og til å bidra til at systemene for utøvelse av eierskap fungerer best mulig. Det er ikke holdbart at store eiere bare er gratispassasjerer.





## Sosiale og miljømessige forhold

Som nevnt ovenfor skal Norges Bank, ifølge de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland, inkludere i sin eierskapsutøvelse sosiale og miljømessige forhold som må antas å ha betydning for avkastningen på lang sikt. Også i denne sammenhengen er stemmegivningen viktig.

Som en langsiktig investor med brede aksjeplasseringer i markedene er NBIM opptatt av at det enkelte porteføljeselskap ikke legger en for kort tidshorison til grunn for sine disposisjoner, og at selskapene tar hensyn til de parter som blir berørt av dets virksomhet. Selskapsstyret må videre sørge for at selskapet viser åpenhet i rapporteringen om disse områdene, slik at eierne er i stand til å evaluere styrets beslutninger og handlinger. Selskapet må derfor offentliggjøre opplysninger om selskapets politikk for etiske og miljømessige spørsmål, de tiltak og resultater som er oppnådd, hvordan selskapet håndterer forhold til arbeidstakere og andre interessenter, samt selskapets vurdering av risiko knyttet til sosiale, etiske og miljømessige spørsmål og eventuelle systemer for risiko-

håndtering og etterlevelse av lover og forskrifter på området.

Kanskje det viktigste kravet aksjonærene kan stille til selskapsledelsen, er at de skal forbedre sin rapportering. Forbedret rapportering kan være et kraftfullt virkemiddel i kampen mot problemer som brudd på arbeidstakerrettigheter, korrupsjon og miljødelegasjoner. En stor andel av de negative effektene børsnoterte selskaper har på sine omgivelser, enten direkte eller gjennom sine underleverandører, får lov til å finne sted fordi det ikke finnes informasjon om hva som skjer. Få børsnoterte selskaper vil for eksempel akseptere grove brudd på arbeidstakerrettigheter hos sine underleverandører dersom bruddene er allment kjent og kan verifiseres.

Dessverre er det trolig slik at enkelte selskaper hvor Norges Bank er aksjonær, medvirker til grove brudd på arbeidstakerrettigheter og menneskerettigheter. Det er forhold vi oppfatter som uakseptable, og som også andre interessenter (både aksjonærer og selskapenes kunder) normalt ikke ønsker. Mangel på god informasjon er en vesentlig årsak til at sel-

skapsledelsen ikke tvinges til å gjøre noe med denne typen forhold. Dersom sikker informasjon fremskaffes, vil både eiere og andre interessenter i større grad kunne påvirke selskapsledelsen til å handle. Bedre informasjon om selskapers innvirkning på økonomi, samfunn og miljø vil derfor være et vesentlig bidrag til å gjøre noe med viktige samfunnsproblemer. Av denne grunn støtter NBIM regelmessig aksjonærforslag om forbedret og klarere rapportering fra selskapene. En del slike forslag blir dessuten trukket tilbake før generalforsamlingen, etter at selskapsledelsen og forslagsstiller er kommet frem til en enighet om noen endringer.

En rekke aksjonærforslag knyttet til miljøspørsmål ble fremmet i 2006. Flere av disse var motivert av bekymringer for den effekten selskapene har på globale klimaproblemer. Blant annet fikk forslag om rapportering av klimagassutslipp og arbeid for å forbedre energieffektivitet høy oppslutning. NBIM støttet forslag knyttet til energieffektivitet blant annet på generalforsamlingen til et stort amerikansk selskap innen detalj-

handel, der forslaget fikk en oppslutning på nærmere 30 prosent, noe som anses som høyt for denne type forslag. Et forslag knyttet til klimagassutslipp som ble fremmet ved generalforsamlingen til et amerikansk energiselskap, og som også oppnådde relativt høy oppslutning, ble støttet av NBIM. Mange aksjonærforslag tok også opp spørsmål knyttet til lokale miljøproblemer, blant annet utslipp av kjemikalier og effekten på sårbare naturmiljø av oljeutvinning. Et forslag knyttet til dette ved generalforsamlingen til et av verdens største oljeselskaper ble støttet av NBIM og fikk 26 prosent støtte. I Japan ble det også fremmet flere forslag knyttet til sikkerheten ved atomkraftanlegg, et saksfelt som er viktig for langsiktige investorer, grunnet de konsekvensene dårlig sikkerhet rundt atomkraft og ikke minst atomavfall kan ha.

