

Norges Bank Investment Management

Årsrapport 2007

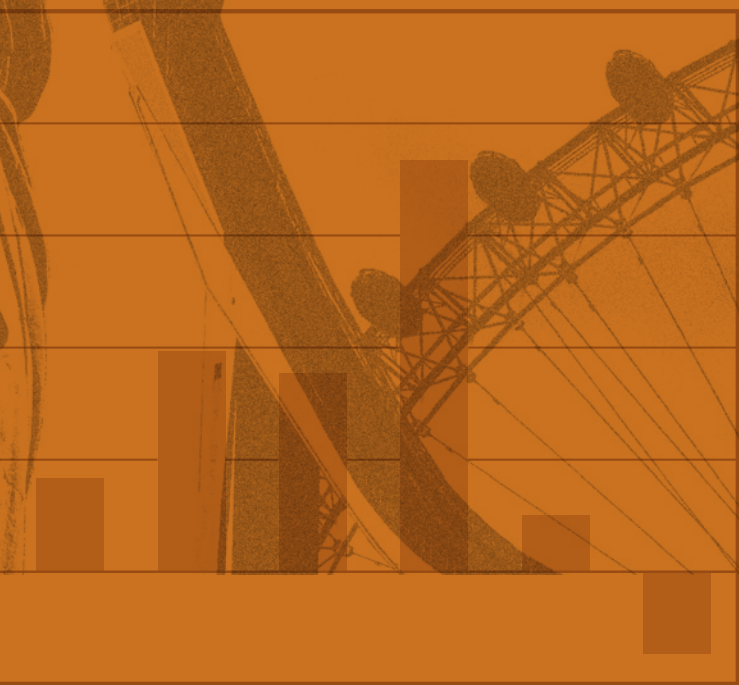
Statens pensjonsfond – Utland
Norges Banks valutareserver
Statens petroleumforsikringsfond

07

New York
08:58
Shanghai
09:58

London
03:58
Tokyo
08:58

Oslo
08:50
Date(Shanghai)
08:00 AM



2002 2003 2004 2005 2006 2007

	Nøkkeltall 2007	2
	Forord: De første ti årene	3
Beretningsdel	1 – Hovedtall 2007	5
	2 – Markedsutviklingen i 2007	9
	2.1 Den makroøkonomiske utviklingen	10
	2.2 Utviklingen i rentemarkedene	11
	2.3 Utviklingen i aksjemarkedene	13
	3 – Fondsrapportering	15
	3.1 Statens pensjonsfond – Utland	16
	3.2 Norges Banks valutareserver	31
	3.3 Statens petroleumsforsikringsfond	36
	4 – Eierskap og etikk	39
	4.1 Utøvelse av eierskap	40
	4.2 Uttrekk av selskaper	56
	5 – Organisering	57
	5.1 Styringsmodell og organisering	58
	5.2 Operasjonell risiko	58
	5.3 Ansatte i NBIM	59
	5.4 Lønns- og insentivsystem	59
	6 – Regnskapsrapportering	61
	6.1 Statens pensjonsfond – Utland	62
	6.2 Investeringsporteføljen	71
	6.3 Petrobufferporteføljen	71
	6.4 Statens petroleumsforsikringsfond	72
Revisjonsuttalelse	Uttalelse til regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond – Utland	70
Beholdningslister	Finnes på Norges Banks internettsider (www.nbim.no)	
Temadel	Ti år med NBIM	74
	Sosiale forhold, miljø og finansiell avkastning	89
	Tidligere publiserte artikler	98
	Artiklene finnes på Norges Banks internettsider under Kapitalforvaltning	
	Ord og uttrykk	100

Statens pensjonsfond – Utland. Nøkkeltall 2007

Markedsverdi i norske kroner per 31.12.2007

Totalporteføljen	2 018,6 mrd.
Aksjeporteføljen	957,9 mrd.
Renteporteføljen	1 060,7 mrd.

Overføringer fra Finansdepartementet i 2007

313,6 mrd. kroner

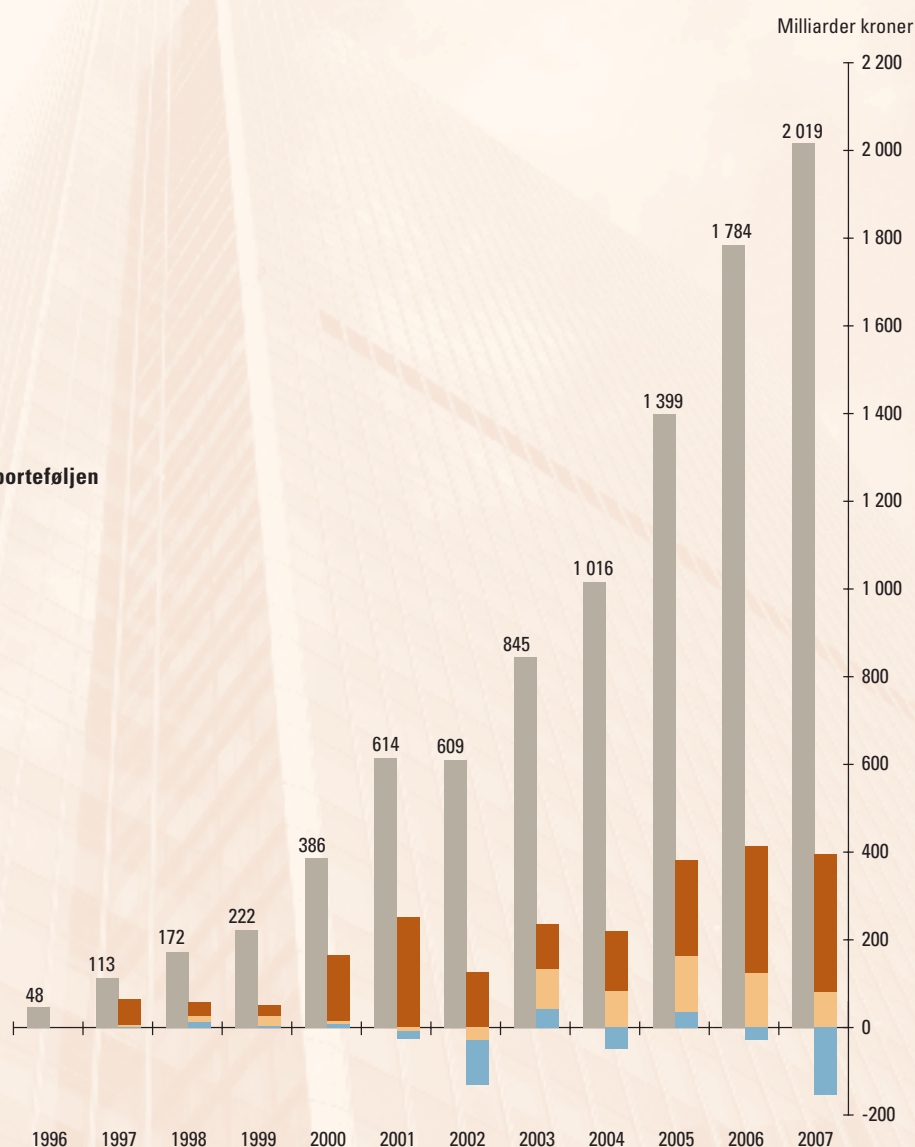
Avkastning 2007 målt i internasjonal valuta

Totalporteføljen	4,26 %
Aksjeporteføljen	6,82 %
Renteporteføljen	2,96 %

Brutto meravkastning i forhold til referanseporteføljen

-0,22 prosentpoeng

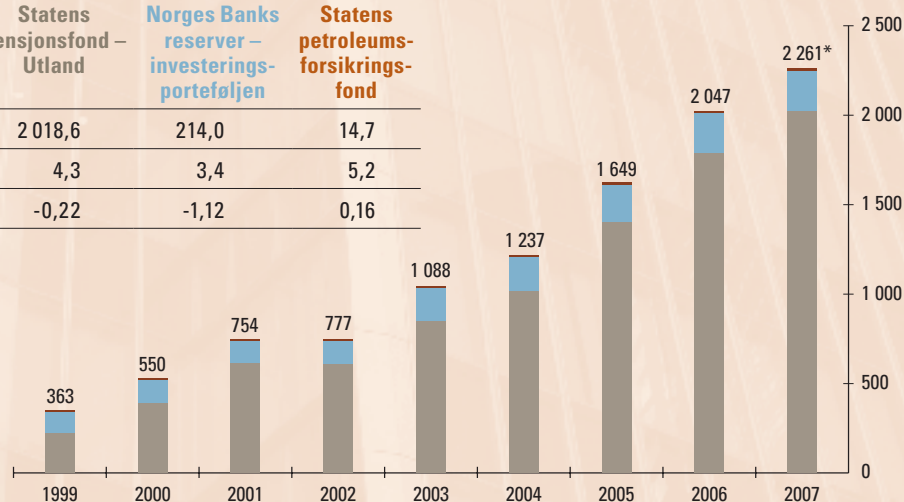
■ Tilførsel
■ Avkastning i valuta
■ Virkning av kronekurs
■ Kapital 31.12



Samlet kapital under forvaltning. Nøkkeltall 2007

	Statens pensjonsfond – Utland	Norges Banks reserver – investeringsporteføljen	Statens petroleumsforsikringsfond
Markedsverdi 31.12.2007 (mrd. kroner)	2 018,6	214,0	14,7
Avkastning 2007 i internasjonal valuta (%)	4,3	3,4	5,2
Meravkastning (prosentpoeng)	-0,22	-1,12	0,16

■ Statens petroleumsforsikringsfond
■ Investeringsporteføljen
■ Statens pensjonsfond – Utland



* Inkluderer verdien av valutareservenes petrobufferportefølje, som var 14,1 milliarder kroner per 31.12.2007.

De første ti årene

Dette er den tiende årsrapporten som Norges Bank utgir om forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland (SPU). I januar 1998 etablerte banken en ny forvaltningsenhet, Norges Bank Investment Management (NBIM). Samtidig startet store kjøp av aksjer i det globale kapitalmarkedet i samsvar med en ny strategi etablert av Finansdepartementet og forankret i Stortinget.

Den gjennomsnittlige årlige realavkastningen etter forvaltningskostnader har vært 4,3 prosent for SPU. Nominell avkastning på aksjer har vært 7,0 prosent og på obligasjoner 5,1 prosent. I kroner er samlet avkastning 504 milliarder. Av dette er 302 milliarder kommet fra aksjeplasseringene, som frem til fjoråret har utgjort rundt 40 prosent av porteføljen.

NBIMs resultater måles i forhold til en referanseportefølje definert av Finansdepartementet. I de ti første årene er gjennomsnittlig årlig meravkastning 0,40 prosentpoeng. Den aktive forvaltningen har ikke økt markedsrisikoen for SPU. Resultatene er oppnådd samtidig med at NBIM har investert 1 756 nye milliarder i markedene og bygget opp forvaltningsorganisasjonen.

NBIMs viktigste oppgaver er å investere de nye midlene så kostnadseffektivt og sikkert som mulig i kapitalmarkedene, etablere den strategiske porteføljen som eieren av midlene ønsker, og i tillegg til dette søke å oppnå noe høyere avkastning ved aktiv forvaltning. Siden etablering av nye etiske retningslinjer for forvaltningen i 2004 har også utøvelse av eierskap blitt en av de prioriterte oppgavene. NBIM gir også hovedstyret i Norges Bank grunnlag for de råd om forvaltningsstrategi som banken gir til Finansdepartementet.

I 2007 etablerte NBIM sitt Asia-kontor i Shanghai. Dermed opererer virksomheten fra fire lokaliseringer; de øvrige er Oslo, London og New York. Også internasjonaliseringen nedfeller seg i bemanningen; de rundt 180 fast ansatte kommer fra 20 nasjoner.

Den nominelle avkastningen på SPU i 2007 var 4,3 prosent og derved under gjennomsnittet de siste ti årene. NBIMs aktive forvaltning bidro for første gang negativt. Mindreavkastningen var 0,22 prosentpoeng i 2007.

I denne rapporten beskrives NBIMs virksomhet innen internasjonal kapitalforvaltning. Foruten SPU forvaltes også mesteparten av Norges Banks valutareserver og Statens petroleumforsikringsfond. Det er gitt særskilt omtale av arbeidet med å utøve eierskapsrettigheter, og i en egen temaartikkel beskrives NBIMs første tiår.

Vi håper denne årsrapporten gir leseren et godt grunnlag til å vurdere hvordan Norges Bank driver sin forvaltning av kapital i de globale finansmarkedene.



Svein Gjedrem
sentralbanksjef



Yngve Slyngstad
direktør NBIM



1 – Hovedtall 2007

Statens pensjonsfond – Utland

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

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

Hovedtall for 2007

I 2007 var avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland 4,3 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen av aksjeporteføljen var 6,8 prosent og

avkastningen av porteføljen av rentebærende instrumenter 3,0 prosent. Målt i norske kroner var fondets avkastning -3,9 prosent i 2007. Forskjellen mellom avkastning målt i internasjonal valuta og avkastning målt i norske kroner er kursutviklingen for norske kroner, som ikke har noen betydning for fondets langsiktige internasjonale kjøpekraft.

Avkastningen som Norges Bank oppnådde, var 0,22 prosentpoeng lavere enn avkastningen av referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Det var positive bidrag fra både den interne og den eksterne aksjeforvaltningen. Dette ble imidlertid mer enn oppveid av negative bidrag fra både den interne og den eksterne renteforvaltningen. 2007 var det første året siden 1998 hvor den faktiske porteføljen hadde lavere avkastning enn referanseporteføljen.

Ved utgangen av 2007 var fondets

markedsverdi 2 019 milliarder kroner.¹ Det var en økning på 235 milliarder fra inngangen til året. Fondet fikk tilført midler for 314 milliarder kroner fra Finansdepartementet, og avkastningen av investeringene bidro til en verdiøkning på 77 milliarder kroner. Verdien av de valutaene fondet er investert i, falt i forhold til norske kroner, noe som førte til en reduksjon i fondets kroneverdi på 155 milliarder kroner.²

Avkastningen i perioden 1997–2007

Avkastningen av Statens pensjonsfond – Utland er vist i tabell 1-1. Siden 1997 har den gjennomsnittlige årlige nominelle avkastningen vært 6,29 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen har vært positiv i ni og negativ i to av disse årene. I 1997 var fondet kun investert i rentebærende statspapirer, mens porteføljen siden 1998 har bestått av både

¹ Det er en forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- og regnskapsrapportering per 31.12.07. Dette skyldes forskjellig vurderingsmetode for pengemarkedsplasseringer.

² Valutakurseffekten i avkastningsmålingen er beregnet med utgangspunkt i referanseporteføljens valutasammensetning ved inngangen til hver måned og tilhørende valutakursendringer. Den regnskapsmessige valutakursreguleringen er beregnet med utgangspunkt i fondets 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.

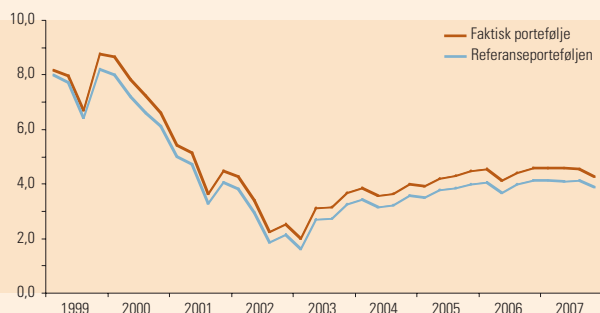
Tabell 1-1: Årlig prosentvis nominell og reell avkastning målt i fondets valutakurv 1997–2007

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1997–2007
Nominell avkastning												
- Aksjeporteføljen	-	12,85	34,81	-5,82	-14,60	-24,39	22,84	13,00	22,49	17,03	6,83	7,00*
- Renteporteføljen	9,07	9,31	-0,99	8,41	5,04	9,90	5,26	6,10	3,82	1,93	2,96	5,12*
- Totalporteføljen	9,07	9,26	12,44	2,49	-2,47	-4,74	12,59	8,94	11,09	7,92	4,26	6,29
Prisstigning**	1,75	0,92	1,28	2,02	1,17	1,91	1,57	2,37	2,33	2,13	3,09	1,87
Reell avkastning	7,19	8,26	11,02	0,46	-3,59	-6,53	10,85	6,41	8,57	5,67	1,14	4,34
Forvaltningskostnader***	0,04	0,06	0,09	0,11	0,07	0,09	0,10	0,11	0,11	0,10	0,09	0,09
Netto realavkastning	7,15	8,20	10,93	0,35	-3,66	-6,62	10,75	6,30	8,46	5,57	1,05	4,25

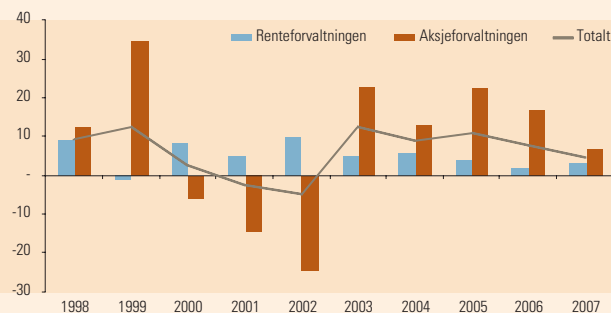
* 1998–2007.

** Veid gjennomsnitt av konsumprisveksten i de landene i de gjeldende årene inngår i fondets referanseportefølje.

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



Figur 1-1: Prosentvis gjennomsnittlig årlig netto realavkastning for Pensjonsfondet fra 1997



Figur 1-2: Prosentvis årlig avkastning målt i fondets valutakurv

aksjer og rentebærende verdipapirer. I årene 1998–2007 har den gjennomsnittlige nominelle årlige avkastningen på rente- og aksjeforføljen vært henholdsvis 5,12 prosent og 7,00 prosent.

Realavkastningen er nominell avkastning fratrukket prisstigning. For hele fondet har den årlige realavkastningen siden 1997 vært 4,34 prosent. Forvaltningskostnadene har i gjennomsnitt vært 0,09 prosent av forvaltningskapitalen. Siden 1997 er dermed årlig netto realavkastning fratrukket forvaltningskostnader 4,25 prosent.

Figur 1-1 viser utviklingen i gjennomsnittlig årlig netto realavkastning av den faktiske porteføljen og for referanseporteføljen. Forskjellen mellom disse to kurvene uttrykker meravkastningen i NBIMs forvaltning.

Figur 1-2 viser prosentvis årlig avkastning siden 1998 for aksje- og renteporteføljene målt i fondets internasjonale valutakurv. I syv av disse ti årene har aksjeforføljen hatt positiv avkastning, mens det har vært positiv avkastning på renteinvesteringene i alle årene med unntak av 1999.

Fondets akkumulerte avkastning målt i internasjonal valuta i perioden 1. januar 1998 til utgangen av 2007 var 504 milliarder kroner. Det er vist ved det skraverte feltet i figur 1-3. 302 milliarder eller 60 prosent av den akkumulerte avkastningen kommer fra aksjeplasseringene, som har stått for vel 40 prosent av porteføljen.

Den røde linjen i figuren viser utviklingen i akkumulert avkastning fra aksjeinvesteringene. I perioden august 2001 til november 2003 var det negativ akkumulert avkastning fra aksjeforvaltningen.

Det er den sterke kursutviklingen i aksjemarkedene de siste fire årene som har bidratt til avkastningen. Den gjennomsnittlige kjøpskursen på aksjeinvesteringene var 23,9 prosent lavere enn markedsverdien ved utgangen av året.

Den blå linjen i figuren viser at avkastningen på renteinvesteringene har hatt en langt mer stabil utvikling. Akkumulert avkastning av renteinvesteringene var 202 milliarder kroner ved utgangen av året. Det tilsvarer 40 prosent av den samlede akkumulerte avkastningen i perioden. Den gjennomsnittlige kjøpskursen på obligasjonsbeholdningen var 15,4 prosent lavere enn markedsverdien ved utgangen av året.

Meravkastningen for hvert kvartal fra og med 1998 er vist i figur 1-4. NBIM har oppnådd meravkastning i 28 av 40 kvartaler siden fondet første gang plasserte midler i aksjer. Siden 1998 har akkumulert avkastning på referanseporteføljen vært 72,6 prosent, mens den faktiske avkastningen har vært 79,4 prosent. Akkumulert brutto meravkastning har vært til sammen 6,8 prosentpoeng, som i beløp tilsvarer 23,5 milliarder kroner. Den gjennomsnittlige årlige meravkastningen siden 1998 har vært 0,40 prosent.

Norges Banks valutareserver

Valutareservene 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 8 milliarder kroner forvaltes av Norges Bank Pengepolitikk.

Hovedtall for 2007

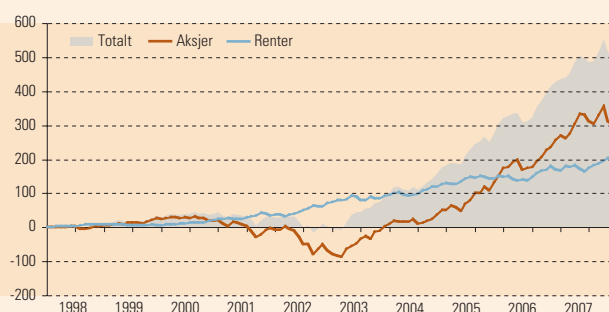
I 2007 var avkastningen av investeringsporteføljen 3,4 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen av aksjeforføljen var 4,4 prosent og avkastningen av renteporteføljen 2,7 prosent. Målt i norske kroner var porteføljens avkastning -4,7 prosent. Forskjellen mellom avkastningen målt i internasjonal valuta og avkastningen målt i norske kroner, er kursutviklingen for norske kroner, som ikke har noen betydning for porteføljens langsiktige internasjonale kjøpekraft.

Avkastningen som NBIM oppnådde, var 1,12 prosentpoeng lavere enn avkastningen av referanseporteføljen som Norges Banks hovedstyre har fastsatt. Det var negative bidrag fra både rente- og aksjeforvaltningen i 2007.

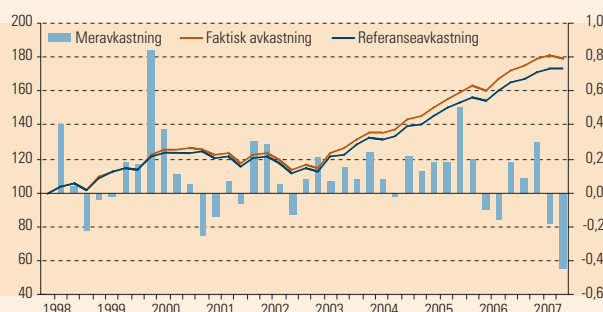
Ved utgangen av 2007 var porteføljens markedsverdi 214 milliarder kroner. Det var en nedgang på 10,5 milliarder fra inngangen til året. Det ble ikke tilført eller trukket ut midler fra investeringsporteføljen i løpet av året. Avkastningen av investeringene bidro med en verdiøkning på 7,5 milliarder kroner, mens en sterkere kronekurs reduserte verdien målt i kroner med 18,0 milliarder.

Avkastningen i perioden 1998–2007

Den prosentvise avkastningen av investeringsporteføljen fra og med 1998 er vist i tabell 1-2. Til og med år 2000 var



Figur 1-3: Akkumulert avkastning av Pensjonsfondet 1998–2007. Milliarder kroner



Figur 1-4: Pensjonsfondet. Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (31.12.97 = 100, venstre akse), og kvartalsvis meravkastning i prosentpoeng (høyre akse) 1998–2007

Tabell 1-2: Årlig nominell og reell avkastning målt i investeringsporteføljens valutakurv 1998–2007. Prosent

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Gj.snitt 1998–2007
Nominell avkastning											
- Aksjeporteføljen	NA	NA	NA	-14,80	-26,36	20,48	11,85	20,53	17,03	4,39	3,18*
- Renteporteføljen	9,78	-1,14	8,49	5,11	10,14	4,51	6,15	4,12	1,83	2,68	4,90*
- Totalporteføljen	9,78	-1,14	8,49	2,44	2,17	8,28	7,75	9,08	7,30	3,37	5,69
Prisstigning**	0,94	1,35	2,11	1,33	2,03	1,51	2,41	2,37	1,99	3,09	1,91
Brutto realavkastning	8,76	-2,45	6,24	1,10	0,14	6,67	5,21	6,56	5,21	0,27	3,71
Forvaltningskostnader ***	0,06	0,06	0,07	0,07	0,07	0,06	0,06	0,06	0,06	0,07	0,06
Netto realavkastning	8,70	-2,51	6,17	1,03	0,07	6,61	5,15	6,50	5,15	0,20	3,65

* 2001–2007.
 ** Veid gjennomsnitt av konsumprisveksten i de landene som i de gjeldende årene inngår i fondets referanseportefølje.
 *** Kostnadene inkluderer honorarer til eksterne forvaltere for oppnådd meravkastning.

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 5,69 prosent målt i internasjonal valuta. I de syv årene det har vært aksjer i porteføljen, har aksjeporteføljen hatt en årlig gjennomsnittlig avkastning på 3,18 prosent. Renteporteføljen har i samme periode hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 4,90 prosent.

Siden 1998 har årlig brutto realavkastning vært 3,71 prosent. Forvaltningskostnadene har i gjennomsnitt vært 0,06 prosent av forvaltningskapitalen. Årlig netto realavkastning siden 1998 har vært 3,65 prosent.

Fondets akkumulerte avkastning målt i internasjonal valuta i perioden 1. januar 1998 til utgangen av 2007 var 86 milliarder kroner. Det er vist ved det skraverte feltet i figur 1-5. 32 milliarder eller 38 prosent av den akkumulerte avkastning

gen kommer fra aksjeplasseringene, siden porteføljen for første gang ble investert i aksjer 1. januar 2001.

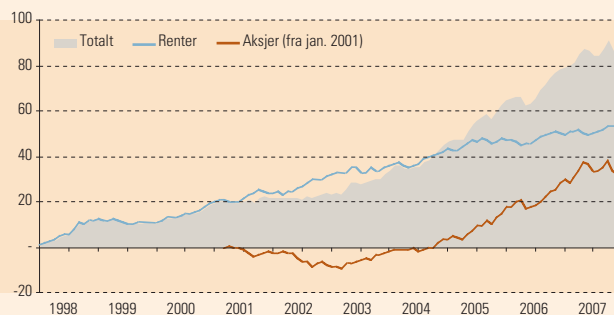
Den røde linjen i figuren viser utviklingen i akkumulert avkastning fra aksjeinvesteringene. Fra januar 2001 til september 2004 var det negativ akkumulert avkastning av aksjeinvesteringene. Den blå linjen i figuren viser at avkastningen på renteinvesteringene har hatt en langt mer stabil utvikling. Akkumulert avkastning av renteinvesteringene var 53 milliarder kroner ved utgangen av året. Det tilsvarer 62 prosent av den samlede akkumulerte avkastningen i perioden. I den perioden som investeringsporteføljen har inneholdt både aksje- og renteinvesteringer, er den akkumulerte avkastningen av renteinvesteringene 33 milliarder kroner eller 51 prosent av den samlede akkumulerte avkastningen av porteføljen siden 2001.

Fra 1998 har investeringsporteføljens brutto meravkastning vært positiv i 29 av 40 kvartaler (se figur 1-6). Siden 1998 har akkumulert avkastning av referanseporteføljen vært 73,1 prosent, mens den

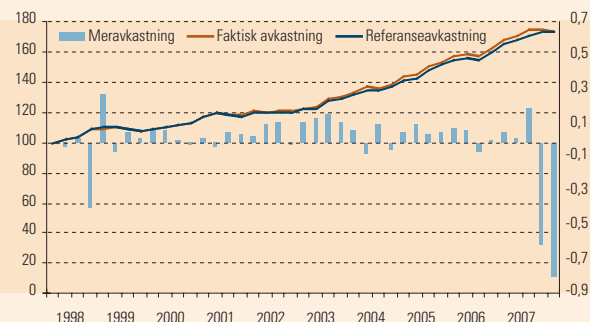
faktiske avkastningen har vært 74,0 prosent. Akkumulert brutto meravkastning målt i valutakurven har vært til sammen 0,9 prosentpoeng. Målt i norske kroner er tallet -0,45 milliarder kroner, siden mindreakkastningen hovedsakelig har oppstått i siste del av perioden når porteføljen har hatt størst verdi.

Petrobufferporteføljen

Petrobufferporteføljen er en del av Norges Banks valutareserver. 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 valutakjøpene Norges Bank selv foretar i markedene for å dekke Pensjonsfondets valutabehov. Det er ikke fastsatt noen særskilt referanseportefølje for petrobufferporteføljen. Med unntak av desember måned overføres det normalt midler til fondet hver måned. Avkastningen av petrobufferporteføljen i 2007 var -2,4 prosent målt i norske kroner.



Figur 1-5: Akkumulert avkastning av investeringsporteføljen 1998–2007. Milliarder kroner



Figur 1-6: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (31.12.1997 = 100, venstre akse), og kvartalsvis brutto meravkastning i prosentpoeng (høyre akse) 1998–2007

Markedsverdien ved utgangen av året var 14,1 milliarder kroner.

Statens petroleumsforsikringsfond

Statens petroleumsforsikringsfond skal være en reserve for utbetalinger som skal dekke skader og ansvar forbundet med at staten er direkte økonomisk deltager i petroleumsvirksomheten. Olje- og energidepartementet er eier av fondet. Etter loven om Statens petroleumsforsikringsfond har Norges Bank ansvar for den operative forvaltningen.

Hovedtall for 2007

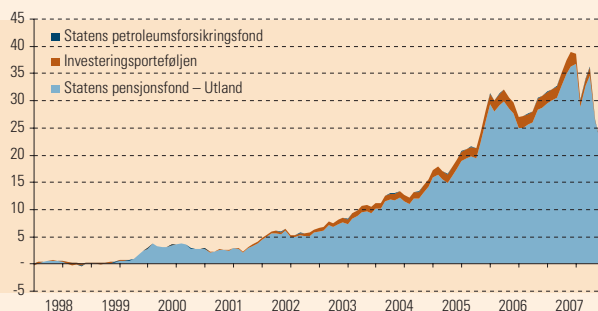
I 2007 var avkastningen på Statens petroleumsforsikringsfond 5,2 prosent målt i internasjonal valuta. Målt i norske kroner var porteføljens avkastning -3,1 prosent. Forskjellen mellom avkastning målt i internasjonal valuta og avkastning målt i norske kroner er kursutviklingen på norske kroner.

NBIM oppnådde en meravkastning på 0,16 prosentpoeng sett i forhold til referanseporteføljen som Olje- og energidepartementet har fastsatt. Fondet investeres kun i renteinstrumenter, og hele fondet forvaltes internt.

Ved utgangen av 2007 var fondets markedsverdi 14,7 milliarder kroner, noe som var en nedgang på 0,5 milliarder i løpet av året. Premieinnbetalinger fra staten utgjorde 1,1 milliarder kroner, og skadeutbetalingene var på 1,1 milliarder kroner.

Samlet mindreavkastning 7,8 milliarder kroner i 2007

Forvaltningen i NBIM måles løpende



Figur 1-7: Akkumulert brutto meravkastning. Milliarder kroner

Tabell 1-3: Avkastning målt i NOK og risiko per 31.12.2007. Annualisert

	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siden 1998
Pensjonsfondet					
Porteføljearvkastning i prosent	0,88	5,16	7,71	1,51	4,90
Referanseavkastning i prosent	0,93	4,86	7,31	1,17	4,49
Meravkastning i prosent	-0,05	0,30	0,40	0,34	0,40
Standardavvik i prosent	7,72	7,51	8,36	8,66	8,35
Relativ volatilitet i prosent	0,54	0,51	0,42	0,38	0,42
Informasjonsrate	-0,09	0,60	0,96	0,88	0,96
Investeringsporteføljen					
Porteføljearvkastning i prosent	0,13	4,03	6,08	2,32	4,60
Referanseavkastning i prosent	0,66	4,29	6,12	2,27	4,55
Meravkastning i prosent	-0,53	-0,26	-0,03	0,05	0,05
Standardavvik i prosent	7,86	7,43	8,07	7,37	7,13
Relativ volatilitet i prosent	0,62	0,52	0,43	0,37	0,36
Informasjonsrate	-0,86	-0,50	-0,08	0,13	0,15
Forsikringsfondet					
Porteføljearvkastning i prosent	-0,91	1,54	4,26	2,94	2,73
Referanseavkastning i prosent	-1,01	1,43	4,13	2,80	2,64
Meravkastning i prosent	0,10	0,11	0,13	0,14	0,09
Standardavvik i prosent	7,80	7,04	7,76	6,87	6,64
Relativ volatilitet i prosent	0,10	0,09	0,08	0,09	0,15
Informasjonsrate	0,95	1,28	1,61	1,66	0,57

- 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 høyere risiko og større svingninger i forhold til gjennomsnittet.
- Begrepet relativ volatilitet er forklart i kapittel 3.1.6.
- IR (informasjonsraten) er et mål på risikojustert 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 antyder hvor høy meravkastning man har fått igjen for hver risikoenheter.

mot referanseporteføljer fastsatt av oppdragsgiverne. Et viktig mål for forvaltningen er over tid å oppnå høyere avkastning på de faktiske porteføljene sammenlignet med referanseporteføljene. I 2007 var det mindreavkastning i forvaltningen av både Statens pensjonsfond – Utland og i valutareservens

investeringsportefølje, mens det var meravkastning i forvaltningen av Statens petroleumsforsikringsfond. Mindreavkastningen var i alt på 7,8 milliarder kroner i den samlede forvaltningen.³

Figur 1-7 viser akkumulert meravkastning siden etableringen av NBIM i januar 1998. Det samlede bidraget i perioden er 23,2 milliarder kroner. Det fordeler seg med 23,5 milliarder i Statens pensjonsfond – Utland, -0,4 milliarder i investeringsporteføljen og 0,1 milliard kroner i Statens petroleumsforsikringsfond.

Tabell 1-3 gir en oversikt over avkastning og risiko siden 1. januar 1998 for de porteføljene som NBIM forvalter.

³ Det er ikke kompensert for NBIMs kostnader ved innføring av nye midler og ved porteføljetilpasninger bestemt av oppdragsgiverne. For 2007 er kostnadene beregnet til 923 millioner kroner.



2.1 Den makroøkonomiske utviklingen

Det var fortsatt høy økonomisk vekst i verdensøkonomien i 2007. Mot slutten av året kom det imidlertid klare signaler om at veksten var avtagende, særlig gjaldt dette USA. Økonomiske nøkkeltall for USA viste en svakere utvikling i industriproduksjonen, fortsatt nedgang i boligmarkedet, økning i arbeidsledigheten og lavere forbruksvekst. Tilsvarende var det mot slutten av året en avtakende vekst også i Japan og i Europa, og indikatorer viste generelt lavere forventninger til den fremtidige økonomiske utviklingen.

I fremvoksende økonomier som Kina, India og Russland var veksten fortsatt sterk ved utgangen av 2007. Der var det fortsatt høy innenlands etterspørsel og sterk utvikling for eksportører av matvarer og energi.

Det var imidlertid stor usikkerhet knyttet til den globale konjunktursituasjonen ved utgangen av året, og mye tydet på at de siste årenes oppgangskonjunktur går mot slutten. Denne oppgangsperioden har generelt vært preget av stigende råvarepriser, renteoppgang og økende kapasitetsutnyttelse. Arbeidsledigheten har falt de siste årene, mens lønnsveksten og kjerneinflasjonen har vært moderat. Prisene på råvarer som energi og mat har imidlertid steget betydelig. For å dempe risikoen for overveltninger til andre priser og lønninger har sentralbankene i en rekke land hevet signalrentene de siste årene.

Nedgangen i boligmarkedet i USA fortsatte gjennom 2007, og omsetningen av så vel nye som brukte boliger var fal-

lende. I tillegg til at omsetningsvolumet var betydelig lavere enn tidligere, økte tiden det tok for å omsette en bolig, og igangsettingen av nye boliger var også lavere i 2007 enn i 2006. Selv om boligmarkedet ble stadig svakere, holdt veksten i det private forbruket seg oppe gjennom fjoråret. Dette hadde trolig sammenheng med et sterkt arbeidsmarked gjennom det meste av 2007, selv om det var signaler om en viss svekkelse mot slutten av året. Veksten i sysselsettingen avtok, mens arbeidsledigheten økte kun moderat mot slutten av året. Sysselsettingen i bygg- og anleggsnæringen falt mindre enn man kunne frykte på bakgrunn av nedgangen i boligmarkedet. Dette hadde sammenheng med høy aktivitet innenfor bygg av næringseiendommer.

En svakere dollar bidro til god utvikling i eksportindustrien i USA, og har trolig virket dempende på importveksten. Til forskjell fra tidligere år bidro utenriksøkonomien positivt til veksten i BNP.

Konsumprisindeksen i USA steg med 4,1 prosent i 2007. Det var særlig høyere energipriser og økte matvarepriser som bidro til økningen. Sett bort fra disse to varegruppene ble prisstigningen mer moderat med en vekst på 2,4 prosent.

Etter at finansuroen tiltok i andre halvår, senket den amerikanske sentralbanken (Federal Reserve) diskontorenten med 50 basispunkter den 17. august, og både Fed funds-renten¹⁾ og diskontorenten med 50 basispunkter den 18. sep-

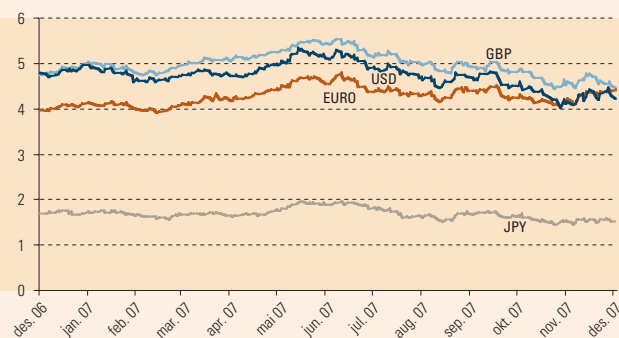
tember. Renten ble satt ned med ytterligere 25 basispunkter på Feds møte i slutten av oktober og midt i desember. Styringsrentene ble dermed satt ned med 1 prosentpoeng til 4,25 prosent i løpet av andre halvår.

Det var høy økonomisk vekst i euroområdet i 2007, selv om det mot slutten av året kom signaler om en moderat nedgang som følge av uroen i kredittmarkedene og lavere vekst i USA. Høy inntjening i næringslivet, sterk eksportvekst særlig til fremvoksende markeder og oppgang i privat forbruk bidro til den økonomiske veksten. Sysselsettingen økte i løpet av året, og arbeidsledigheten i Europa var ved årsskiftet den laveste på over 25 år.

Konsumprisene økte i løpet av 2007, og var i desember 3,1 prosent høyere enn året før. Den stigende inflasjonstakten skyldtes høstens økning i energiprisene og oppgangen i matvareprisene. Den europeiske sentralbanken hevet styringsrenten til 4 prosent i juni og holdt den uendret resten av året.

Oppgangen i britisk økonomi vedvarte i 2007 til tross for et høyere rentenivå og sterkere valuta. Veksten var særlig drevet av innenlandsk etterspørsel. I første rekke bidro investeringene til veksten, men også det private forbruket tok seg opp. Etter å ha hevet styringsrenten tidligere på året senket den britiske sentralbanken styringsrenten fra 5,75 til 5,50 prosent i begynnelsen av desember. Rentereduksjonen hadde trolig sammenheng med signaler om en noe svakere økonomisk vekst, og at

¹⁾ Fed funds-renten er den amerikanske sentralbankens kortsiktige signalrente.



Figur 2-1: Utviklingen i de viktigste rentemarkedene i 2007. Rentene på tiårs statspapirer. Prosent per år
Kilde Morgan Markets



Figur 2-2: Differansen mellom renten på kreditt*- og statspapirer (kredittspreaden) i USA de siste fire årene. Basispunkter
* Selskapspapirer med kredittvurdering AAA fra Standard & Poor's. Kilde: Lehman Brothers

urolighetene i finansmarkedene hadde ført til tilstrømning i kredittmarkedene.

Høy innenlandsk etterspørsel og sterk utvikling i eksportnæringene har vært sterke bidragsyttere til veksten i Japan. Arbeidsløsheten var lav, og det var knapphet på arbeidskraft i deler av økonomien. Inflasjonen var fortsatt lav i Japan, selv om det var en viss oppgang mot slutten av året. Oppgangen hadde særlig sammenheng med prisøkning på importerte råmaterialer. Den japanske sentralbanken har ikke endret styringsrenten siden økningen av signalrentene med 0,25 prosent i februar 2007.

Det var sterk økonomisk vekst i mange fremvoksende økonomier i 2007. Industriproduksjonen i Kina vokste sterkt, eksportveksten var på et høyt nivå, selv om veksten falt noe i løpet av året. Handelsoverskuddet mot utlandet økte betydelig i forhold til året før, og tall for detaljhandelen viste en sterk vekst i forbruket mot slutten av året. Prisveksten var i underkant av 7 prosent ved slutten av året, noe som i første rekke skyldes høyere matvarepriser. Sentralbanken strammet derfor til politikken gjennom økte primærreserverkrav, rentehevinger og en appresiering av valutakursen.

2.2 Utviklingen i rentemarkedene

I 2007 sett under ett falt rentene på statsobligasjoner med ti års løpetid med henholdsvis 0,6, 0,3 og 0,2 prosentpoeng i USA, Storbritannia, og Japan. Innenfor euroområdet steg tiårsrenten med 0,4 prosentpoeng. Figur 2-1 viser at nivået på tiårsrentene var stigende i første halvår og fallende i andre halvår av 2007.

Første halvdel av 2007 var preget av nyheter om god økonomisk utvikling globalt og stabil utvikling i mange finansielle markeder, også i de langsiktige rentene. Lav volatilitet bidro til at investorer plasserte mer i aktiva med høy risiko, blant annet i høyrenteobligasjoner og i lån med lav kredittvurdering. Det var dermed liten rentedifferanse mellom sikre statsobligasjoner og mer risikable høyrenteobligasjoner. De lave risikopremiene reflekterte at investorene følte seg trygge i den rådende makroøkonomiske situasjonen.

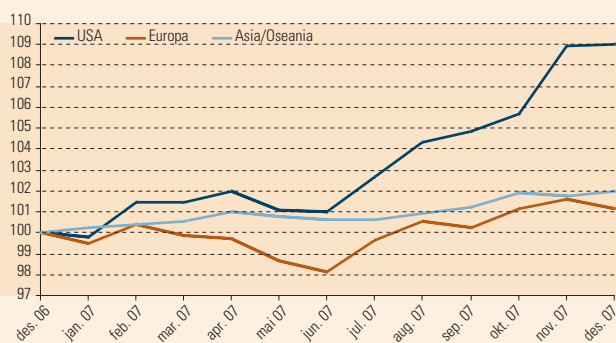
I løpet av sommeren 2007 ble dette bildet forandret, med tiltagende uro i finansmarkedene. Andre halvår var preget av store prisfluktasjoner i finansmarkedene verden over. Markedsuroen ble utløst av økende mislighold av boliglån med lav sikkerhet i USA. Disse boliglånene var i betydelig grad solgt videre fra de opprinnelige långiverne som verdipapirer med pant i porteføljen av boliglån. Det amerikanske markedet for boliglån har en komplisert struktur med mange aktører involvert. Usikkerhet med hensyn til omfanget og forgreningene av disse tapene førte til sterk økning av renteforskjellen mellom statsobligasjoner og obligasjoner med kredittisiko (se figur 2-2).

Investorenes salg av verdipapirer med høy kredittisiko og kjøp av mer sikre investeringer, som statsobligasjoner, bidro til en nedgang i de langsiktige statsobligasjonsrentene. I USA falt de langsiktige statsobligasjonsrentene med over 1 prosentpoeng i løpet av andre halvår.

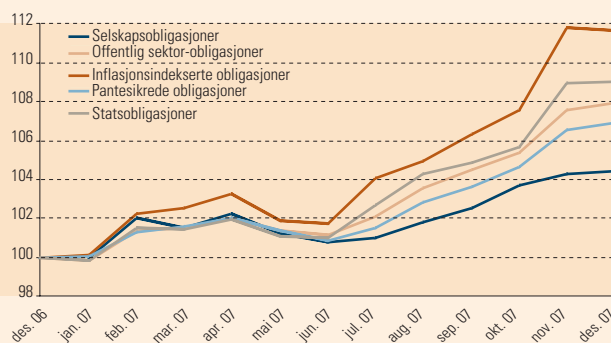
Figur 2-3 viser utviklingen i verdien på Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindekser i 2007. I USA var avkastningen i 2007 på 9,0 prosent, i Europa på 1,2 prosent og i Asia på 2,0 prosent.

På grunn av urolighetene i kredittmarkedene var det i andre halvår stor forskjell i avkastningen for de ulike deler av det amerikanske obligasjonsmarkedet. Som vist i figur 2-4 var avkastningen for indeksen for inflasjonssikrede obligasjoner høyest med 11,6 prosent, mens selskapsobligasjoner hadde lavest avkastning med 4,4 prosent (se figur 2-4). For pantsikrede obligasjoner, som hovedsakelig er boliglån med implisitt offentlig garanti, var avkastningen 6,9 prosent.

Figur 2-5 viser avkastningen i rentemarkedene hvert år siden 1980. I denne perioden var avkastningen i gjennomsnitt 8,4 prosent per år. Avkastningen i 2007 var 4,3 prosent. 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.



Figur 2-3: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene i 2007 (31.12.2006 = 100)
Kilde: Lehman Brothers



Figur 2-4: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregates delindekser for USA i 2007 (31.12.2006 = 100)
Kilde: Lehman Brothers

Likviditetskrisen i rentemarkedene 2007

I USA var det i 2005 og 2006 en kraftig vekst i utstedelse av boliglån for låntakere med lav kredittverdighet (subprime). Økningen kan trolig forklares med generelle endringer i det amerikanske kredittmarkedet som startet noen år tidligere.

Fra midten av 2004 begynte den amerikanske sentralbanken (Federal Reserve) å sette opp rentene i vel annonserte steg på 25 basispunkter. Dette medførte lavere renteforskjeller mellom kortsiktige og langsiktige lån og lavere risikopremier i rentemarkedet. Dermed ble det mindre attraktivt for bankene å yte vanlige boliglån. Tradisjonelt hadde bankene en boliglånsportefølje som var finansiert med kortsiktige innlån, og bankenes netto inntekter kom fra en rentedifferanse som delvis reflekterte differansen mellom lange og korte renter og delvis reflekterte en kreditt- eller likviditetsdifferanse.

Mangelen på rentedifferanser både mellom kortsiktige og langsiktige renter og mellom statsobligasjoner og kredittobligasjoner var trolig en av de viktigste faktorene som utløste veksten i subprime-markedet. Utstedelse av papirer og tilhørende strukturering¹ var i seg selv lønnsomt for bankene på grunn av provisjonsinntekter ved tilretteleggelsen. I tillegg pådro bankene seg eksponering ved å investere direkte i AAA-transjene i Collateralized Debt Obligations (CDO), og gjennom å pådra seg eksponering i pengemarkeds-konstruksjoner utenfor balansen, hvor bankene hadde forpliktet seg til å stille kredittlinjer.

Denne formen for risikotagning kan best fortolkes som en form for å utstede opsjoner på kreditt (direkte eksponering) og likviditet (kredittlinjer). Siden eksponeringen i utgangspunktet har form av AAA-vurdering, er opsjonene det vi kaller "way-out-of-the-money" (liten sannsynlighet for at de vil bli innløst). Avkastningen på disse opsjonene

vil være en relativt lineær funksjon av tid så lenge markedet holder seg innenfor "normale" parametere. Utsteder av opsjonene vil da få inntekter fra opsjonspremiene, mens kostnadene vil være relativt lave i form av små tap i porteføljen. AAA-eksponeringen gjennom opsjoner oppfører seg som kreditt av høy kvalitet. Men dersom vi kommer utenfor disse parametrene på ned-siden (større mislighold og høyere korrelasjon), vil tapene kunne øke eksponentielt. Det gir en høy sannsynlighet for et relativt beskjedent positivt utfall og en lav sannsynlighet for et stort negativt utfall (halerisiko). Denne risikoprofilen er viktig å ha som bakgrunn for å forstå reprisingen av kreditt og likviditet i 2007.

Fra midten av 2006 begynte boligprisene i USA å falle. Omtrent samtidig startet misligholdsratene i subprime-segmentet å stige. I begynnelsen av 2007 begynte verdien på BBB-segmentet i subprime-indeksen ABX å falle. I februar annonserte den britiske banken HSBC, som den første, et større tap enn ventet på en portefølje av subprime boliglån. BBB-indeksen falt fra 95 til 75 i løpet av en toukersperiode (par er 100). AAA-indeksen var stort sett uendret. I denne perioden fungerte modellen som forutsatt, de første tapene ble dekket av obligasjonene med lavere prioritet, mens høykvalitetssegmentet var upåvirket.

Misligholdsraten fortsatte å øke med til dels tiltagende styrke utover våren 2007. I juni kollapset to hedgefond forvaltet av Bear Stearns. BBB-indeksen, som hadde steget til 80 igjen, begynte nå å falle på nytt. AAA-indeksen og øvrige indikatorer på stabiliteten i finansieringsmarkedet var upåvirket. Rentedifferansen mellom Fed funds og interbank (LIBOR) lå stabilt rundt 12 basispunkter.

I løpet av juli falt verdien på BBB-segmentet i ABX-indeksen fra 70 til 45. Dette begynte nå å påvirke verdien på

AAA-segmentet, som falt fra 98 til 92. Sensitiviteten til prisen for opsjonene bankene hadde skrevet relativt til misligholdsraten, gjorde seg nå for alvor gjeldende. Den 30. juli meldte den tyske banken IKB om tap på subprime-eksponering. Rentedifferansen mellom LIBOR og Fed funds steg til rundt 20 basispunkter. Den 9. august steg rentedifferansen til 43 basispunkter. Dette reflekterte et økt behov for likviditet i banksektoren. En uke senere fikk vi en indikasjon på årsaken til dette. Federal Reserve meldte at utestående beholdning av Asset Backed Commercial Paper (ABCP) var kraftig redusert. Rentedifferansen mellom LIBOR og Fed funds steg videre til 70 basispunkter, og likviditeten i markedet ble sterkt redusert.

Den underliggende faktoren var opsjonsstrukturen i banksystemet. Investorer i markedet for ABCP var usikre på verdien av det underliggende pantet i pengemarkedskonstruksjonene og trakk investeringene ut. Bankene trengte nå finansiering for å dekke sine likviditetsopsjoner. Samtidig var de tilbakeholdne med å låne til hverandre, fordi de var usikre på motpartens eksponering mot både likviditets- og kredittopsjonen. Markedet for lånefinansiering med sikkerhet i verdipapirer var avgrenset til statsobligasjoner og tilsvarende, siden det heftet mye usikkerhet rundt verdien av øvrig pant som boliglånsobligasjoner. Som en følge av dette fikk vi en klassisk "flight to quality" hvor stort sett alle risikable aktiva falt i pris mot mindre risikable aktiva. Korrelasjonen mellom aktivaklassene gikk kraftig opp.

Den 17. august reduserte Federal Reserve diskontorenten med 50 basispunkter. Likviditeten var fremdeles svært anstrengt. Rundt 300 milliarder USD ble trukket ut av markedet for ABCP, en reduksjon på rundt 25 prosent av utestående volum. Den britiske banken Northern Rock ba om tilførsel

av midler fra Bank of England. Den 18. september reduserte Federal Reserve styringsrentene med 50 basispunkter.

De underliggende forholdene i subprime-delen av boligmarkedet forsatte imidlertid å forverre seg. I tillegg ble det svært vanskelig for låntagere å refinansiere, slik at forventet negativ verdi av samlet mislighold ble større. BBB-segmentet falt i verdi fra 48 i midten av september til litt i underkant av 20 i slutten av november. Dette betydde at kredittopsjonen i AAA-segmentet kom mer og mer "in-the-money" (stor sannsynlighet for innløsning). Verdien på AAA-segmentet i ABX-indeksen falt til 80 ved utgangen av november.

Flere banker og finansinstitusjoner annonserte nå betydelige nedskrivninger. Det var klart at vi hadde en kapital Krise i tillegg til en fornyet likviditetskrise. Dette gikk hardest ut over de papirene og instrumentene som hadde direkte eksponering mot subprime-markedet. Men likviditeten tørket også ut i de øvrige obligasjonsmarkedene. Korrelasjonene økte på samme måte som i august. Rentedifferansen mellom LIBOR og Fed funds økte til over 100 basispunkter.

I desember kom det flere indikasjoner på at markedet var i ferd med å finne en løsning på deler av kapitalkrisen. Flere banker reiste ny aksjekapital

fra nye investorer. Sentralbankene tok grep for å sikre tilførsel av likviditet gjennom terminfasiliteter. Rentedifferansen mellom LIBOR og Fed funds falt ned til 70 basispunkter. Verdien på AAA-segmentet i ABX-indeksen steg til 87. BBB-segmentet lå statisk rundt 20. Dette ga en indikasjon på at likviditetssituasjonen var noe lettere, mens den underliggende solvenssituasjonen i boligmarkedet langt fra var avklart.

1) Ved verdipapirisering av boliglån blir de strukturert i ulike tranjer med forskjellig kredittvurdering, avhengig av hvordan kredittvurderingsbyråene (Moody's og Standard & Poor's) vurderer sannsynligheten for at de ulike tranjer blir tilbakebetalt. En fellesbetegnelse på slike strukturerte produkter kan være "Collateralized Debt Obligations" – CDO.

2.3 Utviklingen i aksjemarkedene

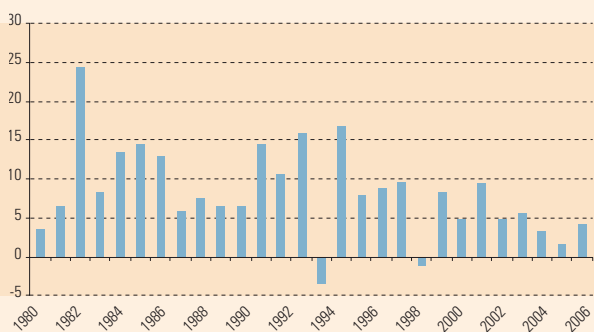
Etter en lang periode med lav volatilitet og stigende aksjekurser falt aksjekursene betydelig i slutten av februar 2007. Nedgangen ble utløst av et sterkt kursfall på aksjebørsen i Shanghai. Kursene falt på det meste med om lag 6 prosent i de utviklede markedene og i underkant av 10 prosent i fremvoksende markeder. Etter en kort periode med stabil kursutvikling steg markedene, og mye av nedgangen ble reversert i siste halvdel av mars. For første halvår 2007 sett under ett var det positiv avkastning i alle hovedmarkedene. Særlig fremvoksende markeder hadde en sterk utvikling med en oppgang

på 17 prosent. Høy økonomisk vekst internasjonalt, økt globalisering av produkt- og arbeidsmarkeder og en svakere dollar var faktorer som bidro til den sterke aksjekursutviklingen i mange fremvoksende markeder. Det var selskaper innenfor olje og gass og råvaresektoren som hadde den sterkeste kursutviklingen i første halvår.

Utviklingen i de internasjonale aksjemarkedene i andre halvår var sterkt påvirket av urolighetene i kredittmarkedene. Globalt falt aksjekursene betydelig fra midten av juli til midten av august. Kursfallet ble utløst av fallende boligpri-

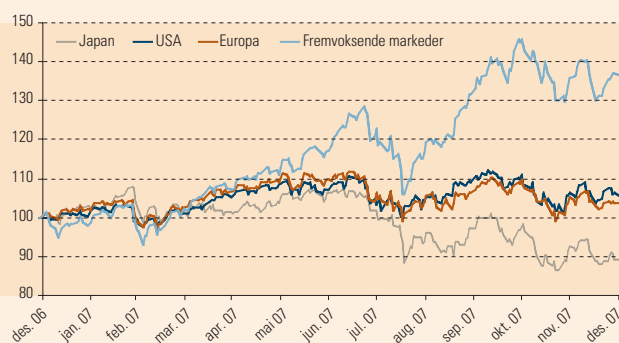
ser og tiltagende problemer med mislighold av boliglån i USA. Ettersom også banker og investorer utenfor USA var eksponert mot disse lånene, ble markedene globalt raskt påvirket. Etter at sentralbankene i Europa, USA og etter hvert også Storbritannia tilførte likviditet til banksystemet, ble aksjemarkedet stabilisert.

I siste halvdel av oktober og i november meldte imidlertid flere amerikanske og europeiske banker om store tap, noe som førte til ny uro i kredittmarkedene. Oppmerksomheten rundt problemene i penge- og kredittmarkedet og forvent-



Figur 2-5: Årlig prosentvis avkastning i rentemarkedene målt i internasjonal valutakurv*

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



Figur 2-6: Verdiutviklingen på FTSEs aksjeindekser i hovedmarkedene i 2007 (31.12.06 = 100)

Kilde: FTSE

ninger om at dette ville påvirke realøkonomien negativt, bidro til fall i aksjemarkedene verden over. Med unntak for fremvoksende markeder var det kursfall i alle hovedmarkedene i andre halvår sett under ett.

Avkastningen på en aksjeforfølge med samme sammensetning som referanseindeksen til Statens pensjonsfond – Utland var 5,7 prosent i 2007 mot 17,1 prosent i 2006. I likhet med 2006 var det sterkest kursoppgang i de fremvoksende markedene. En indeks bestående av 24 fremvoksende aksjemarkeder hadde en oppgang på 36,7 prosent i 2007. I USA og i Europa var det kursoppgang med henholdsvis 5,7 og 3,8 prosent. I Japan, derimot, falt kursene med 10,7 prosent. Kursutslagene var størst i andre halvår i forbindelse med uroen i kredittmarkedene (se figur 2-6).

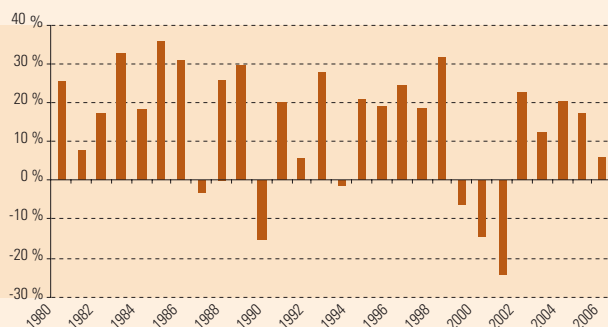
Tabell 2-1 viser at det i 2007 var positiv utvikling i de fleste hovedsektorer. Råvarer og olje og gass hadde den sterkeste utviklingen, mens finansielle tjenester, forbrukstjenester og helsetjenester hadde den svakeste utviklingen.

Figur 2-7 viser avkastningen i aksjemarkedet hvert år siden 1980. I denne perioden var avkastningen i gjennomsnitt 14,3 prosent per år. Avkastningen i 2007 var 5,7 prosent og dermed betydelig lavere enn gjennomsnittet.

Tabell 2-1: Prosentvis avkastning på FTSEs verdensindeks for aksjer i 2007, målt mot amerikanske dollar og i internasjonal valutakurv

	USD	NOK	Valutakurv*
Olje og gass	32,24	15,16	24,93
- av dette utvinning og raffinering av olje og gass	29,83	13,06	22,65
Råvarer	46,78	27,82	38,67
Generell industri	20,64	5,06	13,98
Forbruksvarer	12,99	-1,61	6,74
Helsetjenester	2,46	-10,77	-3,20
- av dette farmasi og bioteknologi	-1,02	-13,80	-6,49
Forbrukstjenester	2,10	-11,09	-3,54
- av dette detaljhandel	-2,91	-15,45	-8,27
- av dette medier	-1,43	-14,16	-6,88
Telekommunikasjon	24,04	8,02	17,18
- av dette "fast linje"-telekommunikasjon	20,72	5,13	14,05
Energi og vannforsyning	14,91	0,07	8,56
Finansielle tjenester	-0,49	-13,34	-5,99
- av dette banker	-4,05	-16,44	-9,35
- av dette forsikring	5,66	-7,99	-0,18
- av dette øvrige finansielle tjenester	-1,59	-14,30	-7,03
Informasjonsteknologi	15,79	0,84	9,40
- av dette programvare og tjenester	12,96	-1,63	6,72
- av dette maskinvare og IT-utstyr	17,23	2,09	10,75
Totalt**	12,58	-1,82	6,51

* Valutakurven har samme sammensetning som referanseporteføljen til Statens pensjonsfond – Utland.
 ** Sammensetningen av Pensjonsfondets referanseportefølge er forskjellig fra FTSEs verdensindeks, og avkastningen vil dermed være forskjellig.



Figur 2-7: Avkastning i aksjemarkedene 1980–2007 med aksjeforvaltningens referanseportefølge, 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.

Fondet forvaltes av Finansdepartementet etter lov om Statens pensjonsfond. Den operative forvaltningen utføres av Norges Bank. Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift og skriftlige retningslinjer fra departementet. Det er dessuten inngått 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).

Statens pensjonsfond – Utland er en finansiell investor med lang investeringshorisont. Fondets midler er plassert i aksjer utstedt av selskaper i mange land og i rentebærende verdipapirer utstedt av nasjonalstater, offentlige institusjoner og bedrifter, og i tillegg pantesikrede obligasjoner og kortsiktige pengemarkeds-

instrumenter. Fondets midler kan også plasseres i avledede finansielle instrumenter (derivater) som opsjoner og futures.

Finansdepartementet har fastsatt de sentrale bestemmelsene for fondets plasseringer, som fordelingen mellom aksjer og rentebærende instrumenter, maksimal eierandel i enkelt-selskaper og ramme for aktiv forvaltning i Norges Bank (jf. tabell 3-13 i kapittel 3.1.7).