Arbeidstakerrettigheter og menneskerettigheter var tema for andre aksjonærforslag. Denne type forslag fikk gjennomsnittlig høyere oppslutning i 2006 enn tidligere år. Flere slike forslag ba selskapene forbedre rapportering

## TEMAARTIKKEL 3

og overvåking av arbeidsforhold i sin utenlandske virksomhet. Blant annet har det i selskaper med virksomhet i land der menneskerettigheter tradisjonelt ikke er respektert, og der selskapene historisk ikke har offentliggjort tilstrekkelige detaljer om sin policy knyttet til menneskerettigheter, blitt stilt krav om at selskapene utarbeider etiske retningslinjer knyttet til arbeidstaker- og menneskerettigheter og rapporterer om etterlevelsen av disse. På generalforsamlingen til en stor amerikansk bildelprodusent støttet NBIM et forslag om å forbedre overvåkingen av grunnleggende arbeidstakerrettigheter, både i egen virksomhet og hos underleverandører, og forslaget fikk støtte fra om lag halvparten av stemmene. Forslag knyttet til ikke-diskriminering på grunnlag av kjønn og seksuell legning er også blitt fremmet, og har i enkelte selskaper fått relativt bred oppslutning. For eksempel fikk et slikt forslag støtte fra nærmere 35 prosent av stemmene på generalforsamlingen til en av USAs største oljeprodusenter. Mange slike forslag ble også trukket som et resultat av at selskapene gikk i

dialog med forslagsstillerne.

Politiske donasjoner har vært et tema for mange aksjonærforslag, spesielt i USA. Kjernen i aksjonærforslagene har vært et krav om at selskapene må rapportere alle donasjoner selskapet foretar, og hvilke retningslinjer som ligger til grunn for disse donasjonene. NBIM støttet et slikt forslag på generalforsamlingen til et stort bioteknologiselskap som fikk støtte fra om lag 75 prosent av stemmene etter at ledelsen selv stilte seg bak forslaget.

Med dette har vi gitt eksempler på den type forhold som aksjonærer tar opp gjennom sin deltagelse i generalforsamlingene, og som også NBIM forholder seg til, og i mange tilfeller støtter. NBIM vil i sitt videre arbeid med stemmegivning fokusere spesielt på de sakene som er knyttet til Norges Banks satsningsområder (se den separate temaartikkelen om dette), og på hvordan stemmegivning og tilhørende analyse kan kombineres med andre former for eierskapsutøvelse på disse områdene. Vi kommer imidlertid også til å forholde oss aktivt til aksjonærforslag innenfor andre områder.

## Beskyttelse av aksjonærenes rettigheter

Siden generalforsamlingen er den grunnleggende kanalen for innflytelse i en rekke viktige saker, er det av avgjørende betydning at valgsystemet faktisk fungerer. Ikke minst er dette viktig for minoritetsaksjonærer som har få andre muligheter til å påvirke avgjørelser som foretas i selskapene de eier. I fravær av gode "corporate governance"-systemer åpnes det for at de personene som kan påvirke eller avgjøre selskapets disposisjoner, som toppledelsen, styremedlemmer og store eiere, kan utnytte minoritetsaksjonærene. En stor gruppe aksjonærforslag på generalforsamlingene er derfor knyttet til forslag som vil øke aksjonærenes innflytelse og sikre et styre som er uavhengig av selskapsledelsen, og som står ansvarlig overfor eierne. Vi skal nevne noen slike saker. Flere av dem er nært knyttet til NBIMs satsningsområder.



### Majoritetsvalg

Styremedlemmene skal representere aksjonærenes interesser, og derfor er det naturlig at aksjonærene skal kunne godkjenne hvem som sitter i styret. I de fleste selskaper i USA og Canada har imidlertid aksjonærene i realiteten liten innflytelse over hvem som representerer dem i styret, ettersom styremedlemmene blir valgt ved pluralitetsavstemning. I et slikt system blir et styremedlem valgt dersom han eller hun får flere stemmer enn noen motkandidat. Et styremedlem kan derfor bli valgt selv om vedkommende ikke har støtte fra majoriteten av aksjonærene – i praksis holder det med én eneste stemme, dersom det ikke finnes noen motkandidat (hvilket det som oftest ikke gjør). I prinsippet kan riktig nok aksjonærer foreslå sin egen kandidat, men kostnadene forbundet med dette – økonomisk og byråkratisk – er så høye at det ikke er en reell valgmulighet for de fleste aksjonærer. Aksjonærenes kandidat blir nemlig ikke inkludert på møteagendaen som sendes ut av selskapet, hvilket betyr at aksjonærene selv må sørge for at informasjon blir sendt ut til de andre aksjonærene, og det er i praksis vanskelig og kostbart.