I 2007 bestemte Finansdepartementet etter forankring i Stortinget å øke aksjeandelen i fondet til 60 prosent. Aksjeandelen hadde da ligget fast på 40 prosent siden 1998. Departementet vedtok også å utvide antall selskaper i referanseporteføljen for aksjer ved å ta inn segmentet for små børsnoterte selskaper. Finansdepartementet har etter forslag fra Norges Bank vedtatt en plan for gjennomføring av endringene. Finansdepartementet har også endret reguleringen av godkjente land og markeder. Tidligere fastsatte departementet en landliste, mens de nye bestemmelsene setter visse krav som må være oppfylt før investeringer i nye land er tillatt.

Finansdepartementet har fastsatt 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 tilråding 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 2007.

Norges Bank skal etter forskriften søke å oppnå høyest mulig avkastning gitt de begrensningene som følger av forskriften. Bankens strategi for å oppnå meravkastning er presentert i tidligere

¹⁾ Se særlig beretningene for 1999 og 2003.

Sammensetningen av referanseporteføljen

Fondets referanseportefølge gjenspeiler Finansdepartementets nøytrale investeringsstrategi. De to aktivaklassene 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 henholdsvis 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 selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindekser i 11

valutaer (se egen ramme med faktisk referanseportefølge). Innenfor aksjeden av referansen utgjør aksjer notert på børsen i Europa 50 prosent, Amerika/Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innenfor rentedelen er andelen 60 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

Aktivaklasse- 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 aktivaklasse- 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.

Full rebalansering utløses dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen. Det ble ikke gjennomført slik rebalansering i 2007, og Finansdepartementet har suspendert disse bestemmelsene inntil vedtaket om aksjeandel på 60 prosent er gjennomført.

Dokumentasjon på Internett

Norges Banks nettsted (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 bakgrunnsstoff om fondets strategi og om organiseringen av kapitalforvaltningen i Norges Bank.

årsberetninger.¹

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

Vektene i den faktiske referanseporteføljen per 31. desember 2007 er vist i tabell 3-1. Vektene i rentereferansen gjelder den valutaen verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

3.1.2 Hovedtall for avkastningen i 2007

Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland var 2 019 milliarder kroner ved utgangen av 2007. Det var en økning på 235 milliarder kroner fra inngangen av året. Fondet fikk tilført midler for 314 milliarder kroner fra Finansdepartementet, og avkastningen på investeringene ga en verdiøkning på 75 milliarder kroner. Verdien av de valutaene fondet er inves-

Tabell 3-1: Referanseportefølje per 31. desember 2007. Prosent

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivklasser	60,0 *	47,2	40,0	52,8
Belgia		0,8		
Finland		1,2		
Frankrike		8,2		
Hellas		0,6		
Irland		0,5		
Italia		3,0		
Nederland		2,1		
Portugal		0,3		
Spania		3,4		
Tyskland		6,6		
Østerrike		0,4		
<i>Euroområdet</i>		27,2		47,5
Storbritannia		15,3		9,7
Danmark		0,7		0,8
Sveits		4,7		0,5
Sverige		1,8		1,2
Sum Europa	50,0	49,6	60,0	59,7
USA		30,7		32,9
Brasil		1,2		
Canada		2,5		2,3
Mexico		0,5		
Sør-Afrika		0,7		
Sum Amerika / Afrika	35,0	35,6	35,0	35,3
Australia		2,6		0,2
Hongkong		1,7		
Japan		7,3		4,6
New Zealand		0,1		0,1
Singapore		0,5		0,2
Sør-Korea		1,6		
Taiwan		1,1		
Sum Asia / Oseania	15,0	14,8	5,0	5,1

* Når innfasingen av økt aksjeandel er gjennomført (jf. omtale i 3.1.1), vil den strategiske referanseporteføljen ha 60 prosent aksjer og 40 prosent rentebærende instrumenter.

tert i, falt i forhold til norske kroner, noe som bidro til en reduksjon av fondet med 154 milliarder kroner. Endringer i kronekursen har imidlertid ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Tabell 3-2 viser størrelsen på aksje- og renteporteføljene ved utgangen av hvert kvartal i 2007.

I 2007 var fondets avkastning 4,3 prosent målt i den valutakurven som defineres av landvektene i referanse-

porteføljen. Med unntak av fjerde kvartal, da det var en kraftig kursnedgang i de internasjonale aksjemarkedene, var avkastningen positiv i alle kvartalene i 2007 (jf. tabell 3-3). Særlig i andre kvartal var det høy avkastning av fondet. Siste kolonne i tabell 3-3 viser differansen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Det var meravkastning i første halvår, mens det var mindreavkastning i både tredje og

Tabell 3-2: Fondets markedsverdi i 2007. Millioner kroner

	31.12.2006	31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007
Aksjeporteføljen	725 922	752 636	819 466	878 143	957 895
Renteporteføljen	1 057 761	1 123 561	1 120 018	1 054 135	1 060 749
Totalporteføljen	1 783 683	1 876 197	1 939 484	1 932 278	2 018 643

fjerde kvartal. For året sett under ett var det en mindreavkastning på 0,22 prosentpoeng. Dette tilsvarer om lag 5,2 milliarder kroner.

Det er vanlig å vurdere meravkastning

i kapitalforvaltning over en lengre tids-horisont enn ett år. Den røde linjen i figur 3-1 viser utviklingen i tre års rullerende meravkastning de siste tre årene. Ved utgangen av 2007 var annualisert merav-

kastning basert på tall fra de siste tre årene 0,30 prosentpoeng.

Det var svært gode resultater både i den interne og i den eksterne aksjeforvaltningen i 2007 (jf. tabell 3-4). Både den interne og den eksterne renteforvaltningen hadde et svakt år, og de negative bidragene til meravkastningen mer enn oppveide for de gode resultatene i aksjeforvaltningen. Samlet sett ble derfor avkastningen av fondet for første gang i et kalenderår lavere enn avkastningen av referanseporteføljen i 2007.

Figur 3-2 viser hvert enkelt internt forvaltede og eksternt forvaltede mandats bidrag målt i kroner til meravkastningen i 2007. De røde stolpene viser eksternt forvaltede mandater, mens de blå stolpene viser internt forvaltede. Det var en overvekt av internt forvaltede mandater som bidro negativt til meravkastningen i 2007.

I løpet av de siste tre årene har den annualiserte meravkastningen vært 0,30 prosent (jf. tabell 3-5). Aksjeforvaltningen har hatt et årlig bidrag til meravkastningen på 0,41 prosent. Den interne forvaltningen har bidratt noe mer enn den eksterne forvaltningen. Renteforvaltningen har hatt et årlig negativt bidrag på 0,11 prosent.

Informasjonsraten beregnes som forholdet mellom meravkastning og markedsrisiko. Den viser hvor høy meravkastning som er oppnådd, sett i forhold til risikoen som er tatt. Tabell 3-6 viser informasjonsraten, eller risikojustert meravkastning, for de ulike resultat-områdene i perioden 2005–2007.

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 referanse-

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 milliarder kroner i

1999 til mer enn 298 milliarder i 2006. I 2007 var faktisk tilførsel 314 milliarder kroner, noe som er den høyeste årlige tilførselen til fondet. Samlet for årene 1995–2007 er fondet tilført 1 756 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 over 80 prosent og i 2007 til nær 100 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	298 005	84
2007	313 649		98**
Sum 1995-2007	1 756 323		

* Fratrukket forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank for året før.

** Foreløpig anslag basert på ny saldering av statsbudsjettet 2007.

Tabell 3-3: Avkastningen av fondet for hvert kvartal og for året 2007. Prosent

	Avkastning målt i referanse porteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	1,48	1,39	-0,05	-0,15	0,09
Andre kvartal	2,23	1,93	-0,19	-0,49	0,30
Tredje kvartal	1,15	1,33	-4,20	-4,03	-0,17
Oktober	1,76	1,66	2,40	2,30	0,10
November	-1,87	-1,47	1,42	1,84	-0,41
Desember	-0,50	-0,37	-3,17	-3,04	-0,13
Fjerde kvartal	-0,64	-0,20	0,56	1,01	-0,45
Året 2007	4,26	4,50	-3,90	-3,68	-0,22

porteføljen. Norges Bank har i stedet valgt å drive aktiv forvaltning. Det gir høyere kostnader, men også høyere forventet avkastning.

Verdiskapningen ved aktiv forvaltning er et estimat for hvilket netto bidrag dette valget har gitt til fondets avkastning i 2007. Estimert netto verdiskapning ved aktiv forvaltning er vist i tabell 3-7. Utgangspunktet er fondets brutto meravkastning. Ved passiv indeksering påløper transaksjonskostnader når innholdet 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 innfasing 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 årsbe-

Tabell 3-4: Bidragene til brutto meravkastning i 2007. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	0,26	0,18	0,44	1,06
Renteforvaltningen	-0,20	-0,46	-0,66	-1,19
Samlet	0,06	-0,28	-0,22	

Tabell 3-5: Annualisert bidrag til brutto meravkastning 2005–2007. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	0,19	0,22	0,41	1,05
Renteforvaltningen	-0,05	-0,06	-0,11	-0,22
Samlet	0,14	0,16	0,30	

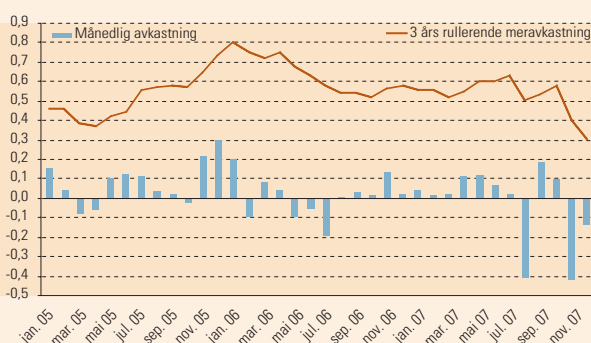
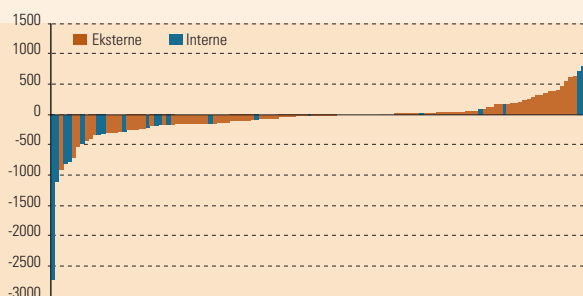
Tabell 3-6: Informasjonsraten 2005–2007.

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt
Aksjeforvaltningen	0,50	1,10	1,12
Renteforvaltningen	-0,53	-0,04	-0,46
Samlet	0,31	0,49	0,60

retningen for 2004 og i en egen ramme i dette kapittelet.

De samlede transaksjonskostnadene for 2007 er estimert til 0,08 prosent av

fondets gjennomsnittlige markedsverdi. Av dette utgjør kostnadene ved innfasing av nye midler om lag 923 millioner kroner og kostnadene til nedsalg i forbin-

**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 2007. Milliarder kroner**

Tabell 3-7: Estimert netto verdiskapning ved aktiv forvaltning. Prosentpoeng

Brutto meravkastning	-0,22
+ Transaksjonskostnader ved indeksering	0,04
+ Andre transaksjonskostnader	0,07
- Ekstra kostnader ved aktiv forvaltning	0,07
- Utlånsinntekter ved indeksforvaltning	0,05
= Verdiskapning ved aktiv forvaltning	-0,22

Transaksjonskostnader

Norges Bank estimerer transaksjonskostnader ved innfasing av nye midler til fondet og ved endringer i referanseporteføljen som Finansdepartementet har besluttet. 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. Indirekte transaksjonskostnader består av tre hovedkomponenter: likviditetskostnader, markedspåvirkninger og alternativkostnader. Norges Banks modell beregner transaksjonskostnadene i renteporteføljen ved hele forskjellen mellom kjøps- og salgskurven. Indirekte transaksjonskostnader i aksjeporteføljen estimeres ved StockFactsPro®. Markedspåvirkning i rentemarkedet er en kombinasjon av sektor, markedsforhold, transaksjonsstørrelse, størrelse på utstedt lån og likviditeten til utstederen. I de fleste tilfeller kan bidragene fra disse variablene neglisjeres.

delse med utelukkelse av selskaper om lag 13 millioner kroner i 2007. Videre besluttet Finansdepartementet i 2007 at aksjeandelen gradvis skulle økes til 60 prosent, at små bedrifter skulle inkluderes i aksjereferansen, og at vektene i referanseporteføljen for renteforvaltningen skulle endres. Kostnadene ved å tilpasse porteføljene er estimert til 562 millioner kroner.

Ved passiv indeksering av porteføljen ville fondet hatt et minimum av driftskostnader i forvaltningen. For fondet er normale forvaltningskostnader ved indeksering anslått til 0,02 prosent av totalporteføljen. I 2007 var totale forvaltningskostnader 0,09 prosent, det vil si at kostnader knyttet til aktiv forvaltning er estimert til 0,07 prosent.

På den annen side ville fondet også ved passiv forvaltning ha hatt en del utlånsinntekter fra verdipapirene i porteføljen. Det anslås at man ville ha oppnådd en avkastning på om lag 0,05 prosent ved en ren indeksering.

Med disse estimatene anslås netto verdiskapning ved aktiv forvaltning i 2007 til -0,22 prosentpoeng (jf. tabell 3-7). I beløp blir det negativt med om lag 5,2 milliarder kroner.

Som gjennomsnitt over perioden 1998–2007 var Norges Banks netto

Tabell 3-9: Total avkastning i 2007 målt mot ulike referansevalutaer. Prosent

Avkastning målt mot:	Totalporteføljen
Referanseporteføljens valutakurv	4,26
Importveid valutakurv	1,84
Amerikanske dollar	10,20
Euro	-0,61
Norske kroner	-3,90

bidrag til verdiskapningen 0,39 prosentpoeng (jf. tabell 3-8). Regnet i beløp var dette 21,3 milliarder kroner.

Fondets avkastning målt i ulike valutaer er vist i tabell 3-9. Avkastningen målt i valutakurven var 4,3 prosent, mens i norske kroner var den -3,9 prosent. Forskjellen skyldes en styrking av kronekursen med om lag 8,2 prosent i forhold til investeringsvalutaene i løpet av 2007. Endring i kronens internasjonale verdi har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Regnet i euro var avkastningen på -0,6 prosent, mens avkastningen i dollar var hele 10,2 prosent. Det skyldes at dollarkursen ble svakere i forhold til de fleste andre valutaer i løpet av 2007.

Fondets gjennomsnittlige eierandeler for børsnoterte aksjer i tre geografiske regioner er vist i figur 3-3. Andelen er beregnet i forhold til markedsverdien av selskapene som inngår i FTSE-indeksen i de landene der fondet er plassert. Ved utgangen av 2007 var den gjennomsnittlige eierandelen i europeiske selskaper 0,77 prosent, i amerikanske selskaper 0,34 prosent, mens andelen i Asia/Oseania var 0,42 prosent.

Fondets eierandeler i de ulike rentemarkedene i hver av de tre geografiske regionene er vist i figur 3-4.² Andelen er

Tabell 3-8: Norges Banks bidrag til fondets avkastning 1998–2007. Prosentpoeng

Total	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1998–2007
Meravkastning	0,20	1,25	0,28	0,15	0,25	0,59	0,53	1,10	0,14*	-0,22	0,40
Verdiskapning ved aktiv forvaltning	0,19	1,18	0,20	0,11	0,21	0,54	0,49	1,05	0,11	-0,22	0,39

* I 2006 benyttet Norges Bank feil skattesatser for enkelte land, noe som medførte at den rapporterte meravkastningen for fondet var noe høyere enn det som faktisk var tilfelle. Basert på korrekte tall var meravkastningen for 2006 14 basispunkter og ikke 15 basispunkter som opprinnelig rapportert.

²⁾ Frem til og med 2001 besto referanseporteføljen kun av statsobligasjoner. Fra og med 2002 ble referanseporteføljen langt "bredere" sammensatt ved at også ikke-statsgaranterte 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.

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene*

Avkastningsberegningene følger internasjonalt anerkjente standarder.

Verdsettelsen av fondet beregnes etter markedsverdi prinsippet; det vil si at porteføljenes inngangs- og utgangsverdier verdsettes til de aktuelle markedspriser ved henholdsvis beregningsperiodens begynnelse og slutt. Hovedregelen er at indekssleverandørenes priser blir brukt for papirer som inngår i referanseindeksene.**

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 normalt siste virkedag i hver måned, men kan også forekomme i løpet av måneden. Månedsavkastningen beregnes ved å se på endringer i markedsverdi, justert for inn- og utbetalin-

ger, mellom hver beregningsperiode. 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.***

Avkastningen målt i lokal valuta beregnes som 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.

* For en mer detaljert fremstilling av avkastningsberegningene henvises det til "Forvaltning av Statens petroleumsfond. Årsrapport 1999 – Temaartikkel 2".

** Lehman Global Aggregate (LGA) og FTSE for henholdsvis renter og aksjer.

*** WM/Reuters Closing Spot Rates fastsettes klokken 16:00 Londontid.

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 2007 eide 1,09 prosent av alle utestående papirer. Andelen i Amerika og Asia/Oseania var på henholdsvis 0,63 og 0,27 prosent.

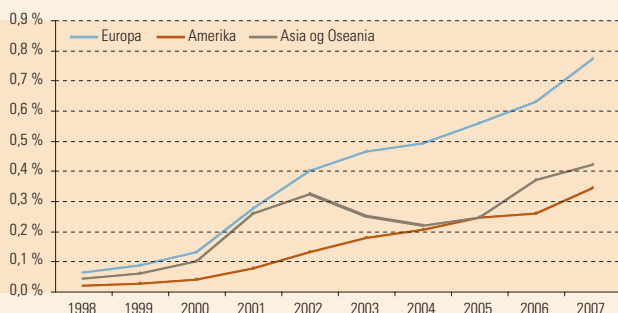
3.1.3 Intern og eksternt forvaltning

NBIM forvalter fondets midler etter en investeringsfilosofi basert på at merav-

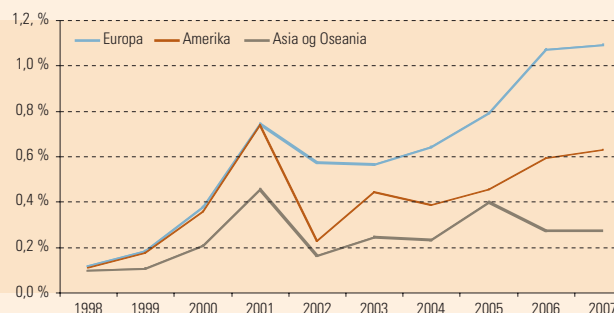
kastningen skal oppnås ved et stort antall enkeltbeslutninger som er mest mulig uavhengige av hverandre. Investeringsfilosofien er beskrevet nærmere i temaartikler i årsberetningene for 2003 og 1999. Fondets midler forvaltes av både interne og eksterne porteføljeforvaltere. Ansvar for å fatte beslutninger er delegert til enkeltpersoner internt og til eksterne forvaltningsorganisasjoner i form av investeringsmandater. Valg mellom intern og eksternt forvaltning styres av forventet lønnsomhet. NBIM lar eksterne

forvaltere med spesialisert kompetanse stå for noe over halvparten av den samlede aktive risikotagningen, mens banken gjennom sin internforvaltning prøver å utnytte de stordriftsfordelene som følger av fondets størrelse, og i tillegg driver aktiv forvaltning på utvalgte områder.

Som gjennomsnitt for 2007 ble om lag 80 prosent av fondet forvaltet internt i NBIM. Kostnadene ved den interne forvaltningen var om lag 47 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den eksterne forvaltningen er dyrere enn den



Figur 3-3: Fondets eierandeler i aksjemarkedene, som prosent av markeds kapitaliseringen i FTSE-indeksene
Kilde: FTSE og Norges Bank



Figur 3-4: Fondets eierandel i rentemarkedene ved utgangen av årene 1998-2007, i prosent av markeds kapitaliseringen i Lehman-indeksene
Kilde: Lehman Brothers

interne. Forvaltningskostnadene er henholdsvis 0,25 og 0,05 prosent av forvaltet beløp. Den interne forvaltningen stod for om lag 45 prosent av den samlede risikoen knyttet til aktiv forvaltning. Det finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen som er illustrert i figur 3-5, bygger på en summering av risikoen (VaR) i interne og eksterne mandater, uten hensyn til korrelasjon mellom de ulike mandatene.

3.1.4 Renteforvaltningen

Markedsverdien av fondets renteportefølje økte med tre milliarder kroner til 1 061 milliarder i 2007. Renteporteføljen hadde en avkastning på 2,96 prosent målt i fondets valutakurv i 2007 (jf tabell 3-10). Det var negativ avkastning i andre kvartal, mens det var positiv avkastning i de øvrige kvartalene. Det var særlig høy avkastning i tredje kvartal.

Forvaltningen ga meravkastning i første halvår 2007, mens det var betydelig mindreakstning i andre halvår. Samlet ble avkastningen av renteporteføljen 1,19 prosentpoeng lavere enn referanseavkastningen. Avkastningstallet er ikke

Tabell 3-10: Renteavkastningen i prosent for hvert kvartal og for året 2007

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse Avkastning
Første kvartal	0,74	0,67	-0,78	-0,85	0,07
Andre kvartal	-1,19	-1,23	-3,53	-3,57	0,04
Tredje kvartal	2,10	2,59	-3,29	-2,83	-0,46
Fjerde kvartal	1,30	2,20	2,53	3,44	-0,91
Året 2007	2,96	4,26	-5,09	-3,90	-1,19

korrigeret for transaksjonskostnader i forbindelse med indeksering av porteføljen og kostnader ved investering av tilførte midler i markedene. Om lag 30 prosent av mindreakstningen kom fra eksterne forvaltning, mens bidraget fra den interne forvaltningen i NBIM var om lag 70 prosent. 128 milliarder eller 12 prosent av samlet forvaltningskapital ble forvaltet av eksterne forvaltere. Denne gruppen stod for rundt 25 prosent av den aktive risikoen innenfor renteforvaltningen. 40 prosent av de eksterne mandatene er spesialister innenfor pantesikrede amerikanske obligasjoner. Disse stod for fire milliarder eller 90 prosent av samlet mindreakstning i eksterneforvaltningen

og 30 prosent av mindreakstningen i den samlede renteforvaltningen.

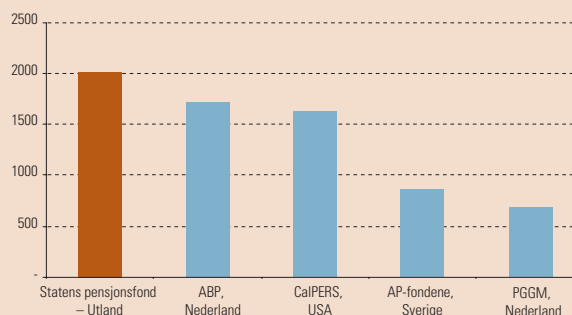
Avkastningstallet inneholder resultatet fra utlån av rentebærende verdipapirer. I 2007 var det et negativt bidrag fra utlånsvirksomheten på 2,4 milliarder kroner. Dette skyldes at de instrumentene som er benyttet til reinvestering av sikkerhet for utlånene (korte penge-markedsplasseringer), har falt i verdi. Det vises til nærmere omtale av utlånsprogrammet og verdsetting av reinvesteringer i regnskapsrapporten (Kapittel 6.1). Ved utgangen av 2007 var om lag 88 prosent av renteporteføljen forvaltet internt i Norges Bank. Den interne forvaltningens andel av renteforvaltningens samlede

Fondets størrelse i et internasjonalt perspektiv

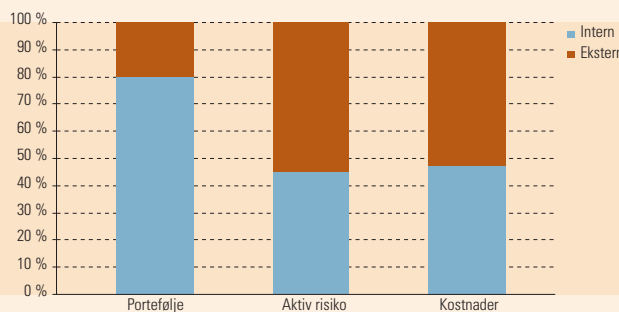
Målt etter kapital under forvaltning er Statens pensjonsfond – Utland stort sammenlignet med de største internasjonale pensjonsfondene. I figuren nedenfor sammenlignes fondet med det største pensjonsfondet i Amerika, de to største fondene i Europa og med samlet forvaltningskapital for de svenske AP-fondene. Ved utgangen av 2007 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 2 450 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 2007 var kapitalen i dette fondet på 1 050 milliarder dollar. En rekke sentralbanker investerer også betydelige mid-

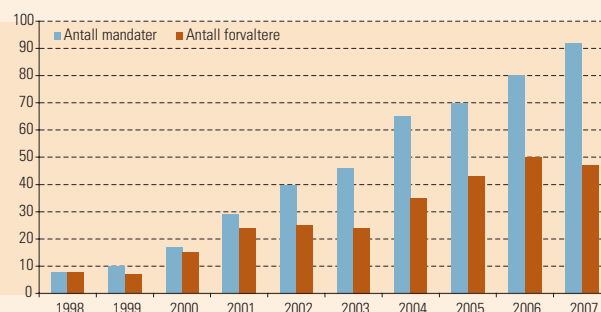
ler i de internasjonale kapitalmarkedene gjennom sine valuta-reserver. Ved utgangen av 2007 var valutareservene til den kinesiske sentralbanken 1 528 milliarder dollar. Blant de såkalte oljefondene regnes Abu Dhabi Investment Authority som verdens største med en anslått forvaltningskapital fra 500 til 875 milliarder dollar.



Forvaltningskapital store internasjonale fond 2007. Milliarder kroner
Kilde: Fondenes nettsted og Norges Bank



Figur 3-5: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko mellom intern og ekstern forvaltning. Prosent



Figur 3-6 viser at tallet på eksterne mandater har økt i løpet av 2007. Ved utgangen av 2007 hadde 47 ulike eksterne forvaltere til sammen 92 ulike forvaltningsoppdrag.

risikobruk var imidlertid lavere. Den lavere risikoandelen internt skyldes at hoveddelen av de eksterne mandatene er aktive med høyere risiko enn i den interne forvaltningen.

En viktig del av den aktive renteforvaltningen er å ta posisjoner på prisforskjeller mellom verdipapirer som har nært sammenfallende risikoegenskaper. Verdien på disse posisjonene er typisk drevet av prisutviklingen på spesifikke verdipapirer og derivater snarere enn makroforhold som rentenivå. En annen måte å se dette på er at den aktive forvaltningen tilfører likviditet til markedet mot en premie.

Under hver av investeringsbeslutningene innenfor denne forvaltningen ligger en analyse som styrer posisjonstagningen inn i de instrumentene som avviker vesentlig fra en forventet likevektspris. Dimensjoneringen av posisjonene vil typisk avhenge av størrelsen på dette avviket. Ofte vil risikoen skaleres i takt

med at denne størrelsen endres. Når posisjonen relativt sett blir billigere, vil vi øke eksponeringen. Når den blir dyrere, vil vi redusere.

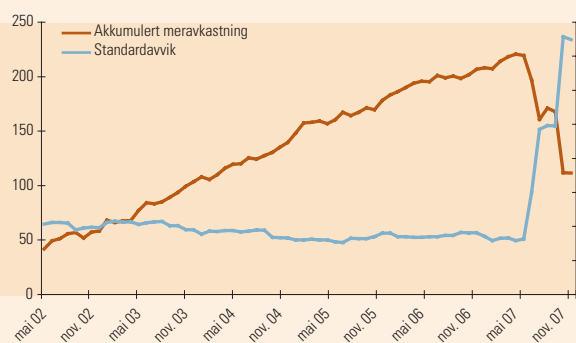
Denne formen for forvaltning består av et stort antall posisjoner innenfor mange ulike markedssegmenter og instrumenter. I en normal markedsituasjon vil disse posisjonene være lite korrelert, avkastningen styres av lokale forhold knyttet til tilbud og etterspørsel i de enkelte segmentene. Dersom en forvalter konsistent klarer å identifisere posisjoner som avviker fra likevektspris, vil avkastningsserien være forholdsvis jevn (på grunn av diversifikasjonen) og stigende.

Imidlertid vil det komme brudd som kan føre til en systematisk endring av likevektsprisen i disse posisjonene. Et eksempel på et brudd kan være bortfall av likviditet fra vesentlige markedsaktører som hedgefond (jf. det amerikanske hedgefondet Long Term Capital Management i 1998) eller banksektoren

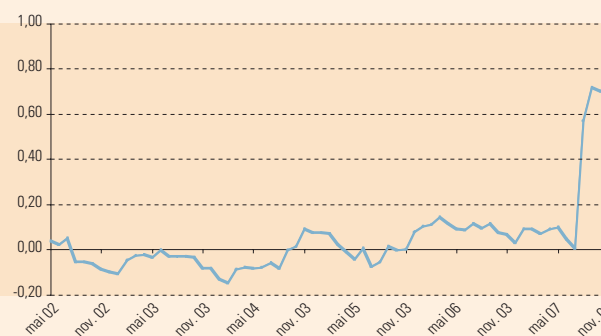
(som er drøftet nærmere i kapittel 2.2). Denne endringen i makroforholdene i markedet kan føre til at korrelasjonene mellom posisjonene går opp ettersom endringen nå dominerer de underliggende tilbuds- og etterspørselsforhold på mikronivå.

Hvorvidt forvaltningen genererer meravkastning under et slikt brudd, avhenger av hvordan den aktive porteføljen er posisjonert i forhold til makrofaktoren som reprises. Reprisingen fører som regel til at likviditet og kreditt blir dyrere. Spørsmålet på lengre sikt vil da være om meravkastningen generert i et normalt marked vil være tilstrekkelig til å oppveie tapet ved brudd.

Vi skal nå se nærmere på hvordan disse faktorene påvirket den aktive renteforvaltningen i 2007. Figur 3-7 viser utviklingen i avkastning og risiko siden 2000 målt i basispunkter. Vi ser at avkastningen var jevnt stigende frem til august 2007 og så falt brått. Dette kraftige fallet



Figur 3-7: Utvikling i avkastning og risiko i renteforvaltningen. Målt i basispunkter



Figur 3-8: Utvikling i gjennomsnittlig korrelasjon mellom ulike hovedgrupper av renteforvaltning

Eksterne renteforvaltere per 31.12.2007 (inklusive fondsforvaltere)

Ved utgangen av året forvaltet 22 eksterne renteforvaltere med 38 mandater en forvaltningskapital på til sammen 128 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.
- Diversified Credit Investments, LLC
- Ellington Global Asset Management, LLC
- European Credit Management Limited
- Hyperion Brookfield Asset Management Inc.
- Insight Investment Management (Global) Limited
- Lehman Brothers Asset Management LLC
- Logan Circle Partners, L.P.
- Nomura Asset Management U.K. Ltd.
- PanAgora Asset Management Inc
- Pareto Investment Management Ltd.
- Putnam Advisory Company LLC
- Smith Breeden Associates, Inc
- State Street Global Advisors
- TCW Asset Management Company
- Greyllock Capital Management LLC (fond)
- Smith Breeden Credit Partners LLC (fond)

i avkastningen viser at porteføljen var kort likviditetsrisiko og lang kredittrisiko på det tidspunktet hvor likviditets- og kredittkrisen i markedet slo inn med full tyngde. Den delen av avkastningen som ble drevet av mikroforhold i de ulike segmentene som forvaltningen var engasjert i, ble dominert av reprisingen av risiko i makrobildet. Nedenfor skisseres noen mulige grunner til at porteføljen hadde denne eksponeringen.

Som nevnt ovenfor kan dominans av makrofaktorer også føre til at korrelasjonene mellom investeringsmandater som ellers er uavhengige, går opp. Figur 3-8 viser utviklingen i gjennomsnittlig korrelasjon mellom tre viktige forvaltnings-

grupper, utvidet indeksering, relativ verdi og porteføljen av eksterne forvaltere. Frem til sommeren 2007 var korrelasjonen lite signifikant og lå stort sett i intervallet fra -0,1 til 0,1. Høsten 2007 økte korrelasjon brått til over 0,7 drevet av likviditets- og kredittkrisen i USA. Dette bidro i betydelig grad til å forsterke det negative utfallet.

Både det kraftige negative utfallet i avkastningsserien og økningen i korrelasjonene indikerer at både porteføljen som helhet og de individuelle forvalterne hadde samme type eksponering mot makrofaktorene likviditet og kreditt. For å prøve å analysere dynamikken i eksponeringen kan det være nyttig å se på to

rentedifferanser som gir en indikasjon på hvor attraktive investeringsmulighetene er innenfor likviditet og kreditt.

Figur 3-9 viser utviklingen i rentedifferansen mellom rentebytteavtaler (swap) og statsobligasjoner i toårssegmentet i USA gjennom 2007. Denne differansen måler forskjellen i rente mellom usikrede banklån og statspapirer. Differansen var jevnt stigende gjennom første halvdel av året. Dette var for en stor del drevet av større skatteinngang enn forventet i april og tilsvarende mindre utstedelse av korte statspapirer. I juli ble den økte differansen mer korrelert med de tiltagende problemene i kredittmarkedet, men det var vanskelig å se indikasjoner på systematisk risiko i finanssektoren ut fra markedsprisene.

Dette kan vi illustrere ved å se på en beslektet rentedifferanse. Figur 3-10 viser utviklingen i differansen mellom tre måneders LIBOR og sentralbankens dagsrente (Fed funds) i USA i 2007. Denne differansen måler forskjellen i rente mellom sikret og usikret kortsiktig lånefinansiering i banksektoren, og den er således en god indikator på graden av likviditets- og kredittproblemer i denne sektoren.

Figur 3-10 viser at at denne rentedifferansen var meget stabil frem til begynnelsen av august. For en fundamental investor var det derfor få faresignaler når det gjaldt systematisk risiko i en periode med økende likviditets- og kredittpremier. Som figuren viser, fikk vi en dramatisk reprising av risikoen i august. Rentedifferansen som vanligvis beveget seg innenfor et intervall mellom 12 og 15 basispunkter, skjøt plutselig



Figur 3-9: Utvikling i rentedifferansen mellom rentebytteavtaler (swap) og to-års statsobligasjoner i USA. Målt i basispunkter



Figur 3-10: Forskjellen mellom tre måneders LIBOR og Fed fundsrenten i USA. Målt i basispunkter

opp til over 100 i løpet av en måned. En lengre tidsserie av differansen (jf. figur 2-2) mellom statsrenter og rentebytteavtaler forsterker inntrykket av et kraftig systematisk brudd.

Differansen økte til det høyeste nivået siden 1989. Resultatet av bruddet var en kraftig økning i likviditets- og kredittpremier og en økning i korrelasjonene mellom dem. Renteforvaltningen var eksponert mot begge faktorer og fikk dermed et tilsvarende tap. I enkelte deler av porteføljen, særlig i eksternt forvaltede mandater for amerikanske pantsikrede obligasjoner, var utslagene større.

Renteforvaltningen i NBIM har i liten grad vært direkte eksponert mot amerikanske boliglån med svak kredittverdighet (subprime). Tapene knyttet til plasseringer i slike og nært beslektede instrumenter forklarer under 10 prosent av det negative resultatet i 2007. Porteføljen har en samlet eksponering på 600 milliarder kroner mot pantsikret gjeld og er forvaltet relativt nært opp til referanseporteføljen. De oppståtte tapene kan sies å være små sett i forhold til den samlede eksponeringen. Det gjenspeiler at hovedtyngden av papirene er i segmentet for høyeste kredittkvalitet.

Norges Bank anser valg av eksterne forvaltere som en investeringsbeslutning, der ulike mandater tildeles midler eller avvikes ut fra analyser om likviditet og forventet fremtidig meravkastning. Ved utgangen av 2007 hadde Pensjonsfondet 38 ulike eksternt forvaltede rentemandater.

Figur 3-11 viser hvordan bidragene til den totale renteavkastningen regnet mot valutakurven fordelte seg på de valuta-

ene som fondets midler var investert i. Det klart største positive bidraget kom fra investeringene i eurolandene og USA. Bidragene fra de øvrige valutaområdene var små.

3.1.5 Aksjeforvaltningen

Markedsverdien av aksjeporteføljen økte fra 726 milliarder kroner ved utgangen av 2006 til 958 milliarder per 31. desember 2007. I 2007 var avkastningen på aksjeporteføljen 6,82 prosent målt i internasjonal valuta (jf. tabell 3-11). Det var positiv avkastning på om lag ti prosent i første halvår og negativ avkastning på vel tre prosent i andre halvår.

Figur 3-12 viser de ulike markedenes bidrag til fondets aksjeavkastning i 2007, regnet mot valutakurven. Det største positive bidragene kom fra eurolandene,.

Hovedtrekkene i aksjeforvaltningen ble videreført i 2007. I den eksterne aksjeforvaltningen tildeler NBIM mandater etter geografisk region (eller land) og etter næringssektorer (både globale og regionale). I den interne aksjeforvaltningen er de fleste aktive mandater

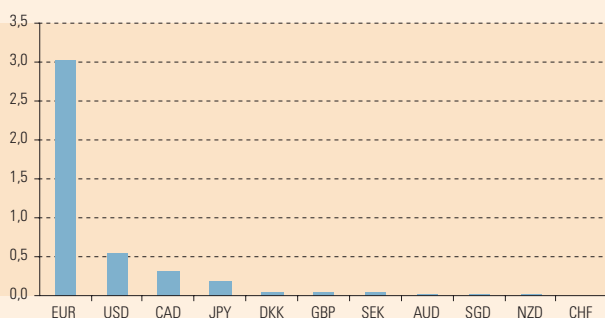
innenfor globale næringssektorer. Det er også noen mandater innen aktive indeksstrategier. Et hovedtrekk ved forvaltningen i 2007 var at man økte andelen i aksjeporteføljen som forvaltes av interne forvaltere.

For intern aksjehandel er fokuset på direkte og indirekte transaksjonskostnader videreført, og et viktig utviklingstrekk er at en stadig større andel av handelen i verdipapirer skjer direkte mot børs snarere enn gjennom meglere. Etableringen av kontor i Shanghai (jf. omtale i kapittel 5.1) er særlig viktig for aksjeforvaltningen. Ettersom kontoret er lokalisert i en tidssone som ligger nær alle de viktigste asiatiske markedene, muliggjør dette en større grad av nærvær og potensielt mer effektiv implementering av transaksjoner.

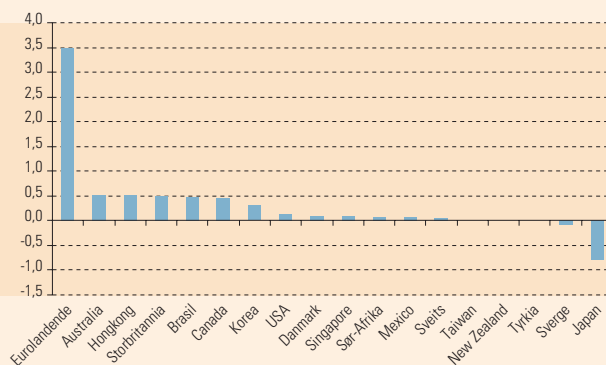
Den faktiske avkastningen på aksjeporteføljen var 1,06 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen. Dette resultatet utgjorde i alt 8,6 milliarder kroner. Hovedtyngden av meravkastningen kom i løpet andre kvartal, men alle kvartaler ga et positivt resultat. Den faktiske forvaltningen bærer en

Tabell 3-11: Avkastningen av aksjeporteføljen i fondet for hvert kvartal og for året 2007. Prosent

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	2,59	2,47	1,04	0,92	0,12
Andre kvartal	7,40	6,71	4,86	4,18	0,68
Tredje kvartal	-0,30	-0,54	-5,57	-5,80	0,23
Fjerde kvartal	-2,77	-2,84	-1,59	-1,66	0,07
Året 2007	6,82	5,67	-1,54	-2,60	1,06



Figur 3-11: De enkelte lands bidrag til renteavkastningen målt i prosent mot valutakurven den 31. desember 2007



Figur 3-12: De enkelte lands bidrag til aksjeavkastningen målt i prosent mot valutakurven i 2007

rekke kostnader som ikke reflekteres i referanseporteføljens avkastning, som transaksjonskostnader ved uttrekk av enkeltsselskap eller innfasingskostnader ved tilflyt av nye midler til aksjeporteføljen i fondet. Den viktigste kostnaden i 2007 var tilpasningen til en bredere referanseportefølje som inneholder selskaper med lavere markeds kapitalisering enn tidligere. Effekten av disse kostnadene for resultatet er beregnet til 0,15 prosentpoeng, det vil si at den transaksjonsjusterte meravkastningen var 1,21 prosentpoeng.

I 2007 var meravkastningen til de eksternt forvaltede porteføljene 5,2 milliarder. Dette var et godt resultat sett i forhold til den kapitalen som er allokert til denne delen av forvaltningen. Resultatet oppveide det meste av tapet i eksterntforvaltningen i 2006. Sett over en lengre tidsperiode har de eksternt forvaltede mandatene vært en vesentlig bidragsyter til aksjeforvaltningens meravkastning.

Ved utgangen av 2007 hadde Norges Bank 54 ulike eksternt forvaltede aksjeporteføljer fordelt på 25 ulike forvalt-

ningsbedrifter. Av disse var 29 regionale eller landspesifikke mandater og 17 mandater innenfor ulike næringssektorer. Markedsverdien til den eksternt forvaltede aksjeporteføljen ble redusert fra 274 milliarder kroner til 217 milliarder kroner. Dette medførte at andelen av aksjeporteføljen som ble forvaltet ved bruk av eksterne mandater, falt fra 37,7 prosent til 22,7 prosent.

Organiseringen av den interne aksjeforvaltningen ble i 2007 videreført uten større endringer. Hovedtyngden av den interne aktive forvaltningen ligger innenfor sektorforvaltningen, som fokuserer på aksjevalg globalt innenfor ulike industrier. Videre er det flere mandater innenfor aktive indekseringsstrategier og relativ verdi-strategier. Resultatene i relativ verdi-strategiene var -201 millioner kroner. Andelen intern risikotagning som andel av aksjegruppens samlede risikotagning, har steget fra om lag 30 prosent i 2006 til 35 prosent i 2007.

De interne forvaltningsmandatene har de senere årene vært karakterisert ved at en meget høy andel av mandatene har levert meravkastning. I 2007 var resultatene mer sammensatt. Blant de sektorbaserte strategiene leverte 14 av 21 mandater positiv meravkastning. I alt var resultatet 0,8 milliarder kroner. En del av den interne forvaltningen tar også form av allokeringsbeslutninger mellom ulike markeder og mot markeder som ikke er en del av referanseporteføljen. Denne strategien var en vesentlig bidragsyter til det samlede resultatet med 1,5 milliarder kroner.

3.1.6 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 rammebetingelsene som følger av å være en investor i de internasjonale kapitalmarkedene.

Eksterne aksjeforvaltere per 31.12.2007

Ved utgangen av året forvaltet 25 ulike eksterne aksjeforvaltere med 54 ulike mandater midler for til sammen 217 milliarder kroner.

Mandater i geografiske regioner:

- Aberdeen Asset Management
- APS Asset Management Pte Ltd.
- Altrinsic Global Advisors, LLC
- Atlantis Fund Management Ltd.
- Capital International Ltd.
- Dalton Capital (Guernsey) Ltd.
- Fidelity Pensions Management
- Gartmore Investment Limited
- GLG Partners
- Intrinsic Value Investors (IVI) LLP
- Janus Capital Management LLC
- Legg Mason Capital Management Inc
- 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 LLP

Mandater i næringssektorer:

- BlackRock Capital Management Inc
- Columbus Circle Investors
- Janus Capital Management LLC
- Jupiter Asset Management Ltd.
- OrbiMed Capital LLC
- T Rowe Price Associates Inc
- Tradewinds Global Investors LLC
- W.H. Reaves & Co., Inc
- Wellington Management Company LLP

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 de bedrifter 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.

Investeringer i internasjonale verdipapirmarkeder medfører betydelig markedsrisiko og relativt høy sannsynlighet for store variasjoner i de årlige resultatene. 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 og endringer i renteporteføljens kreditt-risiko.

I tillegg til det absolutte nivået for 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 andre risikofaktorer. Dette kan være risiko knyttet til motpartsrisiko, likviditet eller risiko av mer operasjonell karakter. Operasjonell risiko innbefatter 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. Absolutt risiko estimeres med basis i den faktiske porteføljen, og for relativ risiko estimeres 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. Standardavvik er et vanlig mål for porteføljens risiko.

Absolutt volatilitet

Figur 3-13 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 2007 hadde den faktiske porteføljen en absolutt markedsrisiko målt i norske kroner på 8,6 prosent, som er høyere enn ved inngangen til året.

Figur 3-13 viser at det i første halvår var en avtagende risiko, mens det var en markant økning i porteføljens risiko det siste halve året. Bakgrunnen for økningen i risiko i annet halvår var finansuroen i markedet i 2007.

I tillegg til økt volatilitet i både rente- og aksjemarkedene vil risikoen på fondsnivå være avhengig av samvariasjonen mellom markedene. Samvariasjonen mellom markedene har økt siden årtusenskiftet. De seneste årene har

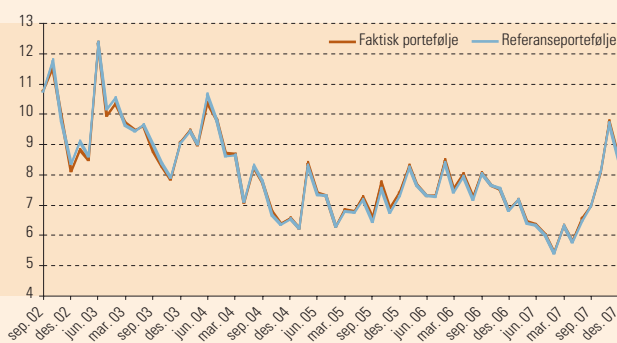
korrelasjonen ligget på et relativt høyt nivå, men er vesentlig redusert i 2007. Noe av økningen i markedenes volatilitet i løpet av 2007 har derfor ikke materialisert seg i fondets risiko, ettersom diversifiseringseffekten har økt. Utvikling i diversifiseringseffekt er vist i figur 3-14 og illustrerer hvordan redusert korrelasjon mellom rente- og aksjemarkedene har økt diversifiseringseffekten.

Relativ volatilitet

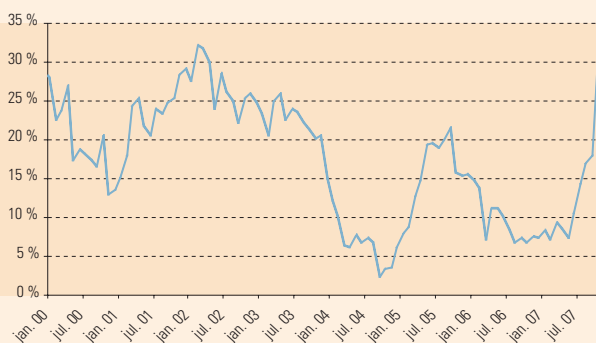
Den absolutte markedsrisikoen er i hovedsak bestemt av fondets referanseportefølje. Finansdepartementet har i tillegg satt en grense for forventet relativ volatilitet i forvaltningen, som legger en begrensning på hvor forskjellig fondet kan være fra referanseporteføljen.

Den forventede relative volatiliteten skal ikke overskride 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter), se rammen på side 28. Estimert relativ volatilitet i fondet har igjennom året vært økende, spesielt var august måned svært volatil, drevet i hovedsak av økt relativ volatilitet i aksjeporteføljen (jf. figur 3-15).

Mens relativ volatilitet i aksjeporteføljen er tilbake på et "langsiktig" gjennomsnitt ved utgangen av året, har renteporteføljens risiko vært økende gjennom hele året og ligger på et historisk "høyt" nivå ved utgangen av året. Den høye risikoen på rentesiden forklares dels gjennom at markedsvolatilitetene generelt har økt (jf. figur 3-13). Videre er det i 2007 observert sterkere samvariasjon mellom avkastningen på de ulike mandatene enn det som er observert tidligere år. Økning av samvariasjonen mellom mandater er sterkest i renteporteføljene, men



Figur 3-13: Absolutt markedsrisiko i Statens pensjonsfond – Utland. Månedsslutt. Prosent



Figur 3-14: Utvikling i diversifiseringseffekt mellom aksje- og rentemarkedene. Absolutt risiko

er også observert i aksjemandatene. Ved økt samvariasjon mellom mandater reduseres diversifiseringseffekten og risikoen øker, alt annet like.

Figur 3-16 viser utviklingen i porteføljens relative volatilitet i forhold til referanseporteføljen siden 1999. I figuren er det brukt to ulike risikomål. Forventet relativ volatilitet beregnes på forhånd, på grunnlag av forventet markedsdynamikk (volatiliteter og korrelasjoner) i fremtiden. Dette risikomålet har hele tiden ligget godt under den øvre grensen på 1,5 prosentpoeng.

Faktisk relativ volatilitet er beregnet i ettertid ut fra hvor mye den faktiske differanseavkastningen har variert i siste tolv månedersperiode. Sett bort fra år 2000 viser målene om lag samme grad av risikotagning. I 2007 ser vi et blandet bilde, hvor målene i perioder viser vesentlig forskjellig risikotagning. Dette skyldes uvanlig volatile markeder og den spesielle samvariasjonen som har vært mellom mandatenes avkastning i perioden.

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 3-17.

Punktene i figuren viser realisert månedlig meravkastning fra oktober 2002 og konfidensintervall ved ulike konfidensnivå. Modellen tilsier at i omlag 68 prosent av tilfellene skal den faktiske avkastningen ligge innenfor intervallet dannet av de grønne linjene. Tilsvarende for de oransje og røde intervallene er henholdsvis 95 og 99 prosent. Figuren indikerer at for perioden som helhet er faktisk risiko i tråd med det

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.

man skal forvente ut fra den risikomodellen som brukes. For siste år, og særlig siste halvår, synes det som om modellert risiko har underestimert den faktiske risikoen i porteføljen. Risikomodellen estimerer hvor store variasjoner man kan vente i avkastningen i normale perioder. Markedet i 2007 har vært preget av en del forhold som reduserer presisjonsnivået til denne type modeller. Forhold som raskt endret volatilitet og vesentlige endringer i samvariasjoner mellom risikofaktorene, reflekteres først i modellen etter noe tid. Modellens strenge normalmarkedsforutsetning ved estimering av risiko er en svakhet ved denne type statistiske (sannsynlighetsbaserte) modeller. Det er derfor viktig å ha komplementære risikomålinger som også (stress)tester porteføljene i unormale markeder.

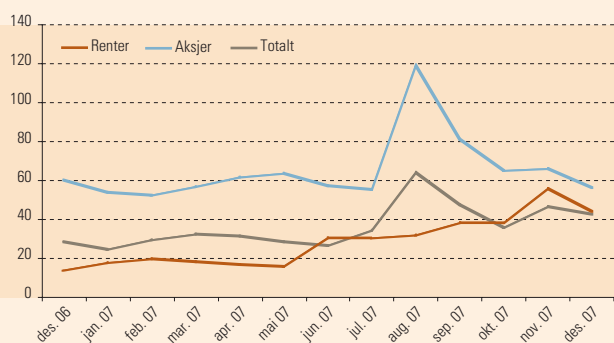
Kredittrisiko

I fondet oppstår kredittrisiko dels i renteporteføljen som følge av Finans-

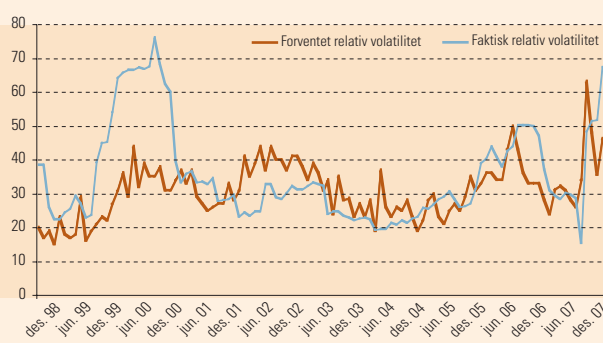
departementets valg av investeringsstrategi og dels gjennom NBIMs aktive forvaltning (kredittporfeøljerisiko). Videre har NBIM i både aksje- og renteporteføljen en risiko overfor motparter i gjennomføring av transaksjoner, risiko overfor de institusjonene der verdipapirene deponeres, og risiko overfor internasjonale oppgjørs- og depotsystemer (motpartsrisiko).

Tabell 3-12 er en oversikt over rentebærende verdipapirer fra Moody's. Tilsvarende oversikt basert på vurderinger fra Fitch og Standard & Poor's er gjengitt i regnskapsdelen.

Aksje- og renteporteføljen inneholder også 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 Standard & Poor's (S&P). Kredittrisikorammer blir bestemt av kredittkarakteren til motparten der høyere karakter gir høyere ramme. Det er ikke krav til kredittvurdering fra kre-



Figur 3-15: Forventet relativ volatilitet ved hver månedsslutt i 2007. Basispunkter



Figur 3-16: Forventet og faktisk relativ volatilitet målt ved utgangen av hver måned 1999-2007. Prosentpoeng

Tabell 3-12: Porteføljen av rentebærende verdipapirer per 31.12.2007 fordelt etter kredittvurdering fra Moody's (millioner kr.)

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	P-1	Ingen rating
Inflasjonsjusterte obligasjoner	40 369	8 210	30 791	-	-	-	-	18 928
Pantesikrede obligasjoner	382 811	13 810	2 558	1 268	389	839	-	43 033
Selskapsobligasjoner	21 058	87 150	89 743	70 435	5 306	2 023	-	15 342
Sertifikater	-	-	-	-	-	-	4 198	164
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	114 568	98 381	32 126	8 039	1 272	752	-	26 976
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	558 806	207 551	155 218	79 742	6 667	3 614	4 198	104 444

dittvurderingsbyråene for fondets portefølje av renteinstrumenter.

I kapittel 5.2 gis en nærmere oversikt over hvordan NBIM styrer den operasjonelle risikoen i forvaltningen.

Retningslinjer for forvaltningen

Finansdepartementet har fastsatt en rekke retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Tabell 3-13 gir en oversikt over grensene for risikoeksponering som er satt i forskriften for forvaltningen av fondet. Tabellen viser at forvaltningen ved utgangen av hvert kvartal har vært innenfor de fastsatte rammer.

I 2007 var det ingen vesentlige brudd på retningslinjene som Finansdepartementet har fastsatt. I løpet av året var det tre mindre brudd, hvorav to i fjerde kvartal. To eksterne forvaltere hadde i en kortere periode beholdninger i selskaper som var utelukket fra investeringsuniverset.

3.1.7 Kostnader

Tabell 3-14 viser kostnadene ved forvaltningen av fondet i 2007. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjørs- 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

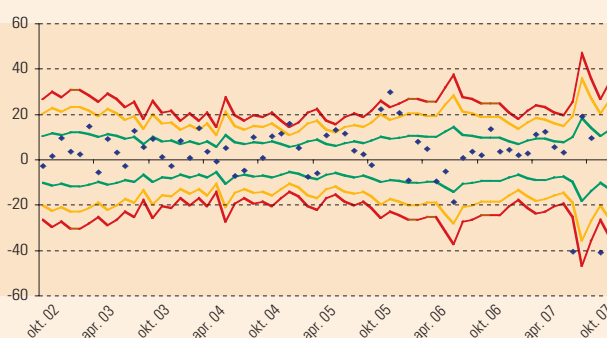
Kredittvurderingsbyråene

Alle rentebærende verdipapirer som inngår i fondets referanseindeks, har en karakter fra ett av de tre store kredittvurderingsbyråene Standard & Poor's (S&P), Moody's og 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.



Figur 3-17: Konfidensintervall for risiko og realisert meravkastning (basispunkter)

Tabell 3-13: Forskriftens grenser for risikoeksponering

Risiko	Grenser	Faktisk					
		31.12.06	31.3.07	30.6.07	30.9.07	31.12.07	
§ 5	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,28	0,32	0,26	0,48	0,43
§ 4	Aktivfordeling	Rentebærende instrumenter 30–70%	59,3	59,9	57,7	54,6	52,6
		Egenkapitalinstrumenter 30–70%	40,7	40,1	42,3	45,4	47,4
§ 4	Markedsfordeling aksjer*	Europa 40–60%	49,7	49,7	49,7	50,1	48,8
		Amerika og Afrika 25–45%	35,0	35,0	35,1	34,4	36,4
		Asia og Oseania 5–25%	15,5	15,3	15,3	15,5	14,8
Valutafordeling renter	Europa 50–70%	60,4	59,7	60,0	59,8	59,4	
		Amerika og Afrika 25–45%	34,3	35,0	34,6	34,7	35,1
		Asia og Oseania 0–15%	5,3	5,3	5,4	5,5	5,5
§ 6	Eierandel	Maks 5 % av et selskap	4,5	4,5	5,0	5,0	5,0

* Finansdepartementet har i 2006 endret regionvektene, jf. omtale i Revidert nasjonalbudsjett 2006.

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 2006. Den viser at Norges Banks forvaltningskostnader var lavere enn gjennomsnittskostnadene i sammenligningsgruppen, etter at det var tatt hensyn til ulikhetene i sammensetningen av porteføljer. Vi viser for øvrig til omtale på Finansdepartementets nettside.

CEM-kostnader 2003–2006. Basispunkter				
År	2003	2004	2005	2006
Statens pensjonsfond – Utland	10,3	10,5	10,6	9,8
Referansegruppe – median	13,1	12,0	13,4	10,8

retningslinjene som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for godtgjøringen Norges Bank skal motta for å forvalte Statens pensjonsfond – Utland. For 2007 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 markedsværdien 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.

Tabell 3-14: Forvaltningskostnader i 2007 (i 1000 kroner og i basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)

	2007		2006	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	315 751		223 889	
Kostnader til aksjedept og oppgjør	110 400		95 689	
Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen	426 151	7,7	319 578	8,1
Interne kostnader i renteforvaltningen	290 616		184 178	
Kostnader til rentedept og oppgjør	115 088		79 858	
Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen	405 704	4,1	264 036	3,2
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	513 442		431 829	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	268 546		387 816	
Kostnader til depot, oppgjør og oppfølging av eksterne forvaltning	169 433		122 340	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	951 421	25,1	941 985	28,3
Sum alle forvaltningskostnader	1 783 275	9,3	1 525 600	9,8
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	1 514 729	7,9	1 137 784	7,3

De samlede forvaltningskostnadene i 2007 var 1 783,3 millioner kroner. I forhold til gjennomsnittlig portefølje under forvaltning var det en nedgang fra 9,8 basispunkter i 2006 til 9,3 basispunkter i 2007. Sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere var Norges Banks forvaltningskostnader 1 514,7 millioner kroner i 2007. Dette var en økning på 33 prosent fra 2006. Gjennomsnittlig størrelse på fondet økte med 24 prosent, slik at kostnadene målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje økte fra 7,3 basispunkter i 2006 til 7,9 basispunkter i 2007.

Kostnadene kan fordeles på intern og eksternt forvaltning ved hjelp av fordelingsnøkler for de interne kostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 53 prosent av kostnadene gjaldt eksternt forvaltning, mens om lag 16 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i intern forvaltning var på om lag 0,05 prosentpoeng, mot 0,25 prosentpoeng for eksterntforvaltningen. Dette har dels sammenheng med at indeksforvaltningen i hovedsak gjøres internt.

Regnskapsførte avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere falt med 31 prosent fra 2006 til 268,5 millioner kroner i 2007. Regnskapet viser de kostnadene som faktisk er påløpt i 2007. 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 mer til meravkastningen i 2007 enn i 2006, ble det utbetalt et lavere avkastningsavhengig honorar enn i 2006. Dette skyldes i hovedsak de svake resultatene i eksterntforvaltningen i 2006. De samlede kostnadene for eksterntforvaltningen var 25,1 basispunkter av gjennomsnittlig eksternt forvaltet portefølje.

3.2 Norges Banks valutareserver

3.2.1 Mandat

Valutareservene 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 petrobuffer-

porteføljen av NBIM, mens pengemarkedsporteføljen forvaltes av Norges Bank Pengepolitikk.

Norges Banks hovedstyre fastsetter retningslinjer for forvaltningen av valutareservene og har delegert til sentralbanksjefen å gi utfyllende regler. Hovedstyrets retningslinjer er tilgjengelige på Norges Banks nettsted (www.norges-bank.no). Hovedstyret vedtok i juni 2007 å utvide referanseporteføljen for aksjer til også å omfatte små børsnoterte selskaper. Sam-

Tabell 3-15: Referanseportefølje per 31. desember 2007 (i prosent)

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivklasser	40,0	41,3	60,0	58,7
Belgia		0,8		
Finland		1,3		
Frankrike		8,2		
Hellas		0,7		
Irland		0,5		
Italia		3,1		
Nederland		2,3		
Portugal		0,3		
Spania		3,5		
Tyskland		6,6		
Østerrike		0,5		
<i>Euroområdet</i>		<i>27,6</i>		<i>48,4</i>
Storbritannia		15,7		9,9
Danmark		0,8		0,8
Sveits		4,7		0,5
Sverige		1,9		1,2
Sum Europa	50,0	50,7	60,0	60,9
USA		29,3		31,8
Brasil		1,1		
Canada		2,5		2,3
Mexico		0,4		
Sør-Afrika		0,6		
Sum Amerika/Afrika	35,0	34,0	35,0	34,1
Australia		2,7		0,2
Hongkong		1,7		
Japan		7,5		4,6
New Zealand		0,1		0,1
Singapore		0,5		0,2
Sør-Korea		1,7		
Taiwan		1,2		
Sum Asia/Oseania	15,0	15,4	5,0	5,0

tidig ble også reguleringen av godkjente markeder og land endret. Tidligere fastsatte hovedstyret en landliste, mens de nye reglene setter visse formalkrav som må være oppfylt før investeringer i nye land kan gjennomføres. Disse endringene tilsvarte de vedtakene som Finansdepartementet hadde fattet for Statens pensjonsfond – Utland. Endringen i investeringsporteføljens ble gjennomført 31. august 2007.