En viktig sak på mange generalforsamlinger i USA og Canada har derfor vært aksjonærforslag om innføring av en regel om stemmeflertall, dvs. at styremedlemmer må ha et flertall av stemmene for å bli valgt. NBIM har aktivt støttet dette. I USA ble det i 2006 fremmet over 150 aksjonærforslag med krav om innføring av en slik regel, og 36 forslag fikk rent flertall. Et stort antall av disse forslagene ble også trukket fordi selskapene frivillig innførte retningslinjer hvor styremedlemmer som ikke oppnår støtte fra et flertall av aksjonærene, blir bedt om å trekke seg. I Canada vedtok halvparten av de 60 største selskapene å innføre retningslinjer om at styremedlemmer uten flertallsstøtte må trekke seg. Det arbeides nå også med å forenkle adgangen til å foreslå alternative styremedlemmer.

En viktig utvikling i aksjonærenes påvirkning på styrevalg i USA fant sted da pensjonsfondet AFSCME i september 2006 fikk medhold fra en amerikansk statlig domstol i at aksjonærer har rett til å fremme forslag om at selskapsvedtektene skal endres, slik at aksjonærnominerte styrekandidater inkluderes på agendaen som sendes til aksjonærene av selskapet. Det er usikkert i hvilken grad det amerikanske kredittilsynet, The Securities and Exchange Commission (SEC), vil komme med en ny fortolkning av aksjonærers rettigheter i denne sammenhengen. Det vil i så fall kunne ha stor betydning for aksjonærers rettigheter i styrevalg.



## TEMAARTIKKEL 3

### Et uavhengig og ansvarlig styre

Mange aksjonærforslag tar sikte på å styrke styrets uavhengighet og å gjøre styret mer ansvarlig overfor aksjonærene. Det er også et viktig tema for NBIM, siden aksjonærene best kan sikre sine interesser ved å ha reell innflytelse på hvem som representerer dem i styret. I en rekke amerikanske og asiatiske selskaper er en stor andel av aksjonærene bekymret for styrets uavhengighet fordi det ikke er et flertall av uavhengige styremedlemmer, og fordi styremedlemmer som ikke er uavhengige av selskapsledelsen, sitter i styrekomiteer hvor det er spesielt viktig at styremedlemmene er uavhengige, for eksempel nominasjons-, avlønnings- og revisjonskomiteene. Et uttrykk for denne bekymringen er at en stor andel av aksjonærene i selskaper som ikke hadde et flertall av uavhengige styremedlemmer, heller ikke vil støtte styremedlemmer fremmet av ledelsen.

Et annet forhold som kan svekke styrets uavhengighet, er at styrets leder også er administrerende direktør i selskapet. I slike tilfeller stemmer aksjonærene i økende grad imot gjenvalg av styrelederen. Både i USA, i Canada, i Europa og i Australia har vi sett at misnøyen med lønnsystemet for topplødsen har resultert i at aksjonærer har holdt tilbake sin støtte til, eller stemt imot, styremedlemmer. Etter at topplødsen i et av USAs største selskaper innen byggevarerbransjen over de siste fem

årene har mottatt 200 millioner dollar i kompensasjon på tross av at selskapets fortjeneste falt vesentlig i samme periode, fikk ti av elleve styremedlemmer mellom 30 og 36 prosent "withhold"-stemmer ved selskapets generalforsamling – et meget klart tegn på misnøye blant NBIM og andre aksjonærer. NBIM støttet valg av aksjonærnominerte styrekandidater i en stor amerikansk matvareprodusent fordi vi tror en endring i styret vil være positivt for den langsiktige strategien og verdien i selskapet. De aksjonærnominerte styrekandidatene fikk stor støtte, og et flertall av dem ble valgt inn i styret.

Et ansvarlig styre bør være lydhør overfor rådgivende aksjonærforslag som får høy oppslutning. Dersom selskapsstyret ignorerer aksjonærforslag som har fått flertall, er det en grunn til å stemme imot gjenvalg av styremedlemmer. Det har for eksempel vært tilfelle i en del amerikanske selskaper hvor selskapsstyret i flere år har neglisjert aksjonærforslag om å fjerne såkalte giftpiller ("poison pills" – se neste avsnitt) eller om å innføre årlige valg av alle styrekandidater selv om disse forslagene har fått støtte av en majoritet av generalforsamlingen.

Et annet viktig ledd i arbeidet med å gjøre selskapsstyret mer ansvarlig er å fjerne mekanismer mot oppkjøp. En slik mekanisme kan

være at ikke alle styremedlemmene er på valg hvert år, såkalte "staggered boards", noe som forhindrer eventuelt nye eiere fra å kunne kontrollere selskapet. Mange aksjonærer stemmer derfor imot forslag som forhindrer årlige valg av alle styremedlemmer, samtidig som de støtter aksjonærforslag som ber om at alle styrekandidater stiller til årlige valg. Den gjennomsnittlige støtten til slike aksjonærforslag var nærmere 70 prosent på de godt og vel 40 forslagene som var oppe til avstemning i 2006. NBIM ga sin støtte til slike forslag. En annen mekanisme mot oppkjøp er de såkalte "poison pills", vedtak som gir ledelsen blankofullmakt til å utstede aksjer ved potensielle oppkjøps-tilbud. Slike giftpiller gjør det mindre attraktivt å kjøpe opp et selskap. I noen tilfeller kan en sittende selskapsledelse eller et sittende selskapsstyre ha en legitim grunn til på denne måten å beskytte seg mot oppkjøp. Men slike mekanismer må, ifølge de prinsipper NBIM arbeider etter, være åpent fremlagt for og godkjent av aksjonærene før de innføres, og de må ikke fornyes uten å ha vært lagt frem på nytt. Forslag om å gi selskapsledelsen rett til å innføre eller forlenge giftpiller uten godkjenning fra aksjonærene har derfor møtt stor motstand. Aksjonærforslag der det bes om at slike forslag skal godkjennes av generalforsamlingen før de innføres, fikk i gjennomsnitt en oppslutning på vel 55 prosent.

### Lederavlønning

Spørsmål knyttet til avlønning av ledere og styre har stått sentralt i både den nasjonale og den internasjonale debatten i den senere tid. Spesielt i det amerikanske markedet har det vært sterk misnøye med informasjon om og utforming av lederlønninger. NBIM har ved flere anledninger stemt imot selskapsledelsen i denne type saker.

En sentral bekymring har vært at ledelsens avlønning i for liten grad har vært knyttet til selskapets resultater. Spesielt har mange aksjonærer vært kritiske til at ledelsen i selskaper med dårlige resultater har fått overdreven kompensasjon. I tillegg har mange aksjo-

nærer reagert på nivået og den raske veksten i lederlønningene. Disse bekymringene skyldes også at rapporteringen om utformingen av selskapsledelsens avlønning, blant annet informasjon om opsjonsavtaler og pensjonsordninger, ofte har vært utilstrekkelig og uklar. Stor medieoppmerksomhet rundt selskaper der ledelsen mistenkes for å ha manipulert utformingen av opsjonsavtalene, har forsterket bekymringen.

Både i USA, i Canada, i Europa og i Australia har denne misnøyen gitt seg utslag i at aksjonærer har holdt tilbake sin støtte til, eller stemt imot, styremedlemmer. I økende grad er det også blitt

fremmet aksjonærforslag knyttet til utformingen av lederlønningssystemene. En rekke forslag om "pay for performance", dvs. resultatbasert avlønning, har fått høy oppslutning på generalforsamlingene. NBIM har støttet mange slike forslag, blant annet i en av verdens største investeringsbanker, der et slikt forslag fikk støtte fra over halvparten av stemmene. Også forslag som krever at aksjonærene må godkjenne innføring av "gylne fallskjærmer", har fått høy oppslutning. Flere av disse forslagene fikk rent flertall. Aksjonærer har også fremmet krav om bedre informasjon om lederkompensasjonen.