Hovedstyret har fastsatt felles retningslinjer for utøvelse av eierskap i de to fondene og videre at selskaper som Finansdepartementet har besluttet å trekke ut fra Pensjonsfondet, også skal trekkes ut fra valutareservene. Kapittel 4.1 gir en oversikt over eierskapsutøvelsen i 2007, og kapittel 4.2 gir en samlet oversikt over de selskapene som er utelukket fra investeringsuniverset.

Den strategiske referanseporteføljens for investeringsporteføljens er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindekser i 11 valutaer. Aksjer utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljens, mens rentebærende instrumenter utgjør 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på regulerte markedsplasser i Europa 50 prosent, Amerika /Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 60 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

Vektene i den faktiske referanseporteføljens 31. desember 2007 er vist i tabell 3-15. 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 2007

Investeringsporteføljens markedsverdi var 214,0 milliarder kroner ved utgangen av 2007. Det var en nedgang på 10,5 milliarder kroner fra inngangen til året. Det ble ikke tilført eller trukket ut midler fra porteføljens i løpet av året. Avkastningen av investeringene var 7,5 milliarder kroner i 2007, mens en sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene bidro til en reduksjon i markedsverdien med 18,0 milliarder kroner. Bidraget fra en sterkere krone har ingen betydning for reservenes internasjonale kjøpekraft. Tabell 3-16 viser størrelsen på aksje- og renteporteføljens ved utgangen av hvert kvartal i 2007.

Figur 3-18 viser utviklingen i porteføljens markedsverdi siden 1998 målt i norske kroner.

Investeringsporteføljens hadde i 2007 en periodeavkastning på 3,37 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv og -4,69 prosent målt i norske kroner. Lavere avkastning i kroner skyldes at den norske kronen i løpet av året har styrket seg mot valutaene i referanseporteføljens, slik at porteføljens valutakurv ble mindre verdt i forhold til kronen.

Avkastningstallene fremgår av tabell 3-17. Den faktiske avkastningen i 2007 var 1,12 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljens. Regnet som absolutt beløp utgjorde det 2,6 milliarder kroner. Tabell 3-18 viser at det var svake resultater for både aksje- og renteforvaltningen i 2007.

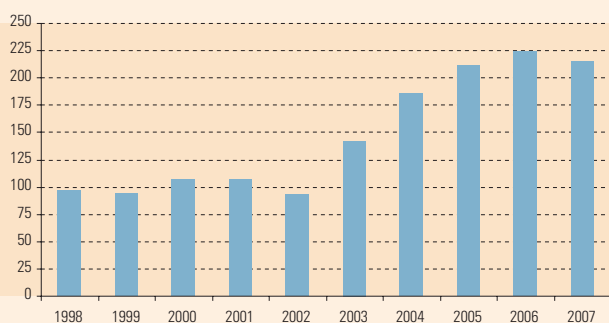
Figur 3-19 viser investeringsporteføljens avkastning siden 1998 målt i

internasjonal valuta. I 29 av 36 kvartaler har avkastningen vært positiv.

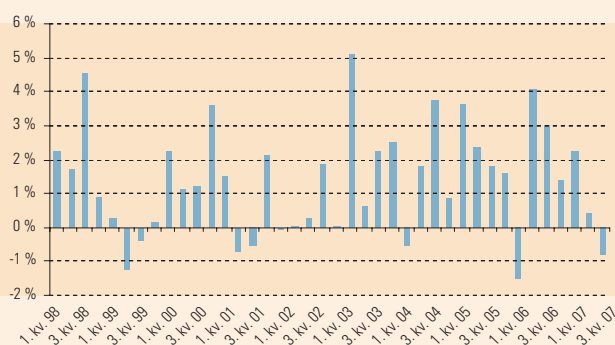
Brutto mindrevkastning på 1,12 prosentpoeng for totalporteføljens er sammenlignbar med meravkastningen som andre forvaltere rapporterer. Den gir imidlertid ikke uttrykk for NBIMs netto bidrag til forvaltningsresultatet. Investeringsporteføljens kunne ha vært forvaltet passivt, med en porteføljens som hele tiden var svært lik referanseporteføljens. Norges Bank har i stedet valgt å drive aktiv forvaltning. Det gir høyere kostnader, men også høyere forventet avkastning. Verdiskapningen ved aktiv forvaltning, som er estimert i tabell 3-19, er et mål for hvilket netto bidrag dette valget har gitt til porteføljens avkastning i 2007.

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

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 porteføljens når selskaper blir ekskludert fra investeringsuniverset, og ved andre endringer i referanseporteføljens. Hovedstyret besluttet i 2007 at små bedrifter skulle inkluderes i aksjerreferansen. For 2007 har NBIM estimert kostnadene ved nedsalg i forbindelse med uttrekk av selskaper til 1 million kroner, og kostnader i forbindelse med endringer i referanseporteføljens til 152 millioner kroner. De samlede transak-



Figur 3-18: Markedsverdien av investeringsporteføljens 1998–2007. Milliarder kroner



Figur 3-19: Kvartalsvis avkastning målt i internasjonal valuta 1998–2007. Prosent

sjonskostnadene for 2007 er således estimert til 0,07 prosent av porteføljens gjennomsnittlige 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 anslås til 0,02 prosentpoeng av totalporteføljen. I 2007 var totale forvaltningskostnader 0,07 prosentpoeng, det vil si at ekstra kostnader knyttet til aktiv forvaltning er estimert til 0,05 prosentpoeng. På den annen side ville man også ved passiv forvaltning ha hatt en del utlånsinntekter fra verdipapirene i porteføljen, som er estimert til 0,05 prosentpoeng i 2007.

Med disse postene er netto verdiskapning ved aktiv forvaltning i 2007 estimert til -1,12 prosentpoeng. I beløp utgjør det om lag -2,2 milliarder kroner.

Første linje i tabell 3-20 viser at brutto meravkastning i 2007 var -1,12 prosentpoeng og 0,07 prosentpoeng i årlig gjennomsnitt siden 1998.

Den andre linjen i tabellen viser netto verdiskapning ved aktiv forvaltning. Metoden for å beregne dette er beskrevet ovenfor. Som gjennomsnitt over perioden 1998–2007 var nettobidraget til meravkastningen 0,05 prosentpoeng.

For å vurdere kvaliteten til den aktive forvaltningen er det i tillegg viktig å ta i betraktning den markedsrisikoen 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.

Tabell 3-16: Markedsverdien av investeringsporteføljen i 2007. Millioner kroner

	31.12.2006	31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007
Aksjeporteføljen	92 143	92 860	97 443	90 900	88 953
Renteporfeøljen	132 374	131 408	126 535	122 211	125 033
Totalporteføljen	224 517	224 268	223 978	213 111	213 986

Tabell 3-17: Avkastningen av investeringsporteføljen for hvert kvartal og året 2007. Prosent

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	1,43	1,41	-0,11	-0,13	0,02
Andre kvartal	2,28	2,06	-0,13	-0,34	0,21
Tredje kvartal	0,45	1,08	-4,85	-4,25	-0,60
Oktober	1,84	1,68	2,48	2,32	0,16
November	-1,97	-1,35	1,33	1,98	-0,64
Desember	-0,64	-0,34	-3,31	-3,01	-0,30
Fjerde kvartal	-0,80	-0,03	0,41	1,20	-0,79
2007	3,37	4,59	-4,69	-3,57	-1,12

Tabell 3-18: Bidragene til brutto meravkastning i 2007. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innenfor aktivklassen
Aksjeporteføljen	-	-0,34	-0,34	-0,80
Renteporfeøljen	-0,32	-0,46	-0,78	-1,33
Sum investeringsporteføljen	-0,32	-0,80	-1,12	

Tabell 3-19: Estimert netto verdiskapning ved aktiv forvaltning. Prosentpoeng

Brutto meravkastning	-1,12
+ Transaksjonskostnader ved indeksering	0,04
+ Andre transaksjonskostnader	0,07
- Ekstra kostnader ved aktiv forvaltning	0,05
- Utlånsinntekter ved indeksforvaltning	0,05
= Verdiskapning ved aktiv forvaltning	-1,12

Tabell 3-20: Meravkastningen ved forvaltning av investeringsporteføljen i hvert av årene 1998–2007 og i gjennomsnitt for perioden. Prosentpoeng

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*	2007	Gj.snitt 1998–2007
Brutto meravkastning	-0,03	0,13	0,12	0,15	0,32	0,58	0,08	0,35	0,13	-1,12	0,05
Verdiskapning ved aktiv forvaltning	-0,03	0,10	0,10	0,13	0,29	0,55	0,09	0,31	0,10	-1,12	0,05

* I 2006 benyttet Norges Bank feil skattesatser for enkelte land, noe som medførte at den rapporterte meravkastningen for fondet var noe høyere enn det som faktisk var tilfelle. Basert på korrekte tall var meravkastningen for 2006 13 basispunkter og ikke 14 basispunkter som opprinnelig rapportert.

Renteforvaltningen

Markedsverdien av renteporteføljen falt med 7,3 milliarder kroner til 125,0 milliarder i løpet av året. Det ble overført 0,3 milliarder kroner fra rente- til aksjeporteføljen. En sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene reduserte verdien med 10,4 milliarder kroner. Positiv avkastning på investeringene økte verdien med 3,4 milliarder kroner.

Ved utgangen av året ble om lag 87 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 13 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 3-21 viser renteporteføljens avkastning i 2007. Målt i internasjonal valuta var avkastningen 2,68 prosent. Brutto mindreaktning var 1,33 prosentpoeng. Det var negative bidrag fra både den interne og den eksterne renteforvaltningen.

Aksjeforvaltningen

Markedsverdien av aksjeporteføljen var 89,0 milliarder kroner ved utgangen av 2007, noe som var en nedgang på 3,2 milliarder i løpet av året. Positiv avkastning i aksjemarkedene bidro til økningen med 3,9 milliarder kroner. Porteføljen ble tilført 0,3 milliarder kroner fra rente-

Eksterne renteforvaltere per 31.12.2007

Ved utgangen av året forvaltet 10 eksterne renteforvaltere med 16 mandater en forvaltningskapital på til sammen 24 milliarder kroner.

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

porteføljen. En sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene reduserte verdien med 7,4 milliarder kroner.

Tabell 3-22 viser aksjeporteføljens avkastning i 2007. Målt i internasjonal valuta var avkastningen 4,39 prosent. Forvaltningen gav en mindreaktning på 0,80 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen. Hele aksjeporteføljen i investeringsporteføljen forvaltes internt, hovedsakelig som aktiv indeksering og relativ verdi-strategier. Relativ verdi-forvaltningen i investeringsporteføljen hadde i likhet med forvaltningen av Statens Pensjonsfond – Utland dårlige resultater i 2007.

I tallene for mindreaktning er det ikke tatt hensyn til transaksjonskostnader ved tilpasning til en bredere referanseportefølje som også inneholder selskaper med lavere markeds kapitalisering. Det er heller ikke tatt hensyn til transaksjonskostnader ved uttrekk av enkeltelskaper. Effekten av disse kostnadene er estimert til 0,14 basispunkter; det vil si at den transaksjonsjusterte mindreaktningen var 0,66 prosentpoeng.

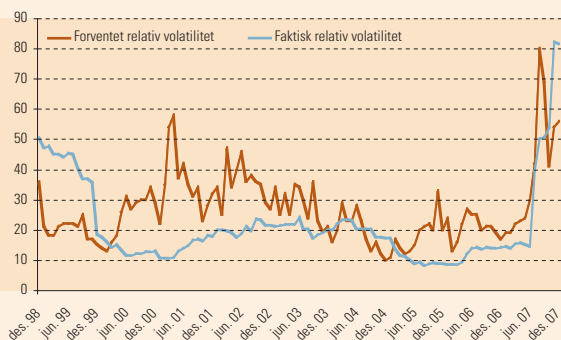
3.2.3 Risiko

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 3-21 viser at den relative markedsrisikoen i hele 2007 har ligget godt innenfor den øvre grensen, selv om det har vært en betydelig oppgang i løpet av året. Ved utgangen av året var forventet relativ volatilitet 0,56 prosentpoeng.

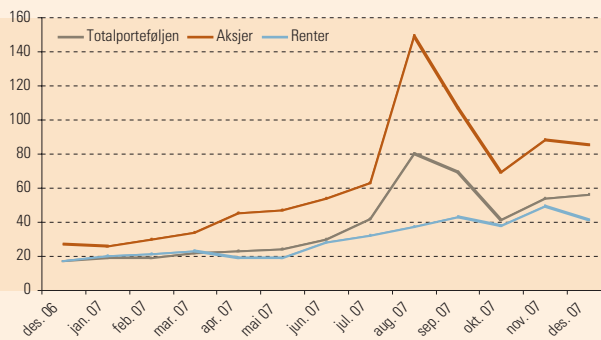
Figur 3-20 viser utviklingen i den relative markedsrisikoen som faktisk portefølje har hatt i forhold til referanseporteføljen siden 1999.

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.

Det var betydelig økning i både forventet og faktisk relativ volatilitet i andre halvår. Som for Statens pensjonsfond – Utland skyltes dette de volatile markedene og den spesielle samvariasjonen som har vært mellom mandatene



Figur 3-20: Relativ markedsrisiko i investeringsporteføljen. Månedsslutt 1999–2007. Basispunkter



Figur 3-21: Forventet relativ volatilitet ved hver månedsslutt 2007. Basispunkter

avkastning i perioden.

Informasjonsraten er en indikator på dyktighet i kapitalforvaltning. Den beregnes som forholdstallet mellom den årlige meravkastningen og den merrisikoen 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 2007 er gjennomsnittlig informasjonsrate for investeringsporteføljen 0,21. Vi viser for øvrig til tabell 1-3 i del 1 for en oversikt over avkastning og risiko i porteføljen de siste årene.

Tabell 3-23 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's. I tabellen er statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering.

Tabell 3-24 gir en oversikt over risiko og markedseksponering i investeringsporteføljen gjennom 2007. Tabellen viser at forvaltningen ved utgangen av hvert kvartal har vært innenfor hovedstyrets retningslinjer for markedsrisiko og eierandelsbegrensning. Det var ingen brudd på hovedstyrets retningslinjer i 2007.

3.2.4 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.

Tabell 3-21: Rentevkastningen for hvert kvartal og for året 2007. Prosent

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Første kvartal	0,80	0,65	-0,73	-0,88	0,15
Andre kvartal	-1,16	-1,26	-3,49	-3,59	0,10
Tredje kvartal	1,97	2,55	-3,42	-2,86	-0,56
Oktober	0,77	0,78	1,40	1,41	-0,01
November	0,47	1,23	3,86	4,64	-0,78
Desember	-0,17	0,15	-2,85	-2,54	-0,31
Fjerde kvartal	1,07	2,17	2,31	3,42	1,11
2007	2,68	4,13	-5,33	-3,99	-1,33

Tabell 3-22: Aksjevkastningen for hvert kvartal og for året 2007. Prosent

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	2,33	2,49	0,78	0,94	-0,16
Andre kvartal	7,14	6,75	4,62	4,24	0,38
Tredje kvartal	-1,52	-0,84	-6,71	-6,07	-0,64
Oktober	3,29	2,91	3,93	3,55	0,38
November	-5,17	-4,76	-1,98	-1,55	-0,43
Desember	-1,30	-1,02	-3,95	-3,67	-0,27
Fjerde kvartal	-3,33	-2,98	-2,14	-1,80	-0,35
2007	4,39	5,26	-3,75	-2,95	-0,80

Norges Bank Investment Management (NBIM) har ansvaret for å forvalte Statens pensjonsfond – Utland og Statens petroleumsforsikringsfond i tillegg til valutareserveinvesteringer i investeringsportefølje og petrobufferportefølje. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjør- 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 de retningslinjene som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Kostnadene for forvaltningen av

Tabell 3-23: Porteføljen av rentebærende verdipapirer per 31.12.2007 fordelt etter kredittvurdering fra Moody's (millioner kroner.)

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	P-1	Ingen rating
Inflasjonsjusterte obligasjoner	5 784	1 163	2 634	-	-	-	-	2 027
Pantesikrede obligasjoner	49 276	2 199	316	562	70	126	-	7 535
Selskapsobligasjoner	2 440	7 694	10 273	7 542	589	101	-	1 307
Sertifikater	-	-	-	-	-	-	541	25
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	22 471	18 511	6 497	1 777	661	626	-	5 270
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	79 970	29 567	19 720	9 880	1 321	853	541	16 164

Risiko		Faktisk				
		31.12.06	31.3.07	30.6.07	30.9.07	31.12.07
Markedsrisiko (prosentpoeng)	Relativ volatilitet	0,17	0,22	0,24	0,69	0,56
Aktivafordeling	Obligasjoner	58,96	58,6	56,5	57,3	58,5
	Aksjer	41,04	41,4	43,5	42,7	41,5
Markedsfordeling aksjer	Europa	52,40	53,5	54,3	52,5	52,5
	Amerika	34,61	33,3	32,5	33,1	33,5
	Asia/Oseania	12,99	13,3	13,3	14,5	14,0
Markedsfordeling obligasjoner	Europa	59,70	60,2	60,7	60,1	60,6
	Amerika	35,01	34,2	33,7	34,0	33,4
	Asia/Oseania	5,29	5,7	5,6	6,0	6,0
Eierandel (prosent)	Største eierandel maks 5 %	1,23	2,29	4,53	4,94	4,62

Periode	Tilført fra SDØE	Valutakjøp i markedet	Overført til Pensjonsfondet	Markedsverdi ved kvartals-/ månedsslutt
Første kvartal	38 791	34 429	93 419	3 205
Andre kvartal	37 642	30 581	67 542	3 497
Tredje kvartal	35 457	40 136	75 878	2 857
Oktober	11 552	20 233	30 243	4 523
November	14 235	27 491	46 569	280
Desember	13 973	-	-	14 052
Fjerde kvartal	39 760	47 725	76 811	14 052
2007	151 650	152 871	313 650	-

investeringsporteføljen var 165,9 millioner kroner i 2007. Det inkluderer avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje under forvaltning var kostnadene 0,07 prosentpoeng.

3.2.5 Petrobufferporteføljen

Tabell 3-25 gir en oversikt over tilførsler til petrobufferporteføljen og overføringer fra denne til Statens pensjonsfond – Utland i 2007. Fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) fikk porteføljen tilført 151,6 milliarder kroner i

løpet av året. I tillegg fikk porteføljen tilført valuta fra Norges Banks kjøp i markedet for til sammen 152,8 milliarder kroner.

Overføringen til Pensjonsfondet var på 313,6 milliarder kroner i 2007.

Ved utgangen av 2007 var markedsverdien av petrobufferporteføljen 14,1 milliarder kroner sammenlignet med 23,7 milliarder kroner den 31. desember 2006. Petrobufferporteføljen hadde i 2007 en avkastning på -2,4 prosent målt i norske kroner.

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 (www.norges-bank.no).

Olje- og energidepartementet har fastsatt en strategisk referanseportefølje for fondet. Denne referanseporteføljen 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 og 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 3-26 viser valutavektene i fondets strategiske og faktiske referanse-

Modifisert durasjon

Olje- og energidepartementets grense for renterisiko i forvaltningen bruker risikomålet modifisert durasjon. Durasjonen til en obligasjon er den tid det i gjennomsnitt tar før alle kontantstrømmer (rentekuponger 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 ett prosentpoeng for alle løpetider.

portefølje per 31. desember 2007.

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.

3.3.2 Hovedtall for avkastningen i 2007

Markedsverdien av Petroleumsforsikringsfondet var 14,7 milliarder kroner ved utgangen av 2007. Dette var en nedgang på 0,5 milliard kroner fra inngangen til året. Premieinnbetalingen fra Olje- og energidepartementet for 2007 var 1,1 milliarder kroner. I løpet av året ble det foretatt skadeutbetalinger for 1,1 milliarder kroner.

Markedsverdiene av Petroleumsforsikringsfondets valutaporteføljer ved utgangen hvert kvartal i 2007 fremgår av tabell 3-27. Hele porteføljen blir forvaltet internt i Norges Bank.

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 pantobligasjoner utstedt mot sikkerhet i lån tatt opp av offentlig sektor ("Öffentliche Pfandbriefe"), i kortsiktige pengemarkedsinstrumenter og i ikke-børsnoterte rentederivater.

I 2007 var Petroleumsforsikringsfondets avkastning 5,15 prosent målt i den valutakurv som tilsvarer sammensetningen av referanseporteføljen jf. tabell 3-28. Målt i norske kroner var avkastningen på -3,12 prosent. Forskjellen skyldes

Tabell 3-26: Referanseporteføljen per 31. desember 2007

Valuta	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Euro	50,0	51,4
GBP	15,0	14,3
USD	35,0	34,3
Sum	100,0	100,0

Tabell 3-27: Markedsverdien av Petroleumsforsikringsfondet ved utgangen av hvert kvartal. Millioner kroner

	31.12.2006	31.3.2006	30.6.2006	30.9.2006	31.12.2007
EUR	7 596	7 544	7 839	7 370	7 520
GBP	2 343	2 293	2 349	2 099	2 121
USD	5 248	5 246	5 492	4 968	5 044
Total markedsverdi	15 187	15 084	15 680	14 437	14 686

Tabell 3-28: Avkastningen for Statens petroleumsforsikringsfond i prosent

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Første kvartal	0,81	0,74	-0,67	-0,74	0,06
Andre kvartal	-0,54	-0,51	-2,72	-2,69	-0,04
Tredje kvartal	2,64	2,55	-3,06	-3,15	0,09
Oktober	0,67	0,66	1,27	1,25	0,02
November	1,32	1,30	4,82	4,80	0,02
Desember	0,18	0,16	-2,56	-2,57	0,01
Fjerde kvartal	2,18	2,13	3,44	3,39	0,05
Året 2007	5,15	4,97	-3,12	-3,28	0,16

at kronen i løpet av 2007 har styrket seg mot de valutslagene som inngår i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble mindre verdt i forhold til kronen. Den faktiske avkastningen var 0,16 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen. Det tilsvarer om lag 24,2 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 2007 på 14,7 millioner kroner, noe som tilsvarer en årsrate på 0,10 prosent, regnet som

Tabell 3-29: Avkastningen av Statens petroleumsforsikringsfond i perioden 1998–2007

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Gj.snitt 1998–2007
Faktisk avkastning	3,27	-1,06	6,92	5,68	7,90	3,56	5,64	4,28	2,17	5,15	4,35
Referanseavkastning	3,38	-0,85	6,78	5,48	7,74	3,46	5,42	4,15	2,14	4,97	4,27
Meravkastning	-0,11	-0,21	0,15	0,19	0,16	0,10	0,22	0,14	0,03	0,18	0,09

andel av fondets gjennomsnittlige markedsverdi.

Tabell 3-29 viser avkastningen og meravkastningen av Statens petroleumsforsikringsfond hvert år siden 1998. Den gjennomsnittlige årlige meravkastningen i perioden på 0,07 prosentpoeng tilsvarer 78,8 millioner kroner.

3.3.3 Risiko

Markedsrisiko

Olje- og energidepartementets retningslinjer fastsetter en grense for markedsrisikoen 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 2007 ligget innenfor den øvre grensen, jf. figur 3-22.

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 3-30 viser porteføljens modifiserte durasjon per 31. desember 2007.

Tabell 3-30: Porteføljens modifiserte durasjon fordelt på valuta per 31. desember 2007

Valuta	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen
EUR	3,84	3,92
GBP	4,11	4,08
USD	4,06	3,97
SUM	3,95	3,96

Tabell 3-31: Porteføljen per 31. desember 2007 fordelt etter kredittvurdering

Kredittisiko basert på rating fra Moody's	Markedsverdi (millioner kroner)				Sum
	Aaa	Aa	A	Ingen rating	
Pantesikrede obligasjoner	1 107	794	-	135	2 036
Stat og statsrelaterte obligasjoner	6 459	2 044	723	354	9 580
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	7 567	2 838	723	488	11 616

Tabell 3 - 32: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering

Risiko	Grenser	Faktisk				
		31.12.06	31.3.07	30.6.07	30.9.07	31.12.07
Markedsrisiko	Maks 0,75 prosentpoeng relativ volatilitet	0,06	0,16	0,22	0,45	0,53
Renterisiko	Modifisert durasjon maks 5	3,93	4,00	4,01	3,91	3,95

Kredittisiko

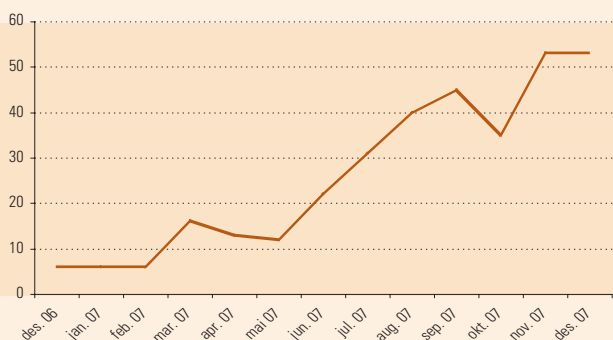
Tabell 3-31 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen basert på kredittvurderingene til Moody's. I tabellen er den detaljerte inndeling slått sammen til hovedkarakterer, for eksempel ved at Moody's Aa inneholder både Aa1, Aa2 og Aa3. Videre er statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering.

Overholdelse av forskriften

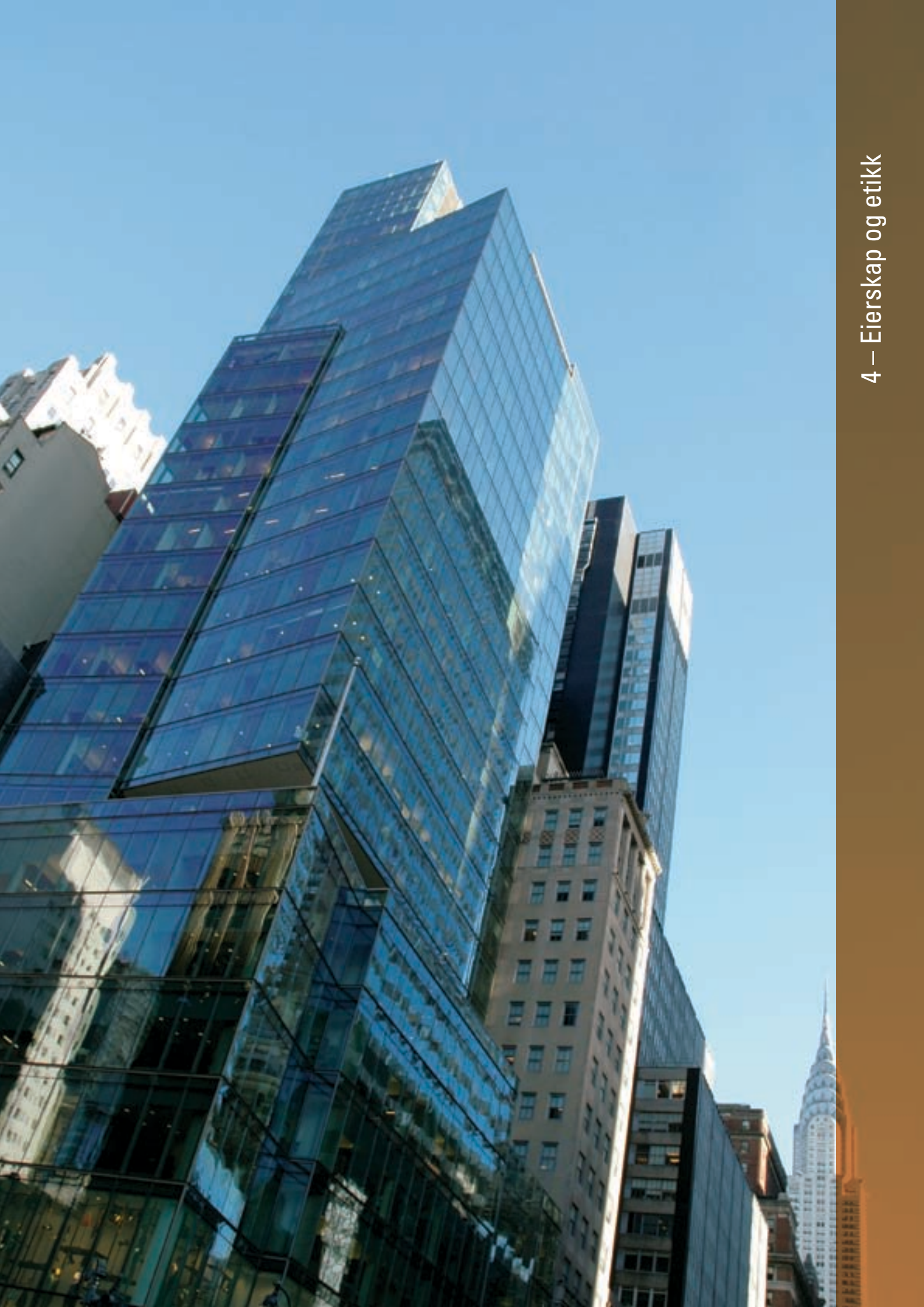
Tabell 3-32 gir en oversikt over grensene for risikoeksponering som er fastsatt i forskriften og retningslinjene, og den viser den faktiske tilpasningen av porteføljen i forhold til grensene ved slutten av kvartalet. Det var ingen brudd på departementets retningslinjer i 2007.

3.3.4 Kostnader

Forvaltningsavtalen mellom Olje- og energidepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsforsikringsfondets portefølje. For 2007 ble det fastsatt en godtgjøringssats på 0,06 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av porteføljen. Samlet for 2007 utgjorde godtgjøringen 9,2 milliarder kroner.



Figur 3-22: Forventet relativ volatilitet siste tolv måneder. Basispunkter



4.1 Utøvelse av eierskap

Eierskapsutøvelse handler om hvordan NBIM bruker de rettighetene som er knyttet til aksjene vi eier, og hvordan vi påvirker andre aktører i aksjemarkedene. Målet for eierskapsutøvelsen er, i tråd med de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland (SPU), å fremme langsiktig finansiell avkastning. Eierskapsutøvelsen utgjør en integrert og stadig voksende del av forvaltningen. Ved utgangen av 2007 var ti årsverk avsatt til eierskapsutøvelsen, mot seks i 2006.

Den lange tidshorisonen er ett av de fremste kjennetegnene ved SPU. Fondet er i praksis et reservefond for fremtiden, der grunnkapitalen ikke skal brukes opp, og der en god avkastning skal sikres for mange generasjoner fremover. Med en så lang tidshorison, kombinert med bredt plasserte investeringer i markedene, er NBIM som investor eksponert for utviklingstrekk i markedene som mer kortsiktige investorer eller investorer med en mer konsentrert portefølje normalt vil være mindre opptatt av. Dette handler både om hvordan markedene fungerer, og om spørsmål av sosial og miljømessig karakter – det vil si spørsmål som er avgjørende for markedenes fremtidige funksjonalitet og legitimitet, og som ofte sammenfattes under overskriften "etikk". På denne bakgrunnen er det naturlig at NBIM bruker sine rettigheter som aksjonær på en måte som inkluderer slike temaer, for nettopp å sikre den langsiktige inntjeningsnivåen.