I flere markeder har regulerende myndigheter introdusert nye regler som skal forbedre informasjonen til aksjonærene. I blant annet Australia, Storbritannia og Sverige skal aksjonærene nå ha mulighet til å stemme over avlønningsplanene i en rådgivende avstemning, og i Nederland er slike avstemninger bindende for selskapet. I USA har det vært flere aksjonærforslag om dette i 2006, og det antas at det vil komme flere slike forslag i 2007. SEC godkjente i juli 2006 nye regler for rapportering av lederlønninger, og det er rettet stor oppmerksomhet mot hvordan selskapene vil implementere disse i 2007.

## TEMAARTIKKEL 3

## Prinsippet om "én aksje – én stemme"

Det er en vanlig oppfatning at aksjonærenes stemmerett bør være proporsjonal med den kapitalen de risikerer i selskapet. I USA følger de fleste børsnoterte selskaper prinsippet om "én aksje – én stemme". I store deler av Europa er det imidlertid ikke slik. Prinsippet om "én aksje – én stemme" fravikes på flere måter. For det første kan enkelte aksjer ha utvidet stemmerett. Svært mange selskaper i Frankrike, Sverige og Nederland opererer med denne type aksjer, og de skaper en vridning i forholdet mellom finansielt eierskap og stemmemakt. En annen form for avvik fra prinsippet om

"én aksje – én stemme" er aksjer med spesielle rettigheter. Slike aksjer gir innehaerne bestemte rettigheter uavhengig av hvor stor eierandel de har. En tredje form for avvik er maksimumsgrenser for stemmeretten. Ti prosent av europeiske selskaper – disse befinner seg særlig i Spania, Sveits, Italia og Tyskland – har maksimumsgrenser for en aksjonærs stemmerett, som innebærer at aksjonærer ikke kan stemme over en viss terskel, uansett hvor mange aksjer de sitter med. En siste form for avvik oppstår når noen aksjonærer ikke har stemmerett. Slike aksjer kan være

preferanseaksjer eller ikke, dvs. med eller uten spesielle rettigheter knyttet til utbytte.

Gjennom sine prinsipper, sin stemmegivning og øvrige eierskapsutøvelse oppmuntrer NBIM til at hver aksje får én stemme uten noen maksimumsgrense for bruk av stemmeretten. Som et ledd i fornyelsen av selskapslovgivningen i EU har EU-kommisjonen kommet med forslag til direktiv knyttet til aksjonærrettigheter og satt ut på anbud en uavhengig studie av spørsmål knyttet til "én aksje – én stemme" i de europeiske landene.

## Konklusjon

Pensjonsfond representerer de økonomiske interessene til brede lag av befolkningen, og disse fondene eier en stadig større andel av verdens aksjer. I USA eier pensjonsfond og lignende fond allerede over 60 prosent av børsnoterte aksjer. Fordi slike fond har en lang tidshorison og typisk har en diversifisert portefølje, er det i disse fondenes interesse både å ivareta gode styringssystemer og å fremme en utvikling som er sosialt og miljømessig bærekraftig.

På tross av sin størrelse har pensjonsfond, med noen viktige unntak, i stor utstrekning vært passive eiere og ikke benyttet sine eierrettigheter til å påvirke selskapene hvor de er aksjonærer. En viktig årsak til det er begrensningene som aksjonærer ofte står overfor i utøvelsen av sine eierrettigheter, spesielt når de opererer utenfor sitt hjemmemarked. Selv om et flertall av aksjonærene ønsker at selskaps virksomhet i større grad skal ta hensyn til

aksjonærenes preferanser, kan det av den grunn likevel være vanskelig få til endringer. En sentral oppgave i Norges Banks eierskapsutøvelse er derfor å bidra til å tilpasse valgsystemet slik at selskapenes styre bedre reflekterer interessene og verdiene til flertallet av aksjonærene, uten at aksjonærene dermed detaljstyrer selskapet eller fratrer styret dets ansvar og handlingsrom.

Kombinasjonen av økt valgdeltakelse og endringer av valgsystemet vil øke innflytelsen pensjonsfond og lignende fond har over utviklingen i børsnoterte selskaper. Siden pensjonsfond typisk er bredt investerte og har en lang tidshorison, vil dette være et viktig bidrag i retning av et næringsliv som i større grad beskytter aksjonærenes langsiktige interesser. Det vil også ha som resultat at selskapene håndterer sin innvirkning på omgivelsene på en bærekraftig måte. Det er både i aksjonærenes og i hele samfunnets interesse.