NBIMs bruk av eierrettigheter utøves på en rekke forskjellige måter: ved bruk av stemmeretten, ved dialog med enkelt-selskaper, ved samarbeid med andre investorer, ved innspill til regulerende myndigheter og ved forskning og offentlig kommunikasjon. På alle disse områdene er NBIM i økende grad en aktiv aktør internasjonalt.

For ti år siden brukte de færreste investorer av NBIMs type sine eierrettigheter på en aktiv måte. Det ble ansett som lite kostnadseffektivt å bruke mye ressurser med så små eierandeler i hvert enkelt selskap. Denne holdningen har endret seg vesentlig, blant annet fordi langsiktige investorer har innsett at deres stemme

Etiske regler og eierskapsutøvelse

I 2004 fastsatte Finansdepartementet etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utland basert på beslutning i Stortinget. Norges Banks hovedstyre har vedtatt at tilsvarende regler skal gjelde for bankens egne valutareserver. 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 miljødeleggelses.

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 multi-nasjonale 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 konfliktsituasjoner, 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 om filtrering og uttrekk. Departementet gir instruks om uttrekk til Norges Bank.

Regjeringen har varslet en høring om de etiske retningslinjene i 2008. Denne høringen vil legge grunnlaget for en evaluering av de etiske retningslinjene med sikte på behandling i Stortinget i 2009. Norges Bank kommer til å delta med sine innspill i denne prosessen.

ikke nødvendigvis blir ivaretatt av andre dersom de ikke bruker den selv. Det er også vokst frem en forventning blant eierne av slike fond – i vårt tilfelle det norske folk og deres politiske representanter – om at fondsforvalterne skal vise ansvar og ivareta de finansielle verdiene på etisk forsvarlig vis. Begge disse hen-

synene reflekteres i de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland.

Likevel er det fortsatt mange investorer med en lang tidshorison og med interesse av et bedre regulert marked og mer ansvarlig styrte selskaper som bare i liten grad bruker eierrettighetene sine. NBIM ønsker i denne situasjonen å være

en ledende utøver av eierskap og utvikle strategier og satsingsområder som kan vinne tilslutning fra andre.

Norges Banks hovedstyre har fastsatt prinsipper og strategi for NBIMs arbeid med eierskapsutøvelse. I en separat tema-artikkel til denne årsrapporten gjør vi nærmere rede for tenkningen bak og aktiviteten innen to av de i alt seks satsingsområdene som Norges Bank har vedtatt for eierskapsutøvelsen: barnearbeid og barns rettigheter innenfor verdikjeden til multinasjonale selskaper, og selskapers agering overfor nasjonale og overnasjonale myndigheter i spørsmål som gjelder langsiktige miljøforandringer.

NBIM ønsker å være så åpen som mulig med sin eierskapsutøvelse. Gjennom våre årsrapporter forteller vi om prioriteringer, prinsipper, arbeidsmetoder og omfang av arbeidet, foruten stemmegivning. Fra inneværende år rapporterer vi også all stemmegivning. Det skjer ved at stemmegivningen fra året før offentliggjøres på Internett samtidig med årsrapporten (se www.nbim.no og egen ramme side 50). NBIM deltar også i den offentlige, herunder den faglige, debatten om eierskapsutøvelse internasjonalt. For å ivareta tilliten i dialogen med selskapene, og for å sikre gode og effektive prosesser, vil imidlertid engasjementer med enkeltstående normalt holdes konfidensielle. Dette er den vanlige fremgangsmåten blant institusjonelle investorer i Norge og internasjonalt, også hos offentlig eide fondsforvaltere.

4.1.1 Aktiviteter 2007

NBIM begynte å utøve eierrettigheter i den internt forvaltede aksjeporteføljen i 2003. I siste del av 2004 vedtok Hovedstyret NBIMs prinsipper for eierskapsutøvelse. Dette var blant annet foranlediget av de nylig vedtatte etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland (den gang Statens petroleumsfond). Fra 1. januar 2005 ble all stemmegivning, også for eksternt forvaltede porteføljer, overtatt av NBIM, og senere samme år ble en egen avdeling opprettet. I 2006 fastsatte hovedstyret NBIMs strategi for eierskapsutøvelse, og som en følge av

dette utvidet NBIM den direkte dialogen med selskaper i porteføljen om prioriterte temaer.

I 2007 har denne aktiviteten økt betydelig. I alt har NBIM i 2007 innledet eller videreført kontakt med 93 selskaper i porteføljen som del av eierskapsutøvelsen, primært om spørsmål knyttet til satsingsområdene og oppfølging av stemmegivningen. Det er blitt gjennomført direkte dialog med rundt 30 selskaper i form av selskapsmøter med representanter for NBIM, vanligvis med leder og/eller øvrige medlemmer av selskapenes styre eller med representanter utpekt av disse. Denne aktiviteten kommer i tillegg til den omfattende selskapskontakten som NBIMs interne og eksterne porteføljevaltere løpende har med selskapene.

Videre har NBIM brukt stemmeretten i 4 202 selskaper og stemt i 38 862 saker.

Offentlig kommunikasjon og bekjentgjøring av prinsipper

Representanter for NBIMs eierskapsarbeid har i 2007 bidratt ved en rekke konferanser og paneldebatter samt holdt foredrag i innland og utland, publisert populærvitenskapelige og faglige artikler, stilt opp i intervjuer med aviser, tidskrifter og kringkasting og på andre måter gjort kjent våre prinsipper og vår strategi.

Det skal være størst mulig åpenhet rundt rammene for arbeidet med eierskapsutøvelse, inkludert de prinsippene som følges, og prioriteringene som gjøres. Dette reflekteres i den eksterne aktiviteten. Årsrapporten for 2006, som inneholdt både rapportering av eierskapsarbeidet og to temaartikler om eierskapsutøvelsen, har vært tilgjengelig på papir og nett og er blitt brukt aktivt i den eksterne kommunikasjonen.

Når NBIM gjennom årsrapportene og i øvrig kommunikasjon med selskapene og offentligheten går åpent ut med sine satsingsområder og prioriteringer innenfor porteføljen, er dette også for å skape størst mulig grad av forutsigbarhet i eierskapsutøvelsen.

Hvorfor offentliggjør ikke NBIM også

navn på enkeltstående selskaper vi har dialog med? Her veier hensynet til åpenhet og tillit i selve dialogen tungt. De fleste selskaper mener at en dialog som samtidig er omfattet av offentlig oppmerksomhet, vil få en annen og mindre seriøs karakter enn en konfidensiell dialog. I tillegg vil selve dialogen normalt inneholde materiale som er konfidensielt, sett fra selskapets ståsted. NBIM har fra i år valgt å offentliggjøre stemmegivningen. I noen tilfeller kan det også bli aktuelt i ettertid å offentliggjøre, med selskapets navn, hva som er oppnådd i enkeltdialoger. Men vi kan ikke forvente at resultater som vi faktisk har bidratt til, blir offentliggjort av selskapene med NBIMs navn og innsats eksplisitt fremhevet.

I dialogen med selskaper legger NBIM frem sine vedtatte prinsipper for eierskapsutøvelsen og søker å skape anerkjennelse for langsiktige investorers eierinteresser generelt. Ved flere anledninger har selskapsdialoger som er initiert for å ta opp én bestemt problemstilling, ført til at også andre problemstillinger har kunnet diskuteres, basert på NBIMs prinsipper for eierskapsutøvelsen.

Stemmegivning

Stemmegivning på selskapenes generalforsamling er et viktig virkemiddel for å utøve eierskap og beskytte våre grunnleggende eierrettigheter. Stemmegivningen skjer i overensstemmelse med retningslinjene for eierskapsutøvelsen og bidrar til at NBIM kan leve opp til forpliktelsene i de etiske retningslinjene: å ivareta de økonomiske interessene til fondenes eiere, blant annet ved å bidra til en bærekraftig utvikling i økonomisk, sosial og økologisk forstand siden dette er avgjørende for den langsiktige avkastningen.

Stemmegivning er et viktig fundament for de andre aktivitetene innen eierskapsutøvelsen. For det første vil selskapskontakt utenom generalforsamlingene bli mer troverdig dersom den bygger på gjennomtenkt stemmegivning. I tillegg vil vi i arbeidet med stemmegivningen bygge opp kunnskap om det enkelte selskap,

dets virksomhet, men også om de ulike markedenes reguleringer og virkemåte.

Stemmegivningen skjer med utgangspunkt i retningslinjer som er utarbeidet i overensstemmelse med de overordnede retningslinjene for eierskapsutøvelsen.

NBIM benytter en rekke kilder for å innhente informasjon og analyser om selskaper og saker som skal opp til behandling på generalforsamlinger. Det er imidlertid viktig for NBIM å foreta en selvstendig analyse og rette ressursinnsatsen mot selskaper der porteføljene har større beholdninger, og mot kontroversielle saker, det vil si saker av sammensatt karakter som krever dypere analyse. I 2007 har NBIM stemt på totalt 4 202 generalforsamlinger, noe som utgjør 89 prosent av de møtene som er holdt blant våre porteføljeselskaper. En nærmere beskrivelse av stemmegivningen i 2007 er gitt nedenfor i kapittel 4.1.3. På NBIMs hjemmesider (www.nbim.no) finnes altså informasjon om all stemmegivning for 2007. Her finnes også retningslinjene som ligger til grunn for stemmegivningen.

Kontakt med selskaper

I 2007 har NBIM kontaktet over 90 selskaper som ledd i eierskapsutøvelsen. Dette kommer i tillegg til de møtene som porteføljeformulere – interne og eksterne – jevnlig har med selskapene, og den kontakten som NBIM har med selskapene gjennom stemmegivning. Majoriteten av selskapskontaktene har vært innenfor de seks satsingsområdene som er spesifisert i strategien. I det følgende skal vi beskrive generelle trekk ved selskapskontakten. Mer spesifikk informasjon om de enkelte satsingsområdene følger nedenfor.

Med et så stort antall aksjeinvesteringer som NBIM har, er det nødvendig å ha klare kriterier og systemer for utvelgelse av hvilke selskaper NBIM skal gå inn i dialog med. Selskaper plukkes ut enten på bakgrunn av analyse initiert av NBIM, eksterne hendelser eller saker som kommer opp på generalforsamlingene.

Satsingsområdene som er vedtatt i strategien for 2007–2010, er utgangs-

punktet for analysen som NBIM selv foretar. I tillegg spiller markedsverdien på selskapet og størrelsen på fondets eierandel i selskapet en rolle. De ytterligere utvalgsriteriene avhenger av relevans for de ulike satsingsområdene, men generelt kan man si at det tas hensyn til finansielle nøkkeltall, markedsfaktorer og sektoravhengige faktorer. Også saker utenfor satsingsområdene blir tatt opp av NBIM i selskapskontakten, blant annet som oppfølging av saker på generalforsamlinger i selskapene.

I noen tilfeller tar NBIM kontakt med et selskap etter for eksempel et nyhetsoppslag eller etter at vi på annen måte er blitt gjort oppmerksomme på en spesiell hendelse i forbindelse med et selskaps virksomhet. Det kan for eksempel være en oppkjøpssituasjon eller avsløringer om barnearbeid i selskapets leverandørkjede. I slike tilfeller kan NBIM kontakte selskapet for å ytre sin mening, med den hensikt å forsøke å påvirke selskapet i ønsket retning eller be om informasjon om hvordan selskapet håndterer den spesifikke hendelsen.

Stemmegivningen fungerer også som utgangspunkt for selskapskontakt. NBIMs målsetting er å stemme på generalforsamlingene i flest mulig av porteføljeselskapene. Saker til avstemning som faller inn under NBIMs satsingsområder, blir ofte fulgt opp gjennom direkte kontakt med selskapet, særlig i de tilfellene der et relevant forslag fikk relativt stor oppslutning blant aksjonærene, men der vi samtidig ikke kan se at selskapet har fulgt opp. I spesielt viktige saker kan NBIM også ta kontakt med selskapet før avstemningen for å ytre vårt syn på saken.

Når NBIM har identifisert et selskap vi ønsker å påvirke, utarbeides en handlingsplan som blant annet definerer målet med dialogen, tidsplan, hvilke ressurser som skal settes av, osv. Denne planen kan endres underveis, men fungerer som grunnlag for evalueringen av den enkelte dialog.

NBIM vil i sin kontakt med selskapene i hovedsak kommunisere med selskapets styre, og da først og fremst styrets leder.

Styremedlemmene er aksjonærenes representanter og er de som eierne kan holde ansvarlige. NBIM vil imidlertid kontakte selskapsadministrasjonen, som regel aksjonærkontaktene, dersom henvendelsen gjelder ren informasjonsinnhenting, eller dersom styret henviser oss til videre samtaler med representanter for ledelsen i selskapet. Stort sett opplever NBIM å få tilgang til styremedlemmene og få i stand møter med sentrale personer i selskapene. Det er imidlertid forskjeller mellom de ulike markedene og selskapskulturene når det gjelder villigheten til dialog med aksjonærene. Generelt kan man si at det er lettere å få til en dialog med selskaper med virksomhet i land som har markedsreguleringer med krav til åpenhet og rapportering, og selskaper som har tradisjon for å kommunisere med sine eiere.

Utøvelse av eierskap og påvirkning av selskaper kan være lange prosesser som strekker seg over flere år. Hver dialog vil normalt være ressurskrevende og forde inngående kunnskap om selskapet og sektoren, gjerne også om markedet eller markedene de opererer i.

I vår kommunikasjon med selskapene legger vi vekt på at NBIM er en langsiktig investor som bruker eierskapsutøvelse som et instrument til å sikre og bygge finansielle verdier ved å bidra til god selskapsstyring og høye etiske, samfunnsmessige og miljømessige standarder i selskapene. NBIM har med sin langsiktige horisont, og i lys av strategien for inneværende fireårsperiode, mulighet til å være utholdende i sitt arbeid og i prosessene med å påvirke selskapene. Det er en viktig forutsetning for å få gjennomslag.

NBIM søker å opptre gjennomtenkt og forutsigbart som eier. Dette er viktig for at både NBIMs porteføljeselskaper og andre investorer skal kunne ha tillit til eierskapsutøvelsen. For NBIM er det derfor også viktig å kunne vise til resultatene som eierskapsutøvelsen frembringer. Med den type store og ofte komplekse saker som NBIM prioriterer, vil det kunne ta flere år før disse tydelig kan avleses. Likevel kan det, allerede på

Eksempler på NBIMs eierskapsdialog i 2007

Her følger noen eksempler på den type dialoger NBIM har hatt om eierskaps-spørsmål med selskaper i 2007. Mange av disse dialogene vil gå over flere år, og det er i de fleste tilfeller for tidlig å trekke endelige konklusjoner om hva slags resultater som kan oppnås. Likevel er det mulig å avlese både bevegelse og konkrete resultater i flere av dialogene.

- Et multinasjonalt selskap, som er et av verdens største innen sin sektor, og som tidligere ikke har rapportert om risikoen for barnearbeid, rapporterer nå om hvilke tiltak selskapet har iverksatt for å oppdage og hindre barnearbeid hos sine leverandører, og viser kvantitativt forekomsten av barnearbeid over flere år. Selskapet uttrykker at dialogen med NBIM har vært viktig for prioriteringen av spørsmålet i selskapet.
- NBIM har i dialogen med et multinasjonalt selskap oppfordret selskapets ledelse til å kvalitetssikre sine prosesser mot barnearbeid, og å sikre lokal oppfølging av barn som tas ut av arbeid. NBIM har fått rapportering fra selskapet om hvordan disse tiltakene er satt i verk, og har hatt dialog med selskapets representanter i noen av de områdene der risikoen for brudd på barns rettigheter er størst.
- NBIM hadde møte med et latinamerikansk selskap med høy risiko for barnearbeid i leverandørkjeden. I dialogen ba NBIM blant annet om at selskapet sluttet seg til Global Compact. Kort tid etter orienterte selskapet om at det hadde undertegnet Global Compact. Et annet selskap NBIM har hatt en lignende dialog med, har opplyst at de vurderer tilslutning til Global Compact og økt transparens rundt sin overvåking av barnearbeid.
- Under et møte med et nordamerikansk energiselskap spurte NBIM om selskapet ville revurdere praksisen med lange, overlappende valgperioder for styremedlemmer (såkalt "staggered board"), noe som kan svekke aksjonærinnyflytelsen og hindre oppkjøp. Representanten for selskapet forsvarte ordningen, men sa også at det hadde vært ulike meninger i styret. Seks måneder senere kunngjorde selskapet at ordningen avsluttes, og at det heretter blir årlig valg på alle styremedlemmer.
- Et større teknologiselskap tok kontakt med NBIM etter at NBIM og andre aksjonærer hadde nedstemt avlønningsspakken til toppledelsen. Etter diskusjonene fremmet selskapet en ny avlønningssordning som krever større innsats før det blir uttelling, og som er bedre forbundet med resultatutviklingen i selskapet. NBIM har fortsatt dialogen med selskapet med tanke på selskapets fremtidige avlønningssplaner.
- NBIM besøkte et stort multinasjonalt energiselskap for å be om at selskapet avslutter ordningene med stemmerettstak og doble stemmeretter for langvarige aksjonærer, etter at forskjellsbehandlingen hadde møtt motbør på generalforsamlingen. Selskapet har erkjent problemet og opplyst at det har igangsatt en vurdering av ordningens fremtid.
- Styret i et telekommunikasjons-selskap forlenget etter en internasjonal fusjon ett av de opprinnelige selskapenes ordning med stemmerettstak, som kan fungere som vern mot uvennlige ("fiendtlige") oppkjøp. NBIM var en del av en investorbevegelse som ved generalforsamlingen fikk selskapet til å likebehandle aksjonærer.
- NBIM besøkte styrelederen hos en større strømprodusent, i selskapets hovedkontor, for diskusjoner om blant annet utviklingen av klimarelatert lovgivning. Styreformannen, som også er konsernsjef og i aktiv kontakt med lovgivere, kom senere til Oslo på eget initiativ for å fortsette diskusjonene med NBIMs ledelse. Dialogen fortsetter. Dette utgjør 1 av rundt 20 pågående dialoger om klimarelatert lovgivning.
- Styreformannen i et familiekontrollert kosmetikk-selskap mottok NBIM til samtaler om styresammensetning, transparens og andre tiltak for bedre beskyttelse av mindretallsaksjonærs interesser. Styreformannen hadde ikke tidligere hatt kontakt med internasjonale institusjonelle investorer om slike spørsmål, og opplyste at styret kort tid før møtet for første gang hadde nedsatt en valgkomité. Samtalen fortsetter i 2008.

dette relativt tidlige stadium i NBIMs eierskapsutøvelse, vises til betydelig fremdrift i flere av dialogene. En egen faktaboks gir eksempler på dette.

Kontakt og samarbeid med andre investorer

Mange store, internasjonalt diversifiserte investorer har sammenfallende syn på sentrale prinsipper for god praksis i

selskapsstyring. Slike oppfatninger uttrykkes blant annet i utformingen av lokale og internasjonale retningslinjer, som for eksempel OECDs retningslinjer for corporate governance. Det er imidler-

tid ressurskrevende med eieraktiviteter for å videreutvikle markedsstandarder og følge disse opp overfor porteføljeselskaper. Kostnadene faller på de investorene som utfører aktivitetene, mens resultatene som oppnås, vil komme alle aksjonærene til gode. Selv om NBIM har som mål å være ledende innen corporate governance og er villig til å opptre alene og ta egne initiativer når det er nødvendig, ser NBIM det som viktig å trekke med seg flere investorer i dette arbeidet der det er hensiktsmessig.

Brede globale og regionale nettverk representerer plattformer for kontakt-skapning, utveksling av synspunkter, kunnskapsspredning og formulering av representative synspunkter overfor regulerende myndigheter, andre standardsettere i markedene og selskapene selv.

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 eier-medvirkning 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. NBIM deltok blant annet på ICGNs årsmøte i juli og presenterte sitt arbeid, herunder satsingsområdet om barns rettigheter og barnearbeid, i ICGNs årbok som ble utgitt til årsmøtet. NBIM har videre deltatt i forberedelsene til et europeisk ICGN-møte i Sverige i mars 2008.

I 2007 deltok NBIM i Council of Institutional Investors (CII), et forum for eierstyring som består 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 var i 2007 også engasjert i mer

uformell nettverksbygging blant større, globalt diversifiserte investorer. NBIM har sammen med de store nederlandske pensjonsfondene ABP og PGGM og britiske Hermes avgitt felles uttalelser til det amerikanske verdipapirtilsynet (SEC) om investorers muligheter til å påvirke valg og utskifting av styremedlemmer i amerikanske bedrifter. Fondene har også skrevet til EU-kommisjonen med sikte på å sikre at en naturlig grad av kommunikasjon og samarbeid mellom vår type investorer i oppfølgingen av selskaper ikke rammes utilsiktet av gruppebestemmelser i verdipapirreguleringen i europeiske land. I begge tilfeller ble henvendelsene positivt mottatt, og arbeidet med disse sakene kommer for NBIMs del til å fortsette i 2008, selv om investorinitiativet i USA har lidd et foreløpig nederlag på grunn SECs beslutning i november 2007 om foreløpig ikke å vedta endringer i gjeldende regelverk. (Se også nedenfor.)

Sammen med en gruppe investorer har NBIM videre deltatt i diskusjoner om lovforslag som regulerer kommunikasjon mellom investorer og selskaper i Tyskland.

I oktober var NBIM medarrangør av et internasjonalt rundebordsmøte med store fond og forvaltningsorganisasjoner avholdt ved corporate governance-senteret ved Tuck School of Business i New Hampshire, USA.

NBIM er underskriver av, og var med på å utforme, de FN-initierte "Principles for Responsible Investment" (PRI). PRI tar utgangspunkt i at naturmiljø, sosiale forhold og selskapsstyring kan innvirke på fondenes avkastning. 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 har presentert og drøftet prinsippene på flere møter med store institusjonelle investorer og legger dem til grunn for sin eierskapsutøvelse og samhandling med andre investorer.

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 uttalelsen som heter "Investors' Statement on Transparency in the Extractives Sector". Initiativet tar til orde for at det er i porteføljeselskapenes egen interesse å operere i et forretningsklima preget av stabilitet, åpenhet og respekt for loven.

4.1.2 Nærmere om satsingsområdene

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 har blant annet vært: 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 og potensial for samarbeid med andre investorer slik at sannsynligheten for gjennomslag øker. Satsingsområdene ble diskutert i egen temaartikkel ("Satsingsområder for eierskapsutøvelsen: selskapsstyring, barn og miljø") i årsrapporten for 2006. En nøyere redegjørelse for sider ved de sosiale og miljømessige satsingsområdene finnes i en egen temaartikkel som publiseres som en del av denne årsrapporten.

NBIM foretar en fortløpende evaluering av arbeidet med satsingsområdene. Dette gjør vi for å sikre oss at det oppnås tilfredsstillende resultater, samtidig som det utgjør grunnlaget for en vurdering av hvorvidt det bør trekkes fra eller legges til satsingsområder.

Eierskapsrettigheter

Fire av satsingsområdene omfatter temaer som generelt er relatert til eierskapsrettigheter, eller "corporate governance":

- 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

Samtidig som disse rettighetene i varierende grad blir hindret eller er svakt utviklet i flere markeder, blant annet i Europa og i USA, er de helt nødvendige for å oppnå reell innflytelse og dialog med selskapene. De utgjør også en forutsetning for arbeidet med sosiale og miljørelaterte spørsmål. Det er derfor unaturlig å se disse spørsmålene som atskilt fra hverandre.

Innenfor de fire satsingsområdene for eierskapsrettigheter har NBIM i 2007 innledet eller videreført kontakt med rundt 15 selskaper i Danmark, Frankrike, Japan, Nederland, Sverige og USA.

Retten til å stemme

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.

NBIMs stemmegivning skjer i stor grad gjennom fullmakt ("proxy") gitt til en representant som møter på generalforsamlingen og stemmer på NBIMs vegne. Majoriteten av institusjonelle investorer, spesielt når stemmegivningen skjer på tvers av landegrensler, avgir stemme gjennom slik fullmakt. I europeiske land eier utlendinger typisk 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 av 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 internasjonal stemmegivning gjennom fullmakt.

Stemmegivning på tvers av landegrensler kan derfor være ressurskrevende og i mange tilfeller vanskelig å gjennomføre. Som en del av operasjonaliseringen

av strategiområdet "Retten til å stemme" har NBIM i 2007 videreført et forskningsprosjekt som i samarbeid med Tuck School of Business ved Dartmouth College i USA ble startet på slutten av 2006. Prosjektet kartlegger aktører, markedspraksis og reguleringer som er relevante for stemmegivningen i de viktigste markedene der NBIM har investeringer, med den hensikt å identifisere bedre metoder og praksiser for effektiv global stemmegivning. Kartleggingen er et viktig utgangspunkt for NBIMs arbeid med å sikre at stemmegivning på tvers av landegrensler blir enklere og mindre ressurskrevende, og resultatene av undersøkelser er også av betydelig relevans for andre investorer.

NBIM har deltatt i EU-kommisjonens høringsrunde om aksjonærrettigheter, som er en del av arbeidet med å fornye selskapslovgivningen i EU. Temaer som ble berørt i NBIMs svar, var blant annet krav til store selskaper om oversettelse av generalforsamlingsdokumenter, klarere regulering av mellommenns rolle i stemmegivning og behovet for en nærmere analyse av forholdet mellom aksjeutlån og stemmegivning. NBIM har også, sammen med en rekke andre institusjonelle investorer, deltatt i et initiativ overfor den svenske børskomiteen knyttet til ulik behandling av aksjer med ulik stemmerett i forbindelse med oppkjøp av selskaper. Gruppen av investorer mener børskomiteen må endre reguleringen slik at aksjer med ulik stemmerett ikke forskjellsbehandles med hensyn til pris så lenge de har samme krav på underliggende verdier i selskapet.

Det er en vanlig oppfatning at aksjonærenes stemmerett bør være proporsjonal med den kapitalen de risikerer i selskapet. Gjennom våre prinsipper, stemmegivning, kontakt med enkelt-selskaper og regulerende myndigheter og øvrig eierskapsutøvelse oppmuntrer NBIM til at hver aksje får én stemme. I USA følger de fleste børsnoterte selskaper prinsippet om "én aksje – én stemme". I store deler av Europa er det imidlertid ikke slik. En

studie foretatt av EU-kommisjonen viser at mer enn 40 prosent av selskapene innen EU har én eller flere såkalte "kontrollfremmende mekanismer" og dermed avviker fra prinsippet om én aksje – én stemme.¹ I 2007 har NBIM, både gjennom stemmegivning og gjennom direkte selskapskontakt, arbeidet for å redusere selskapers bruk av strukturer som begrenser stemmeretten. Svært mange selskaper i Frankrike, Sverige og Nederland opererer med flere aksjeklasser med ulik stemmerett, noe som skaper en vridning i forholdet mellom finansielt eierskap og stemmemakt. I 2007 har NBIM særlig tatt opp denne praksisen med enkelte franske og nederlandske selskaper, både gjennom å støtte aksjonærforslag om å fjerne denne praksisen og gjennom å skrive brev og ha møter med selskaper. NBIM har i tillegg tatt kontakt med de franske selskapene i porteføljen som fremdeles har en maksimumsgrense for stemmerett, det vil si at aksjonærer ikke kan stemme over en viss grense uansett hvor mange aksjer de sitter med. 10 prosent av europeiske selskaper har en slik maksimumsgrense.

Retten til å nominere og velge styremedlemmer

Styremedlemmene skal representere aksjonærenes interesser, og derfor er det naturlig at aksjonærene skal kunne godkjenne hvem som sitter i styret. Aksjonærene kan best sikre sine interesser ved å ha reell innflytelse på hvem som representerer dem i styret. Dette er imidlertid ikke alltid tilfelle – USA og Canada utgjør eksempler på dette. I disse landene har aksjonærene i realiteten hatt liten innflytelse over hvem som representerer dem i styret, ettersom styremedlemmene stort sett er blitt valgt ved pluralitetsavstemning, kombinert med at det har vært vanskelig å foreslå alternative kandidater. 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 han eller hun ikke har støtte fra majoriteten av

¹⁾ *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, ISS Europe / European Corporate Governance Institute / Shearman & Sterling, mai 2007.

aksjonærene – i praksis holder det med én eneste stemme dersom det ikke finnes noen motkandidat (noe det som oftest ikke gjør). NBIM har over flere år støttet aksjonærforslag om å innføre majoritetsvalg, det vil si at en kandidat må oppnå støtte fra majoriteten av de avlagte stemmene på generalforsamlingen. Denne type forslag har etter hvert oppnådd stor støtte, og mange selskaper har foretatt endringer: Mer enn 2/3 av selskapene i Standard & Poor's 500-indeksen har nå reformert sin valg måte.

Den viktigste corporate governance-saken i USA i 2007 har dreid seg om hvorvidt aksjonærer skal få tilgang til å fremme egne styrekandidater. I prinsippet kan riktignok aksjonærer allerede i dag foreslå kandidater, men kostnadene forbundet med dette – økonomisk og praktisk – 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, noe som betyr at aksjonærene selv må sørge for at informasjon blir sendt ut til de andre aksjonærene. NBIM har i 2007 sammen med andre store europeiske investorer hatt dialog gjennom møter og brevveksling med lederen og medlemmer av det amerikanske verdipapirtilsynet, SEC, om viktigheten av regulering som sikrer at aksjonærer har en reell innflytelse på styrevalg i amerikanske selskaper. Det har vært understreket at mangel på denne fundamentale aksjonærrettigheten svekker tilliten NBIM og mange andre internasjonale investorer har til det amerikanske kapitalmarkedet. NBIM har også, i likhet med en del andre, store institusjonelle fond, fremmet dette synet i offentligheten. NBIM oppfatter at resultatene så langt ikke er tilfredsstillende.

Mange aksjonærforslag tar sikte på å styrke styrets uavhengighet og å gjøre styret mer ansvarlig overfor aksjonærene. I en rekke amerikanske og asiatiske selskaper har NBIM, sammen med en stor andel av de andre aksjonærene, gjennom stemmegivningen uttrykt sin bekymring for mangelen på uavhengige styremedlemmer i styrene og i styrekomiteer hvor det

er spesielt viktig at styremedlemmene er uavhengige, det vil si nominasjons-, avlønnings- og revisjonskomiteene.

Et annet viktig ledd i arbeidet med å gjøre selskapsstyret mer ansvarlig er å fjerne mekanismer mot oppkjøp. Én slik mekanisme er at ikke alle styremedlemmene er på valg hvert år, såkalte "staggered boards", noe som forhindrer eventuelle nye eiere fra å kunne kontrollere selskapet. NBIM har derfor stemt imot forslag som forhindrer årlige valg av alle styremedlemmer, samtidig som vi har støttet aksjonærforslag som ber om at alle styrekandidater stiller til årlige valg.

Retten til å handle fritt med sine aksjer

Retten til fri handel med aksjer innebærer blant annet adgangen til å selge sine aksjer i forbindelse med bud på selskapet eller gradvise oppkjøp av kontrollerende eierposter. En slik rett er vesentlig for at eieren skal kunne virkeliggjøre høyest mulig verdi. Et bud på et selskap eller en større aksjepost vil ofte innebære at aksjeprisen stiger, som følge av at det prises inn en såkalt kontrollpremie. For markedet er selskapsovertagelser en kilde til fornyelse og forflytning av kapital inn i best mulig anvendelse. Dette kalles ofte "markedet for selskapskontroll".

Forsøk på overtagelse av selskaper kan skje av ulike grunner. Oftest er grunnen at den parten som ønsker å overta selskapet, ser muligheter for å øke verdien av selskapets eiendeler ved å endre strategier, sette virksomheten i forbindelse med annen virksomhet eller gi virksomheten en annen inndeling. Selskapsovertagelser vil kunne innebære betydelige omstillinger og tap av posisjoner for ledelsen i målselskapet og er derfor ofte omstridt. I mange markeder er det av denne grunn vanlig med forskjellige former for vern mot oppkjøp. I USA utgjør ulike former for såkalte giftpill (som gir styret en blankofullmakt til å utstede aksjer ved potensielle oppkjøpstilbud), i kombinasjon med svake aksjonærrettigheter med hensyn til styrevalg, et omfattende problem for minoritetsinvestorer. I en rekke europeiske land er selskapsovertagelse van-

skeliggjort gjennom eierstruktur, ofte kombinert med svakheter i selskapsstyringen.

Ettersom markedet for selskapskontroll kan være en drivkraft for verdiskapning, vil NBIM som regel være kritisk til eksplisitte og implisitte oppkjøpsvern. Som et minimum bør slike ordninger godkjennes av aksjonærene. Kostnadene som kontrollmekanismer representerer, er ikke i utgangspunktet synlige. Den fremste kostnaden er knyttet til fraværet av oppkjøpsforsøk som ville ha funnet sted i et mer uhindret marked. Men oppkjøpsvern kan også innebære at styrets motivasjon kommer i utakt med verdiskapningsmandatet fra aksjonærene.

NBIMs ønske om at markedet for selskapskontroll skal fungere, betyr at det er hver enkelt aksjonær som skal gjøre seg opp en mening om hvorvidt et oppkjøpsbud er fordelaktig. Når oppkjøps-situasjoner foreligger, vurderer NBIM det enkelte tilbud og tar hensyn til at ikke alle oppkjøp viser seg å være verdiskapende for det oppkjøpende selskapet.

Når selskaper foreslår innført ordninger som representerer oppkjøpsvern, stemmer NBIM som regel imot dette, med mindre det er godtgjort at ordningen i det aktuelle tilfellet vil være til det beste for aksjonærene. NBIM har som regel stemt imot forslag om videreføring av eksisterende oppkjøpsvern, både eksplisitte, som giftpill, og mer implisitte former for oppkjøpsvern. I direkte selskapsdialoger har NBIM tatt opp forhold i selskapets styringssystem som enkeltvis eller i sum bidrar til å gjøre oppkjøp vanskelig eller umulig. Lange og delvis overlappende valgperioder for styremedlemmer ("staggered boards"/"entrenched boards"), stemmerettsforskjeller, ulik praktisk tilgang til bruk av stemmeretten, dominerende aksjonærer, styresammenheng og manglende transparens kan utgjøre aspekter av en styringsstruktur som i sum begrenser muligheten for at oppkjøpsforsøk kan gå igjennom.

Retten til åpen og rettidig informasjon

Aksjonærer er avhengige av god informasjon om porteføljeselskapenes virk-

somhet for å kunne utøve sine eierrettigheter. Ikke minst er det viktig at alle aksjonærer får tilstrekkelig og tidsriktig informasjon i forkant av generalforsamlingene for å kunne ta stilling til de sakene som tas opp, og selskapenes periodiske resultatrapportering må være av høy kvalitet.

NBIM arbeider for at selskapene gir aksjonærene tilstrekkelig informasjon som klart kommuniserer hvilke strategier selskapet arbeider etter, og hvilke konsekvenser disse strategiene kan forventes å ha. Selskapet skal gi relevant informasjon om hvordan deres virksomhet påvirker sosiale og miljømessige forhold, og hvilken innvirkning denne type spørsmål har på selskapet. I tillegg bør aksjonærer ha mulighet til å kommunisere med styremedlemmene, som er aksjonærenes representanter i selskapet. Selskapene bør ha prosedyrer for hvordan aksjonærer kan fremme sine synspunkter overfor styret.

NBIM støttet i 2007 mer enn 60 aksjonærforslag i saker relatert til åpen og rettidig informasjon. Som regel vil NBIM stemme imot saker fremmet av selskapet dersom informasjonen fra selskapet åpenbart er utilstrekkelig og vi dermed ikke har gode nok opplysninger til å ta stilling til forslaget.

Et annet eksempel var da NBIM stemte imot et forslag til langsiktig avlønningssystem på generalforsamlingen til et stort teknologiselskap på grunn av mangelfull informasjon om målene og kriteriene som skulle ligge til grunn for utregningen av lønningene. Forslaget til program ble ikke vedtatt, og vi gikk i kjølvannet av dette inn i en dialog med selskapet. NBIM og de andre aksjonærene fikk mer informasjon om detaljene i avlønningssystemet, og en del justeringer av selve programmet ble foretatt slik at det til slutt kunne godkjennes på en ekstraordinær generalforsamling. NBIM og selskapet har fortsatt dialog om evaluering og videreutvikling av avlønningssystemet i selskapet.

NBIM støttet i overkant av 30 saker som omhandlet rapportering knyttet til bærekraft, bedrifters samfunnsansvar og

selskapers støtte til politiske og veldedige formål. NBIM legger særlig vekt på viktigheten av at selskapene offentliggjør opplysninger rundt selskapets forretningsdrift, dets strategi innenfor sosiale og miljømessige spørsmål der dette er relevant, de eventuelle tiltakene som er igangsatt, og resultater som er oppnådd, hvordan selskapet håndterer forholdet til arbeidstakere og andre som påvirkes direkte av selskapets virksomhet, og selskapets systemer for risikohåndtering og etterleving av lover og forskrifter. (Mer detaljert informasjon om stemmegivningen finnes i kapittel 4.1.3.)

Utover dette utgjør kravet til åpen og lett tilgjengelig informasjon en sentral del av de aller fleste selskapsdialogene som omhandler sosiale forhold. Vi oppfordrer selskapene til å klargjøre sine prinsipper, fortelle om sine særlige utfordringer, redegjøre for ressursene de setter av, offentliggjøre kontrollmekanismer og andre tiltak som er innført, og resultatene av disse.

Sosiale og miljømessige forhold

Gjennom stemmegivning og kommunikasjon rundt prinsippene for eierskapsutøvelse berører NBIM hvert år mange saker relatert til et bredt spekter av sosiale og miljømessige spørsmål som antas å ha relevans for langsiktig finansiell avkastning. NBIM har samtidig valgt å gå særlig i dybden på noen områder. Foreløpig er to slike satsingsområder utpekt. Disse er også beskrevet i en separat temaartikkel til denne årsrapporten, der vi går mer i dybden på sider ved arbeidet.

Tre ganger i 2007 hadde NBIMs ledelse og eierskapsgruppe orienteringsmøte med noen av de frivillige organisasjonene i Norge som har vist størst interesse for NBIMs arbeid, særlig på det sosiale og miljømessige området. Her har NBIM orientert om arbeidet med disse satsingsområdene og fått verdifulle innspill til det videre arbeidet.

Barnearbeid / barns rettigheter

Norges Bank har valgt ut barns rettigheter innen verdikjeden til multinasjo-

nale selskaper, herunder kampen mot barnearbeid, som et særlig viktig satsingsområde innenfor sosiale forhold relatert til selskapers virksomhet. Dette temaet følger av så vel NBIMs langsiktige perspektiv som investor, som av de internasjonale standarder som eierskapsutøvelsen er basert på.

I overensstemmelse med målsettingene fra 2006 har NBIM i 2007 foretatt en rekke analyser som legger grunnlaget for det videre arbeidet med dette spørsmålet, og vi har igangsatt omfattende og konkrete engasjementsprosesser. Fokus har ligget på å bygge opp kompetanse, kunnskap og metoder for å oppnå reell innflytelse og å kommunisere til enkelt-selskaper våre forventninger og krav. NBIM utvikler fortløpende målingsverktøy for å kunne styre og måle arbeidet for hver selskapsprosess.

En viktig del av arbeidet er analysen av markeder og selskaper. Det har vært gjort analyser av over 200 selskaper, med foreløpig hovedvekt på multinasjonale selskaper med virksomhet i enkelte land i Asia, Latin-Amerika og Afrika. Nye datasystemer er blitt utviklet for å systematisere selskapsinformasjonen, noe som vil gjøre det videre analysearbeidet på dette og andre områder enklere. Mesteparten av analysearbeidet er gjort av NBIMs eierskapsgruppe, men ekstern konsulenthjelp er hentet inn til en oversikt over eksempler på beste praksiser ("best practices") på dette feltet, til utviklingen av *NBIM Investor Expectations on Children's Rights* (se faktaboks) og til noe øvrig selskapsanalyse.

Det overgripende målet med eierskapsarbeidet innenfor dette satsingsområdet er å sikre fondets langsiktige finansielle interesse gjennom å påvirke selskaper som inngår i fondets portefølje, til å følge FN's Global Compact-prinsipper, OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper og andre relevante dokumenter og normer. Omdømmerisikoen, kombinert med den sementeringen av fattigdom, dårlig utdannelse, suboptimale arbeidsforhold og dårlig helse som krenkelse av barns rettigheter innebærer, gjør det naturlig for en finansiell investor

å ta utgangspunkt i de langsiktige finansielle interessene som løsningen av disse problemene representerer for porteføljen. Samtidig er dette et viktig etisk spørsmål i seg selv, noe som er stadfestet gjennom internasjonale normer og konvensjoner.

På denne bakgrunn er det i selskaperenes egen interesse å vise sine investorer og omverdenen at de er i stand til å håndtere denne type spørsmål på godt vis.

Påvirkning skjer først og fremst gjennom direkte dialog med selskaper. Ved utgangen av 2007 hadde NBIM initiert eller videreført kontakt med rundt 60 selskaper om sosiale spørsmål, med hovedvekt på barnearbeid og barns rettigheter. De selskapene som utgjør målgruppen for arbeidet, er porteføljeselskaper i risikosektorer i land der barnearbeid ofte forekommer. NBIM har primært valgt å initiere dialog i de tilfeller der det helt eller delvis mangler relevant og nødvendig informasjon fra selskapenes side om hvordan man følger internasjonale konvensjoner om menneskerettigheter generelt og barns rettigheter spesielt.

I 2007 har NBIM gått inn i dypere prosesser med selskaper som er ledende på to sektorer – henholdsvis landbruk og metall – og som står overfor betydelige utfordringer når det gjelder å unngå bidrag til grovt og farlig barnearbeid og medhørende krenkelsers av barns rettigheter. Dialogen med de i alt åtte selskapene innenfor disse sektorene fortsetter inn i 2008. Alle har anerkjent viktigheten av at NBIM tar opp disse spørsmålene, og alle har forpliktet seg til en videre dialog. I flere av selskapene arbeides det med konkrete forbedringer som i beste fall vil kunne komme hele den gjeldende sektoren til gode, og som også kan ha positive følger for disse selskaperenes virksomhet i andre land. Flere av selskapene melder at de i sin rapportering for 2007 vil kunne legge frem konkrete forbedringer i måten disse spørsmålene er behandlet på. NBIM følger denne rapporteringen nøye.

For å tydeliggjøre NBIMs posisjon og forventninger innenfor feltet barns rettigheter og barnearbeid har NBIM utvi-

NBIM Investor Expectations on Children's Rights

NBIM offentliggjør sammen med denne årsrapporten (se komplett tekst på www.nbim.no) et dokument som tydeliggjør NBIMs grunnleggende forventninger som investor til selskaper som opererer i områder, eller innenfor sektorer, der faren for brudd på barns rettigheter er stor. Dokumentet er kalt *NBIM Investor Expectations on Children's Rights*.

Dokumentet er utformet slik at det kan brukes også av andre investorer som er interessert i temaet, eller som er i dialog med selskaper som er i risikosoner for å bryte barns rettigheter.

NBIM Investor Expectations on Children's Rights er utviklet i samarbeid med spesialister innenfor spørsmål om barnearbeid og andre former for mishandling av barn. Dokumentet vil være til hjelp for selskaper som ønsker å få spesifisert hva slags konkrete forventninger NBIM og likesinnede investorer har til dem på dette viktige området.

Dokumentet er delt i to hoveddeler:

Første del spesifiserer bakgrunnen for at NBIM som investor setter dette spørsmålet høyt på sin agenda, og hvorfor dette er en viktig spørsmål for langsiktige finansielle investorer generelt. Det påpekes at markedets funksjonalitet så vel som moralske legitimitet avhenger av at aktører i markedet bidrar til å bekjempe overgrep mot samfunnets svakeste medlemmer: barna. Det fremheves at dokumentets hensikt ikke er å rangere eller svarteliste selskaper, men å konkretisere de forventningene som en investor med rimelighet kan ha til selskaper som gjennom sin egen virksomhet og/eller sin verdikjede (for eksempel datterselskaper eller leverandører) står i fare for å krenke barns rettigheter.

Andre del består av fire sett med kriterier som selskaper må forventes å oppfylle. Selskapene må forventes å ha: (1) strategier og virkemidler for å unngå de verste formene for barnearbeid, slik som direkte helseskadelig arbeid, tvangsarbeid og oppsplitting av familier, (2) strategier og virkemidler for å unngå brudd på ILOs konvensjon om minimumsalderen for arbeid, som normalt er 15 år, (3) strategier og virkemidler for å forhindre at barns rettigheter krenkes, for eksempel gjennom at tilgang til medisin og rent vann hindres, og (4) styringsstrukturer som muliggjør effektive strategier og virkemidler for å forhindre brudd på barns rettigheter.

Forventningene i dokumentet er i overensstemmelse med internasjonale normer og konvensjoner som beskytter barns rettigheter, herunder ILOs konvensjoner 138 og 182 og FNs erklæring om barns rettigheter, i tillegg til grunnleggende prinsipper for god selskapsstyring.

Dokumentet er allerede tatt i bruk i konkrete selskapsdialoger, og det er presentert for andre investorer. Dokumentet vil ved behov bli revidert og tilpasset etter hvert som NBIM vinner ytterligere erfaring gjennom sine selskapsdialoger.

klet dokumentet *NBIM Investor Expectations on Children's Rights*. Dokumentet er basert på FNs konvensjon om barns rettigheter og ILOs konvensjoner om barnearbeid; disse er også innarbeidet i OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper og FNs Global Compact, som er definert som grunnlag for NBIMs eier-

skapsutøvelse. Flere eksterne eksperter er anvendt under arbeidet med *NBIM Investor Expectations on Children's Rights*. Dokumentet er allerede blitt tatt i bruk og er blitt presentert for rundt 30 relevante selskaper. NBIM er også i dialog med FN-organer som UNICEF og FNs prinsipper for ansvarlige investeringer.

ger, med sikte på videre samarbeid om å gjøre dokumentet kjent.

NBIM Investor Expectations on Children's Rights tar også opp viktigheten av transparens og åpenhet. NBIM ønsker å påvirke selskapene i porteføljen til tydeligere prestasjonsrapportering på dette og lignende områder. Særlig ber NBIM selskapene være tydeligere i sine risikoanalyser, problemer og tiltak i leverandørkjeden og ettersyn og revisjon av arbeidet med barnearbeid og barns rettigheter. Dokumentet publiseres på NBIMs nettsider samtidig med utgivelsen av denne årsrapporten, og det er også omtalt i egen faktaboks samt i den separate temaartikkelen i denne årsrapporten om de sosiale og miljømessige satsingsområdene.

NBIM utøver også eierstyring og påvirkning gjennom stemmeretten. I løpet av året stemte NBIM i rundt 60 saker som ble fremmet innenfor kategorien sosiale spørsmål. I de fleste tilfellene gjaldt dette krav om forbedret rapportering og økt transparens fra selskapets side når det gjelder sosialt ansvar og beskyttelse av grunnleggende menneskerettigheter. Mot slutten av året, og inn i begynnelsen av året etter, plukkes enkelte selskaper ut for særlig oppfølging frem mot neste generalforsamling. I 2007 ble ti selskaper plukket ut for direkte selskapsdialog, som oppfølging av konkrete saker på generalforsamlingene.

I lys av den forverrede situasjonen i Burma/Myanmar høsten 2007 plukket NBIM ut ti selskaper i porteføljen for å stille spørsmål om deres aktivitet i landet. Den spente situasjonen innebærer en betydelig omdømmemessig og påfølgende finansiell risiko for selskaper som har aktivitet der. Selskaper som antas å planlegge eller gjennomføre omfattende infrastrukturprosjekter, følges opp av Etikkrådet, siden man fra Etikkrådets side har tolket retningslinjene dit hen at slik aktivitet vil kvalifisere for uttrekk fra porteføljen. (Se uttalelse fra Etikkrådet datert oktober 2007, www.etikkradet.no.) Selskaper som enten har mindre omfattende aktivitet i Burma, eller som følger opp tidligere investeringer og pro-

sjekter, kan imidlertid også stå i fare for å medvirke til menneskerettsbrudd eller utsette seg for annen type risiko. I dette inngår også negativ påvirkning av barns oppvekstvilkår og barnearbeid. NBIM har derfor lagt opp til dialog med disse selskapene for å sikre at vi har best mulig informasjon om situasjonen og kan oppfordre selskapene til bedre tiltak og rapportering.

NBIM samarbeider også med andre investorer. Innenfor rammene av prosjektet "Iron & Steel Engagement" har NBIM sammen med et titalls andre internasjonale investorer innledet dialog med 15 selskaper, som i sin leverandørkjede har kobling til kull- og råjernsproduksjon i Latin-Amerika, om slavelignende forhold ved enkelte slike anlegg. Også her kan barnearbeid i flere av tilfellene være en reell risiko.

NBIM har i 2007 arbeidet med kartlegging og systematisering av beste praksiser i selskapers håndtering av barns rettigheter og barnearbeid. Dette materialet vil bli brukt systematisk i videre dialoger med selskaper.

NBIM har hatt møter med diverse interesseorganisasjoner og frivillige organisasjoner i 2007. NBIM har også hatt møter med en gruppe spesialister på barns rettigheter og barnearbeid fra organisasjoner og forskning og har videre etablert samarbeid med UNICEF, FNs Global Compact og andre FN-organer for å sikre god oppfølging av – og godt nettverk rundt – initiativene.

Lobbying og miljø

Som ett av de særlige satsingsområdene har NBIM plukket ut selskapers agering overfor nasjonale og overnasjonale myndigheter i spørsmål relatert til langsiktige miljøforandringer. Hovedvekten i 2007 har ligget på klimaspørsmål.

Bakgrunnen for NBIMs engasjement ligger i vår posisjon som en global investor med langsiktig tidshorison. NBIMs portefølje er eksponert mot globale trender, også miljømessige. Fondets langsiktige inntjening er derfor avhengig av en bærekraftig utvikling, slik også de etiske retningslinjene legger til grunn. De kost-

nadene som kan følge av alvorlige klimaforandringer, vil også kunne medføre betydelige kostnader for porteføljen. I forskningen er det en fremvoksende konsensus om at tiltak for å begrense klimaforandringene i dag vil være langt mer kostnadseffektive enn forsøk på å bøte på skadevirkningene når de for alvor er inntrådt om noen tiår. NBIMs analyse er også basert på en fremvoksende oppfatning innenfor flere sektorer og industrier om at det er behov for større sikkerhet rundt fremtidig lovgivning og rammevilkår.

I 2007 har NBIM fulgt nøye den pågående globale diskusjonen om klimaforandringer, som diskusjonen om "post-Kyoto-regulering", lovgivningsprosessen i USA, videreutviklingen av klimavotesystemet i EU og den seneste forskningen, herunder den fjerde FN-rapporten om klima fra IPCC (FNs klimapanel). NBIM har hatt jevnlig møter med fremtredende forskningskompetanse på området.

NBIM analyserte i utgangspunktet over 100 selskaper i porteføljen for å identifisere de selskapene som er mest aktive i myndighetskontakt (lobbying) på klimaområdet. Vi har initiert kontakt med 24 selskaper. Disse er blitt valgt ut fordi de vil bli påvirket av fremtidig klimalovgivning, og fordi deres stillingtagen vil være med på å påvirke utformingen av slik lovgivning. NBIMs grunnleggende budskap til selskapene er at deres myndighetskontakt naturlig bør stemme overens med en bred, langsiktig investorinteresse i effektiv klimalovgivning. Selskapene hører hovedsakelig hjemme innenfor energi- og transportsektorene.

NBIM har gjennom disse selskapsdialogene fått en bedre forståelse av selskapenes strategi og deres syn på nåværende og fremtidig klimalovgivning. Diskusjonene har vært sentrert rundt risiko og muligheter for selskapene knyttet til forskjellige former for lovgivning og teknologiutvikling. NBIM anser selve myndighetskontakten for å være fullt ut legitim i et demokratisk samfunn. Men en dypere dialog fra

investorenes side med de øverste nivåene i selskapene er med på å sikre at selskapene lytter til sine eiere når de, ofte på meget effektivt vis, påvirker lovgivning.

Vi er så langt tilfreds med våre dialoger og med reaksjonene fra selskapsledelsene. Inntrykkene fra før dialogene ble satt i gang, er blitt bekreftet. Både i Europa og i USA domineres infrastrukturen innen energiforsyning av fossile brennstoffer, og de respektive industriene spiller en aktiv rolle i å påvirke lovgivningsprosessene. Finansielle overveielser knyttet til inntjening på kort til mellomlang sikt kommer jevnlig i konflikt med mer langsiktige finansielle vurderinger. Vi ser også at klimadebatten i mange land, ikke minst i USA, er nært knyttet til en debatt om den strategiske, nasjonale energiforsyningen.

Det er i NBIMs porteføljeinteresse at de verste scenariene for klimaforandringer unngås, og dette utgjør et viktig premiss for all vår selskapsdialog på dette feltet. Samtidig er det i NBIMs interesse at myndighetene i de enkelte landene, også gjennom internasjonalt samarbeid, velger de mest kostnadseffektive løsningene, som på lang sikt tjener vår porteføljes inntjening og bærekraft.

NBIM kommer i sitt videre arbeid på dette feltet til å søke en bedret dialog mellom investorsiden, selskaper, lovgivere og forskere. Teknologiutvikling er essensielt. En god dialog, der også investorsiden spiller en rolle basert på sine langsiktige, finansielle interesser, kan bidra til å skape raskere fremdrift og støtte for de nødvendige løsningene.

NBIMs videre dialog baserer seg på at det i perioden 2008–2010 vil være en fort-

Offentliggjøring av stemmegivningen

Samtidig med at denne årsrapporten publiseres, offentliggjør NBIM stemmegivningen i de enkelte selskapene for 2007. Det er første gang dette gjøres, og det er fortsatt mange pensjonsfond og lignende fond som ikke gjør dette. NBIM vil følge denne prosedyren årlig, med offentliggjøring av stemmegivningen for året før i forbindelse med lanseringen av årsrapporten. Dataene vil være tilgjengelige på Internett, www.nbim.no.

I noen jurisdiksjoner, som USA, fremmes det en del forslag direkte fra aksjonærer. De fleste av disse kommer fra interessegrupper, frivillige organisasjoner og fagorganisasjoner. Det er verdt å minne om at det finnes tilfeller der NBIM kan dele mange av intensjonene bak et aksjonærforslag, men likevel ikke gir sin støtte til det, siden det enten er overflødig eller utdatert, eller det er utformet på en måte som ikke vil tjene NBIMs interesser i det aktuelle selskapet eller markedet.

NBIM bruker en rekke kilder for å skaffe informasjon om selskapene som bakgrunn for stemmegivningen. Vi bruker mest ressurser på de 500 største selskapene i porteføljen, fordi deres agering normalt vil ha størst betydning og innflytelse i markedet og for vår portefølje. I tillegg ser vi på spørsmål relatert til våre satsingsområder, og vi forsøker å analysere forut for stemmegivning alle saker relatert til sosiale forhold og miljø.

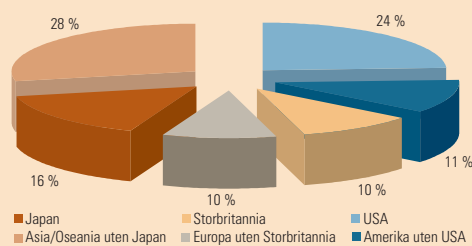
satt utvikling internasjonalt for å få til omfattende klimaløsninger, samtidig som lovgivningsprosessen i USA vil bli brakt til en konklusjon. I en slik prosess er det viktig at en investor som NBIM, med langsiktige finansielle interesser og med en global portefølje, bidrar overfor selskapene med de finansielle argumentene som støtter opp under robuste løsninger.

4.1.3 Stemmegivningen i 2007

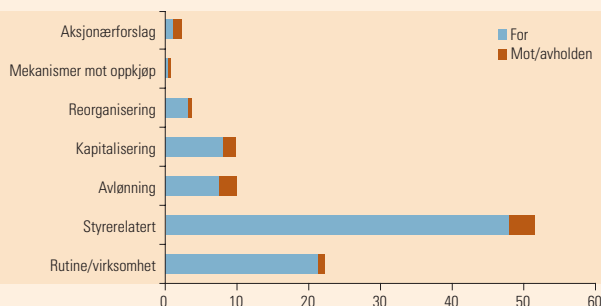
NBIMs retningslinjer for stemmegivning bygger på prinsippene for eierskapsutøvelsen som er fastsatt av hovedstyret i Norges Bank. Utgangspunktet er å sikre de langsiktige finansielle interessene til porteføljen. I samsvar med prinsippene for eierskapsutøvelse har vi i 2007 støttet

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



Figur 4-1: Regionsfordeling for stemmegivning 2007



Figur 4-2: Stemmegivning 2007 / type saker. Prosent

Tabell 4-1: Stemmegivning 2007 / antall møter

Møter/region	2007			2006	2005
	Antall	Stemt	Stemt %	Stemt %	Stemt %
Amerika	1 547	1 489	96 %	94 %	92 %
Europa	1 257	852	68 %	50 %	50 %
Asia/Oseania	1 927	1 861	97 %	86 %	85 %
Total	4 731	4 202	89 %	79 %	78 %

"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.

Tabell 4-2: Stemmegivning 2007 / mot ledelsens anbefaling

	Totalt antall saker	Mot ledelsens anbefaling	
Rutine/virksomhet	8 627	358	4 %
Styrerelatert	19 992	1 410	7 %
Avlønning	3 842	949	25 %
Kapitalisering	3 822	693	18 %
Reorganisering	1 418	163	11 %
Mekanismer mot oppkjøp	300	122	41 %
Total	38 001	3 695	100 %

- selskapet rapporterer åpent om sin policy og sine handlinger relatert til ivaretagelse av menneskerettigheter og selskapets innvirkning på miljø og lokalsamfunn

Vi gir nedenfor en nærmere beskrivelse av NBIMs stemmegivning i 2007 og viser hvordan aktiviteten er fordelt på hovedtyper av saker. Vi går blant annet inn på saker der vi har støttet aksjonærforslag og gått imot selskapsledelsens egne anbefalinger. Det normale er å støtte selskapsledelsens anbefalinger, siden selskapsledelsen må antas å kjenne driften og selskapet best. Noen ganger kan imidlertid selskapsledelsen ha andre interesser enn sine eiere, eller det kan være at de av andre grunner ikke agerer

på en måte som er i overensstemmelse med eiernes syn og interesser.

Antall møter

Tabell 4-1 gir en oversikt over antall møter der NBIM utøvde stemmeretten i 2007.

I 2007 stemte NBIM på 4 202 generalforsamlinger, noe som utgjorde 89 prosent av de møtene som ble holdt. I de europeiske markedene var stemmeandelen lavere enn i de andre regionene, men samtidig langt høyere enn i 2005 og 2006. I mange europeiske markeder har det vært praksis 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 er gått bort fra praksisen med å blokkere aksjer, og vi har derfor stemt på langt flere europeiske selskaper i 2007 enn tidligere.

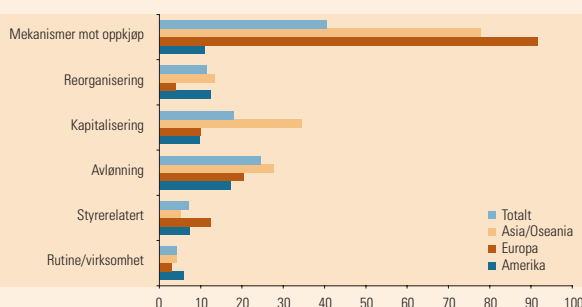
Som vist i figur 4-1 har 24 prosent av møtene vi har stemt på, vært i selskaper i USA, 20 prosent i europeiske selskaper og 16 prosent i japanske selskaper.

Antall saker

På de vel 4 200 generalforsamlingene stemte NBIM i 38 862 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. I overkant av 2 prosent av sakene vi stemte på, var aksjonærforslag. Aksjonærforslag er svært vanlige i USA, men i 2007 ser vi en økende mengde av slike forslag i enkelte europeiske land og i Japan. NBIM stemte imot 10 prosent av ledelsens forslag og støttet nær 50 prosent av aksjonærforslagene.

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

Mer enn 50 prosent av sakene var i kategorien "Styrerelatert" og knyttet til valg av styremedlemmer og styrets struktur. Litt over 20 prosent av sakene var av mer rutinemessig karakter og samlet i kategorien "Rutine/virksomhet". Disse sakene inkluderer blant annet vedtektsendringer, godkjenning av regnskap,

**Figur 4-3: Stemmegivning 2007 / mot ledelsens anbefaling i de ulike regioner. Prosent**

årsrapport og utbytte, i tillegg til godkjenning av revisorer og deres honorarer. 9 prosent av sakene var knyttet til bonuser og avlønningsplaner i form av egenkapitalinstrumenter, og disse er samlet i kategorien "Avlønning". 10 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. 2 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 3 695 saker. Vi støttet 90 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, 24 prosent var i Amerika-regionen, og 23 prosent var i Europa-regionen. Nærmere 40 prosent av de sakene der vi stemte imot ledelsens forslag, var innen kategorien "Styrerelatert", og vel en fjerdedel var knyttet til avlønning.

Figur 4-3 viser i hvilken grad vi stemte imot ledelsen i de ulike regionene for de ulike typene saker. I Amerika stemte vi imot 8 prosent av ledelsens forslag, i Europa 9 prosent og i Asia/Oseania 11 prosent. I Amerika stemte NBIM imot ledelsen i mellom 6 og 17 prosent av sakene innen alle sakskategoriene. I Europa og Asia/Oseania var NBIMs motstand mot ledelsens forslag størst i saker knyttet til mekanismer mot oppkjøp. I saker knyttet til avlønning stemte vi imot ledelsen i 25 prosent av sakene.