## Tidligere publiserte artikler

*Tidligere publiserte artikler i årsrapportene for 1998–2005 er fremdeles aktuelle.*

*Disse finnes på Norges Banks nettsider under Kapitalforvaltning.*

*www.norges-bank.no*

### Årsrapporten 1998:

- 1 Markedsutviklingen i 1998 i et langsiktig perspektiv
- 2 Sammensetningen av Petroleumsfondets portefølje
- 3 Aksjeinvesteringer og valg av eksterne aksjeforvaltere
- 4 Styringen av risikoen i Petroleumsfondet

### Årsrapporten 1999:

- 1 Strategi for høyest mulig avkastning
- 2 Metoder for å måle avkastning
- 3 Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning?
- 4 Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko

### Årsrapporten 2000:

- 1 Forvaltningsstrategi i store utenlandske fond
- 2 Sammenhenger mellom størrelse, kostnader og avkastning i kapitalforvaltningen
- 3 Utfordringer i drift av porteføljer og styringen av risiko
- 4 Aksjeinvesteringer i nye land

### Årsrapporten 2001:

- 1 Ikke-statsgaranterte obligasjoner i Petroleumsfondet
- 2 Fra passiv til aktiv indeksforvaltning
- 3 Utviklingen i det internasjonale markedet for kapitalforvaltning

### Årsrapporten 2002:

- 1 103 år i kapitalmarkedene
- 2 Kostnader ved store aksjehandler
- 3 Investeringer i et turbulent kredittmarked
- 4 Måling og styring av markedsrisiko

### Årsrapporten 2003:

- 1 Resultater fra seks år med aktiv forvaltning
- 2 Høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko
- 3 Erfaringer med eksterne aktive aksjeforvaltere
- 4 Utøvelse av eierrettigheter

### Årsrapporten 2004:

- 1 Erfaringer med eksterne aktive renteforvaltere
- 2 Innfasingskostnader i Petroleumsfondet
- 3 Investeringer i det kinesiske aksjemarkedet

### Årsrapporten 2005:

- 1 Analyse av Norges Banks resultater
- 2 Eierskapsutøvelse og etikk
- 3 Aksjonærenes rettigheter

En web-basert oversikt over finansielle beholdninger er tilgjengelig på **www.nbim.no** sammen med årsrapporten.



ISSN 1890–3517

Design 2006: Lobo Media AS og Uniform

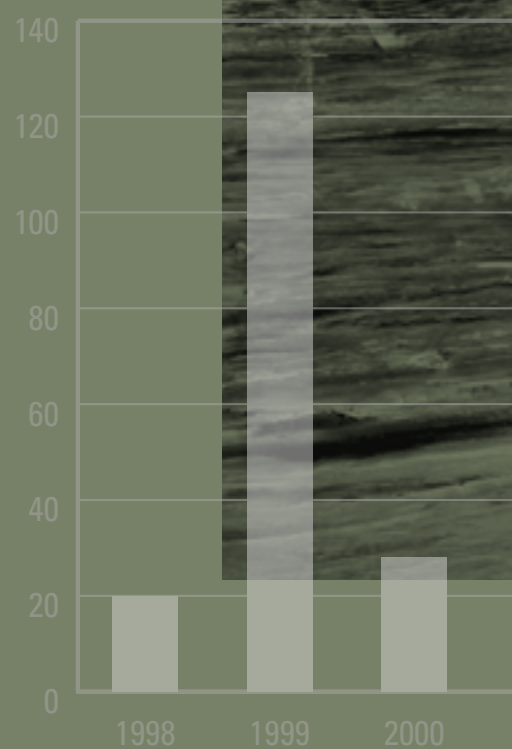
Prepress og trykk: Lobo Media AS

Papir: Omslag: Colorplan Mid Green Wire 270 g  
Materie: Eurobulk 115 g

Foto: NBIM  
Lobo Media  
ScanStockPhoto

Norges Bank  
Bankplassen 2  
Postboks 1179, Sentrum  
0107 Oslo  
Tlf.: 22 31 60 00  
Faks: 22 31 66 61  
[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

ISSN 1890-3517



**NBIM**

Norges Bank Investment Management