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

Rutine/virksomhet

NBIM stemte imot ledelsens anbefaling i 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 og Korea. Vi støttet ikke godkjenning av årsrapportering på grunn av mangel på informasjon og fordi det foreslåtte utbyttet ble ansett som for lavt sett i lys av 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 7 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 en rekke europeiske selskaper stemte vi imot styrevalg på grunn av mangelfull informasjon om kandidatene og som følge av at kandidatene skulle velges for en periode som var lengre enn hva som er praksis blant selskaper i det aktuelle markedet.

I mange amerikanske selskaper stemte NBIM imot gjenvalg av styreleder fordi denne personen også var administrerende direktør i selskapet. Vi stemte imot styremedlemmer som har sittet i styrekomité for avlønning, i selskaper der administrerende direktør fikk en betydelig lønnsøkning samtidig som selskapet over en lengre periode har vist dårlige resultater. Vi stemte også imot gjenvalg av styremedlemmer som, uten at dette er begrunnet, ikke hadde deltatt tilstrekkelig i styrets arbeid, og i noen tilfeller også imot styremedlemmer som sitter i svært mange styrer. I noen tilfeller er det stemt imot 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 25 prosent av sakene om avlønning. NBIM støttet ikke godkjenning av avlønningsplaner som ikke var knyttet til resultatoppnåelse, som tillot reprising av opsjoner, som førte til relativt stor utvanning av eierandeler for eksisterende eiere, og som ble tildelt til en pris langt under markedspris, eller 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 18 prosent av sakene om kapitalstruktur. Det er stemt imot forslag til aksjeutvidelse som ville vanne ut eksisterende aksjonærs eierandeler vesentlig, eller der utvidelsen ville skje til en svært redusert pris i forhold til markedsprisen. På generalforsamlingene til mange Hongkong-selskaper stemte vi imot aksjeutvidelse der tilbudet ble gitt til en liten gruppe aksjonærer til en svært gunstig pris. I Frankrike har vi stemt imot planer om tilbakekjøp av aksjer der tilbakekjøpene også potensielt kan skje etter at det har kommet et oppkjøpstilbud på selskapets aksjer.

Vi har 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 11 prosent av sakene om reorganisering. Vi har stemt imot foreslåtte oppkjøp fordi tilbudene har vært for dårlige finansielt sett, fordi troen på den foreslåtte strategien til det sammenslåtte selskapet har vært for liten, fordi det forelå et bedre tilbud, eller fordi det var mangelfull informasjon om de foreslåtte endringene. I mange japanske selskaper er det stemt

imot forslag om endringer i vedtektene som ville gi styret økte fullmakter til å bestemme om selskapet skulle starte opp aktiviteter på nye områder eller selge deler av virksomheten, i tillegg til en rekke andre endringer som ville gi styret økt diskresjon.

Mekanismer mot oppkjøp

NBIM stemte imot ledelsens anbefaling i 41 prosent av sakene som gjaldt mekanismer mot oppkjøp. Det er stemt imot forslag om å gi styret en blankofullmakt til å utstede aksjer ved potensielle oppkjøpstilbud, såkalte "giftpill", som gjør det mindre attraktivt å kjøpe opp et selskap. Vi stemte imot forslag om å endre selskapsvedtektene fra årlige valg av alle styremedlemmer til lengre valgperioder 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. Vi støttet ikke forslag til endringer i selskapsvedtektene som ville gi styret økte fullmakter og dermed potensielt større makt til å hindre oppkjøp.

Aksjonærforslag

Aksjonærforslagene er normalt ikke støttet av ledelsen, så en stemme for et slikt forslag er gjerne en stemme mot ledelsen. Aksjonærforslagene utgjorde 2 prosent av sakene NBIM stemte over i 2007. NBIM støttet 46 prosent av aksjonærforslagene på de generalforsamlingene vi stemte på. I 2006 støttet vi 52 prosent av aksjonærforslagene.

Aksjonærforslag er vanligst i USA, men i 2007 var det en økende mengde av slike forslag også i enkelte europeiske land og i Japan. Det var i underkant av 700 aksjonærsforslag til avstemning på generalforsamlinger i amerikanske selskaper.

Støtten som aksjonærforslag oppnår, har økt de siste årene, spesielt når det gjelder forslag om ansvarliggjøring av selskapsstyrene. Også innenfor temaer av mer sosial og miljømessig art har støtten til aksjonærforslagene økt i løpet av de siste årene. I tillegg til krav om rapportering øker antall forslag som krever

at selskapene skal innføre retningslinjer for sosialt ansvar og bærekraft.

I USA oppnådde mer enn 110 av forslagene støtte fra flertallet av aksjonærene ved avstemning. Samtidig er det også en økning i antall forslag som blir trukket tilbake etter at de er fremmet. Dette skjer ofte fordi selskaper der det er fremmet et aksjonærforslag, går i dialog med forslagsstiller og lover å foreta endringer. I USA i 2007 ble nærmere 30 prosent av fremsatte aksjonærforslag trukket tilbake.

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. 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, og at det for enkelte europeiske selskaper er fremmet forslag om bedre rapportering knyttet til selskapenes påvirkning på miljøet og samfunnet generelt.

Aksjonærforslag utgjør en uensartet gruppe, og de stilles både av store pensjonsfond og andre institusjonelle fond og av enkeltpersoner som representerer særinteresser og som eier et lite antall av selskapets aksjer. Forslagene handler i hovedsak om ivaretagelse av aksjonærrettigheter, styrets arbeid og struktur og ledelseskompensasjon, men det fremmes altså også forslag av sosial og miljømessig art. Ofte er temaene for disse forslagene svært relevante, men forslagene har i mange tilfeller en form og en type krav til selskapet som fører til at NBIM ikke støtter forslaget.

NBIM har i 2007 for eksempel stemt imot noen forslag som krevde rapportering og/eller retningslinjer for menneskerettigheter eller bærekraftig utvikling fordi forslagene enten har vært for detaljerte og omfattende og dermed ikke har representert forsvarlig bruk av selskapets ressurser, eller fordi vi mener at selskapet allerede har tiltak og rapportering som er tilstrekkelig. Vi har også stemt imot noen forslag som krevde rapportering om støtte til partipolitiske organisa-

sjoner, fordi den eksisterende rapporteringen er god nok. I andre tilfeller kan selskapets administrasjon allerede ha håndtert temaet på en mer formålstjenlig måte, eller forslaget 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 ikke banken nødvendigvis imot å ivareta de hensynene som belyses, og i mange tilfeller vil banken gjennom andre eierskapsaktiviteter og gjennom offentliggjøring av sine prinsipper kunne bidra til å ivareta disse hensynene.

Vi erfarte i 2007 en viss positiv utvikling i selskapenes respons på aksjonærs ønsker, særlig når det gjelder omfang og kvalitet av rapportering.

Et aksjonærforslag vil normalt komme fra investorer som ikke har muligheter eller ressurser til å gå i dialog med selskapets øverste ledelse, eller som spesielt ønsker å markere bestemte saker. For store institusjonelle investorer som NBIM er det vanlig å se på aksjonærforslag først og fremst som siste utvei når vanlig dialog ikke når frem. NBIM anser derfor egne forslag for å være en siste utvei. NBIM har i 2007 utredet de juridiske sidene av å fremme aksjonærforslag i forskjellige jurisdiksjoner.

Spesielle utviklingstrekk og aksjonærers påvirkning

USA

I løpet av 2007 ble det fremmet mer enn 1 100 aksjonærforslag til generalforsamlingene i amerikanske selskaper. Forslagene var knyttet både til selskapsstyring og til sosiale og miljømessige temaer. Over 300 av forslagene ble trukket tilbake, ofte som følge av at selskapene og forslagsstillerne gikk i dialog og ble enige om endringer fra selskapets side. Over halvparten av de mer enn 120 forslagene om at styremedlemmer skal velges ved majoritetsvalg ble trukket tilbake. Også nærmere halvparten av forslagene knyttet til krav om økt rapportering rundt selskapers sosiale og miljømessige forhold ble trukket tilbake. Mye av grunnen til at selskaper viser en større villighet til å ha dialog med aksjonærer og å foreta endringer kan tilskrives at aksjonærforslag over de senere årene har oppnådd en stadig større støtte på generalforsamlingene. Av de litt under 700 forslagene som til slutt kom til avstemning i 2007, oppnådde over 100 flertall.

Aksjonærers adgang til å få sine styrekandidater inkludert i agenden til generalforsamling som sendes ut av selskapet (såkalt "proxy access"), har vært det mest omdiskuterte selskapsstyringstemaet i USA i 2007, og dette er også berørt i teksten ovenfor. Det amerikanske verdipapirtilsynet, Securities and Exchange Commission (SEC), evaluerte i løpet av 2007 sine regler knyttet til aksjonærers rettigheter til å fremme forslag om styrekandidater og sendte i juli ut forslag til konkurrerende regler på høring. Det ene forslaget innebar en fullstendig eliminering av aksjonærers muligheter til å få egne styrekandidater inkludert på agendaen, mens det andre forslaget åpnet for denne muligheten gitt mer omfattende, og for en investor som NBIM utilfredsstillende, krav til

størrelse på eierskap og hvor lenge aksjonæren har holdt dette eierskapet. SEC konkluderte i november med at ingen endringer skulle foretas inntil videre, men sa samtidig at man ville komme tilbake til dette etter at selskapene hadde holdt generalforsamlinger i 2008. NBIMs kommentarbrev, skrevet sammen med de store europeiske fondsforvalterne ABP, PGGM og Hermes høsten 2007, finnes tilgjengelig på SECs hjemmesider.

I USA har det de siste årene vært fremmet et økende antall aksjonærforslag der det kreves en større åpenhet både rundt nivået på lønningene, rundt hvilke krav det stilles til resultater for at ledelsen skal få uttelling for de avtalene som er inngått, og rundt krav om at avlønningsplanene skal legges frem for generalforsamlingen årlig til rådgivende avstemning. Disse aksjonærforslagene har fått økende grad av støtte, og mange selskaper har innført endringer. Representantenes hus behandlet i april et lovforslag om at generalforsamlingen skal ha en rådgivende avstemning om toppledelsens avlønningsplan. Forslaget ble godkjent, men tilsvarende avstemning gjenstår i Senatet. Forslag om slik avstemning oppnådde flertall på generalforsamlingen til flere selskaper i 2007. Det er etablert en arbeidsgruppe som består av både investorer og selskaper som skal se på konsekvensene, det vil si kostnader og fordeler, av å implementere denne type avstemninger. Denne type avstemning er obligatorisk i Storbritannia, Australia, Sverige og Nederland.

2007 var det første året amerikanske selskaper har måttet følge de nye reglene for offentliggjøring av lederlønnninger i forbindelse med årsrapporteringen, der de blant annet på detaljert vis må forklare utgangspunktet for og imple-

menteringen av avlønningsplanene.

Også i 2007 har det vært fremmet mange aksjonærforslag som krever at styremedlemmer skal velges ved majoritetsvalg, det vil si at de må oppnå et flertall av stemmene for å bli valgt. I mange amerikanske selskaper velges styret fremdeles ved pluralitetsvalg, samtidig som det kun er adgang til å støtte kandidaten eller å stemme avholdende. Det betyr at det er mulig å bli valgt selv med kun én stemme for. Som et resultat av at aksjonærer de siste årene har fremmet forslag om at styremedlemmer skal velges ved majoritetsvalg, har stadig flere selskaper innført slik valgordning.

Europa

Aksjonærforslag er ikke så vanlige i europeiske selskaper, men det har vært et økende antall som er blitt fremmet de siste årene. Disse er i stor grad relatert til styrevalg, men det er også fremmet forslag knyttet til sosiale og miljømessige temaer.

EU-kommisjonen vedtok i 2007 et direktiv for hvordan ulike hindre for stemmegivning på tvers av landegrenser kan reduseres. Direktivet har til formål å legge til rette for at aksjonærer skal kunne delta og stemme på generalforsamlinger elektronisk og uten fysisk deltakelse. Det fastsettes også minstekrav til aksjonærers rett til å stille spørsmål og selskapets plikt til å svare på disse. Resultater fra avstemninger på generalforsamlinger skal offentliggjøres på selskapers hjemmesider. Direktivet er bindende for medlemsstatene, ikke for det enkelte selskapet. Medlemsstatene plikter å implementere direktivet i sin nasjonale rett innen 3. august 2009, og enkelte tilpasninger er gjennomført i noen land allerede i 2007.

I mai offentliggjorde EU-kommisjonen sin rapport fra studien av såkalte "kontrollforsterkende mekanismer", det vil si mekanismer som fører til at en investors rettigheter ikke er proporsjonale med den økonomiske risikoen investoren har i et selskap. Studien tok for seg nærmere 500 selskaper notert på børser i 16 EU-land og inkluderte i tillegg tilsvarende informasjon fra Australia, Japan og USA. Studien konkluderte med at denne type mekanismer er utbredt i europeiske selskaper, spesielt innen enkelte land. Studien inneholdt også en gjennomgang av akademisk litteratur på området og konkluderte med at det basert på dagens litteratur ikke er noen klar indikasjon på at slike mekanismer er verdiforringende. Den siste delen av studien var resultater fra en undersøkelse blant investorer om hvordan de vurderte denne type mekanismer. Resultatene viste at 80 prosent av investorene forventer en rabatt i prisen på aksjene til et selskap som har denne type mekanismer, sammenlignet med selskaper som ikke har det. Rabattene vil variere avhengig av type mekanisme og i hvilken grad aksjonærs rettigheter ellers er beskyttet i de enkelte landenes lovgivning.

I flere europeiske markeder har det vært en økende bekymring over at hedgefond, statlig kontrollerte utenlandske investeringsfond og andre typer "aktivistiske" investorer kjøper opp kontrollerende poster i store, strategisk viktige selskaper:

- I Nederland foreslo regjeringen å redusere flaggingsgrensen (grensen for hva slags eierandel en aksjonær eller en samordnet gruppe av aksjonærer kan ha før det kreves at de offentliggjør sin intensjon) fra 5 til 3 prosent. Forslaget var nok i stor grad påvirket av at den nederland-

ske banken ABN Amro ble sterkt kritisert av noen investorer, og banken ble kjøpt opp og splittet. Også i Sveits foreslo regulerende myndigheter å redusere flaggingsgrensen og å kreve utvidet rapportering rundt bruk av derivater for å oppnå kontroll.

- Etter at investeringsfondet til myndighetene i Dubai og en statlig kontrollert russisk bank begge kjøpte betydelige eierandeler i EADS, et fransk/tysk børsnotert fly-/våpenkonsern som blant annet produserer Airbus-flyene, har myndighetene både i Frankrike, i Nederland og på EU-nivå uttrykt sterk bekymring. Det ble reist forslag om å utstede aksjer med spesielle rettigheter (såkalte "golden shares") til myndighetene for å sikre strategisk industri og nasjonalt/europeisk eierskap. Dette kan stå i motsetning til den europeiske domstolens kjennelse fra 2002 basert på EUs regler for selskapsovertagelse om at regjeringers adgang til å etablere aksjer med spesielle rettigheter for strategiske industrier skal være begrenset.

Japan

I Japan ble det fremmet flere aksjonærforslag enn tidligere år, og generelt så man en tendens til økt aktivisme fra både japanske og internasjonale investorer. Den økte aktivismen har nok medvirket til at stadig flere selskaper innfører tiltak som skal virke hemmende på oppkjøpsforsøk. Etter nylige endringer i japansk selskapslovgivning kan selskaper kjøpes opp i form av aksjebytte. Utenlandske oppkjøp av japanske selskaper har tidligere ikke vært vanlige fordi dette har måttet skje i form av kontanter, men med den nye lovgivning-

gen har man sett en økning i oppkjøp fra utenlandske selskaper. Dette har ført til at selskaper ønsker å innføre såkalte "giftpilller". Mer enn 200 selskaper fremmet forslag om å innføre slike oppkjøpshindrende mekanismer. I flere selskaper enn tidligere år så man at denne type forslag ikke oppnådde den tilstrekkelige støtten for å bli vedtatt. Dette skjedde spesielt i selskaper med en høy grad av internasjonalt institusjonelt eierskap.

4.2 Uttrekk av selskaper

Finansdepartementets etiske retningslinjer skal fremmes gjennom bruk av tre virkemidler, jf. omtale i separat ramme i kapittel 4.1. Et av virkemidlene er eierskapsutøvelsen, som er Norges Banks ansvar og omtalt i forrige kapittel og i en egen temaartikkel. De to øvrige virkemidlene er Finansdepartementets ansvar og gjelder negativ filtrering av selskaper som er involvert i visse typer våpenproduksjon, eller ad hoc uttrekk av enkelt-selskaper som bryter grunnleggende etiske normer ved for eksempel å medvirke til alvorlig miljøskade eller ved grove krenkelser av menneskerettigheter.

Regjeringen har oppnevnt et etikkråd som gir råd til Finansdepartementet om negativ filtrering og uttrekk av selskaper. Departementet fatter endelig vedtak om uttrekk og gir instruks om dette til Norges Bank. Norges Bank har vedtatt at de selskapene som Finansdepartementet har besluttet å trekke ut fra investeringsuniverset til Statens pensjonsfond – Utland, også skal være trukket ut fra investeringene for Norges Banks valutareserver.

Finansdepartementet besluttet i 2007 å trekke ut til sammen syv selskaper fra investeringsuniverset. 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. Samlet verdi av investeringene på tidspunktet for beslutning om uttrekk i 2007 var ca. 530 millioner kroner.

Siden 2002 er det trukket ut 27 selskaper med samlet verdi i porteføljen på 10,9 milliarder kroner. Norges Bank har anslått de samlede transaksjonskostnadene ved uttrekk til 59,5 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. Tabell 4-3 gir en oversikt over alle selskaper som var utelukket per 31. desember 2007.

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

Begrunnelse	Dato	Selskap
Antipersonell-landminer	26. april 2002	Singapore Technologies Engineering Ltd., Singapore
Klasevåpen	31. august 2005	Alliant Techsystems Inc, USA General Dynamics Corporation, USA L-3 Communications Holdings Inc, USA Lockheed Martin Corporation, USA Raytheon Company, USA Thales SA, Frankrike
	30. november 2006	Poongsan Corporation, Sør-Korea
	31. desember 2007	Hanwha Corporation, Sør-Korea
Kjernevåpen	31. desember 2005	BAE Systems plc, Storbritannia Boeing Company, USA Finmeccanica SpA, Italia Honeywell International Inc, USA Northrop Grumman Corporation, USA Safran SA, Frankrike United Technologies Corporation, USA
	10. mai 2006	EADS Co, Nederland**
	31. desember 2007	GenCorp Inc, USA Serco Group plc, Storbritannia
Krenkelser av menneskerettigheter	31. mai 2006	Wal-Mart Stores Inc, USA Wal-Mart de Mexico SA, Mexico
Miljøskade	31. mai 2006	Freeport McMoRan Copper and Gold Inc, USA
	31. mars 2007	DRD Gold Ltd., Sør-Afrika
Miljøskade og krenkelser av menneskerettigheter	31. oktober 2007	Vedanta Resources plc, Storbritannia Sterlite Industries Ltd., India Madras Aluminium Company, India

* Selskapet KerrMcGee Corporation ble utelukket 31. mai 2005 fordi selskapet var involvert i Vest-Sahara. Denne aktiviteten ble avsluttet våren 2006, og selskapet (senere fusjonert med Anadarko Petroleum) ble tillatt igjen fra 30. juni 2006.

** EADS ble først utelukket 31. august 2005 fordi selskapet var involvert i produksjon av klasevåpen. EADS produserer ikke lenger klasevåpen. Imidlertid er EADS involvert 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 av Norges Bank Investment Management (NBIM), som er et eget virksomhetsområde i Norges Bank. I tillegg til dette fondet forvalter NBIM Statens petroleumsforsikringsfond på oppdrag fra Olje- og energidepartementet og det meste av Norges Banks valuta-reserver. Ved utgangen av 2007 var samlet kapital under forvaltning 2 261 milliarder kroner.

Hovedstyret har det overordnede ansvaret for virksomheten i Norges Bank. Det består av syv medlemmer, alle oppnevnt av Kongen. Sentralbanksjefen og visesentralbanksjefen er henholdsvis leder og nestleder. Representantskapet, som består av 15 medlemmer oppnevnt av Stortinget, er bankens tilsynsorgan og vedtar bankens budsjett.

Representantskapet organiserer revisjonen i Norges Bank i henhold til sentralbankloven. Sentralbankrevisjonen avgir en revisjonsberetning til representantskapet om bankens årsregnskap. Representantskapet har fra 2007 inngått en avtale med revisjonsselskapet Deloitte AS om et samarbeid med sentralbankrevisjonen om finansiell revisjon av kapitalforvaltningen. Deloitte avgir, sammen med sentralbankrevisjonen en separat revisjonsuttalelse til representantskapet om årsregnskapet for Statens pensjonsfond – Utland. I tillegg avgir sentralbankrevisjonen, i henhold til forvaltningsavtalen, bekreftelser til Finansdepartementet om NBIMs kvartals- og årsrapporter om forvaltningen av fondet.

Riksrevisjonen har ansvaret for den overordnede revisjonen av Statens pensjonsfond – Utland og bygger sitt arbeid på blant annet materialet fra sentralbankrevisjonen. Statens petroleumsforsikringsfond forvaltes og regnskapsføres av Norges Bank, men inngår ikke i Norges Banks årsregnskap. Fondet revideres av Riksrevisjonen. Sentralbankrevisjonen utfører revisjonshandlinger av årsregnskapet i henhold til avtale med Riksrevisjonen.

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, 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, målsettinger og verdier (jf. omtale i NBIMs årsrapport for 2006).

Hovedstyret opprettet i 2006 et rådgivende utvalg som støtte for sitt arbeid med kapitalforvaltningen. Bakgrunnen er utfordringene hovedstyret står overfor i utvikling og oppfølging av kapitalforvaltningen. Utvalget består av fire internasjonalt anerkjente eksperter med omfattende erfaring fra store institusjoner innen kapitalforvaltning. Utvalget hadde to møter med hovedstyret i 2007.

NBIM legger stor vekt på å styre og

kontrollere den operasjonelle risikoen i virksomheten. I 2006 ble det etablert et formelt rammeverk for styring av operasjonell risiko. Dette er forankret i hovedstyret og er nærmere omtalt i kapittel 5.2. På oppdrag fra Finansdepartementet hadde det internasjonale revisjonsfirmaet Ernst & Young i 2007 en gjennomgang av kapitalforvaltningen i Norges Bank. Den endelige rapporten fra Ernst & Young omhandler internasjonalt anerkjente prinsipper innenfor de ulike områdene for risiko- og avkastningsmåling.

I 2007 var NBIM organisert ved egne forretningsområder for henholdsvis aksje- og renteforvaltning. I tillegg hadde NBIM avdelinger som organisasjonsmessig lå utenfor og uavhengig av forretningsområdene med direkte rapportering til leder av NBIM. Disse avdelingene hadde ansvar for utøvelse av eierskap, risiko- og avkastningsmåling, kontroll med investeringsretningslinjer samt administrative fellesfunksjoner. NBIMs organisasjonskart finnes på Norges Banks nettsted (www.nbim.no).

NBIM har hovedkontor i Oslo. I 2007 fikk Norges Bank godkjenning fra de kinesiske myndighetene til å opprette et kontor i Shanghai. Kontoret ble formelt åpnet i november. Kontoret i New York ble i 2007 flyttet fra nedre Manhattan til mer sentralt på Manhattan ("Midtown"). NBIM har også kontor i London.

5.2 Operasjonell risiko

NBIM definerer operasjonell risiko som risikoen for økonomisk tap eller tap av renommé for organisasjonen eller for de forvaltede fondene, som er forårsaket av svakheter eller feil i interne prosesser og systemer, i tillegg til feil som skyldes menneskelige faktorer eller eksterne hendelser.

NBIM har i de siste årene lagt betyde-

lig vekt på arbeidet med å styre og kontrollere den operasjonelle risikoen for å kunne oppfylle målet om høy avkastning med lav operasjonell risiko.

NBIM etablerte i 2006 et rammeverk basert på COSO-prinsippene¹ for styring av operasjonell risiko. Retningslinjene er forankret i hovedstyret og ble i 2007 implementert i samtlige forretnings-

¹ COSO ("The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission") etablerte i 1992 et rammeverk for internkontroll, som nå er blitt det mest anerkjente internasjonale rammeverket på dette området. COSO 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.

områder og avdelinger i organisasjonen. Retningslinjene omhandler ansvar og roller og prinsipper og prosedyrer for identifisering, vurdering, overvåking, kontroll, reduksjon og rapportering av operasjonelle risikoer i organisasjonen.

Identifisering, styring og kontroll av operasjonelle risikoer er en tydelig og integrert del av ledelsesansvaret på alle nivåer i NBIM. Den enkelte linjeleder har det direkte ansvaret for den operasjonell risikoen innenfor sitt forretningsområde eller sin avdeling og for de områdene av organisasjonens virksomhet som er utkontraktert.

Felles rammeverk og metodikk har i 2007 bidratt til at NBIM har et helhetlig system for styring og oppfølging av operasjonell risiko. Viktige verktøy i overvåkingen av risikosituasjonen er bruk av risikoindikatorer som gir tidlige varsel-signaler om uønskede endringer i risikonivå eller effektivitet. Risikoindikatorer utarbeides for alle vesentlige risikoer.

Før NBIM setter i gang ny aktivitet, som for eksempel investering i nytt marked, nytt produkt eller ny aktivaklasse, foretar NBIM en vurdering av de operasjonelle risikofaktorene knyttet til aktiviteten for å sikre at disse er identifiserte, målbare og kontrollerbare. Tilsvarende risikovurdering blir også gjennomført ved valg av leverandør, ved omorganiseringer, endringer i IT-løsninger og etter tapshendelser eller lignende.

Et sentralt virkemiddel i den operasjonelle risikostyringen er gode krise- og beredskapsplaner. Det arbeides aktivt for kontinuerlig å forbedre disse.

Operasjonell risiko er i mindre grad kvantifiserbart i forhold til andre risikområder, men NBIM vil fremover tilstrebe økt kvantifisering for å forbedre risikostyringen og å skape et dynamisk utviklingsbilde. Fastsettelse av måltall og toleransegrenser er sentralt i dette arbeidet for å gi ledelsen effektiv oversikt over måloppnåelse.

5.3 Ansatte i NBIM

Ved årsskiftet 2007/2008 hadde NBIM i alt 178 fast ansatte i tillegg til 14 heltids engasjementer og 14 traineer. Utenom norske statsborgere hadde NBIM 48 medarbeidere fra 19 forskjellige nasjoner. I løpet av året ble det ansatt 59 nye faste medarbeidere, mens 13 sluttet. Av de fast ansatte er 26,4 prosent kvinner. Gjennomsnittsalderen ved årsskiftet 2007/2008 var 37,5 år, og gjennomsnittlig ansettelsesperiode i NBIM var

6 år. Sykefraværet var 2,1 prosent.

Den største andelen av medarbeiderne er lokalisert i Oslo, men NBIM har også kontorer i New York (20 medarbeidere), London (19 medarbeidere) og siden høsten 2007 også Shanghai (6 medarbeidere). Ved utgangen av 2007 var totalt 45 av NBIMs faste medarbeidere tilknyttet kontorene utenfor Norge. De fleste av disse utøver aktiv forvaltning av aksje- og renteinstrumenter.

5.4 Lønns- og insentivsystem

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. 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 blitt boende i London eller New York. I det utenlandske markedet for medarbeidere i kapitalforvaltning, som i det norske, 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.

Prestasjonsbasert lønn er et virkemiddel 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 rammene og oppfølgingsrutinene som settes for dem. Et insentivsystem som premierer gode resultater, påvirker viljen til å drive slik aktiv forvaltning.

Hovedstyret definerer lønns- og personalpolitikken for NBIM som et virkemiddel for å oppnå de strategiske målene for virksomheten. Vi viser også til NBIMs årsrapport for 2006, der det er en detaljert gjennomgang av prinsippene for lønns- og insentivsystemene.

Avlønning i 2007

Meravkastningen for fondene som forvaltes av NBIM, er omtalt i tidligere kapitler. Siden Statens pensjonsfond – Utland er det desidert største fondet, vil resultatet her ha størst innvirkning på de samlede lønnstallene.

Avkastningen ble i 2007 klart lavere enn målet om verdiskapning på 25 basispunkter. Dette er i hovedsak grunnet svake resultater i renteforvaltningen. Aksjeforvaltningen leverte imidlertid et

svært godt resultat for året. Prestasjonslønningene reflekterer forskjellene i den individuelle resultatoppnåelsen, som varierer svært mye for 2007.

For NBIMs investeringsavdelinger var samlet prestasjonsbasert lønn i 2007 67,7 millioner kroner. Dette tilsvarer 42 prosent av den øvre rammen som var satt av. I aksjeavdelingen ble det betalt ut 59 prosent av rammen og i renteavdelingen 13 prosent.

Figur 5-1 viser ansatte i investeringsavdelingene gruppert etter hvor stor andel av den enkeltes prestasjonslønnssamme som ble utbetalt. Figuren viser for eksempel at 46 prosent av de ansatte i investeringsavdelingene fikk utbetalt under 25 prosent av sin prestasjonslønnssamme i 2007.

System og ramme for avlønning av NBIMs leder er fastsatt av hovedstyret. Innplassering fastsettes av sentralbank-sjefen etter nærmere kriterier. Kriteriene omfatter blant annet NBIMs økonomiske resultater over de siste årene og ulike mål for kvalitet av ledelse, overholdelse av retningslinjer og ivaretagelse av tillit til NBIM, oppbygging og drift av organisasjonen og gjennomføring i forhold til handlingsplaner. NBIMs leder fikk utbetalt en lønn på 3 218 630 kroner i 2007. I tillegg fikk han andre ytelser til en samlet verdi av 12 864 kroner. Leder for NBIM er medlem av Norges Banks pensjonsordning, som er omtalt i årsberetningen fra Norges Bank.

Lønn i NBIM

Investeringsavdelingene:

Antall med prestasjonsbasert lønn:	86 ansatte
Andel av dette internforvaltning:	93 prosent

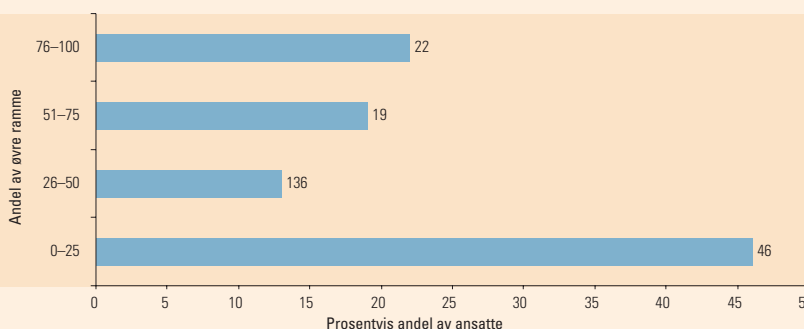
Samlet fastlønn, alle i investeringsavdelingene:	70,2 millioner kroner
Samlet prestasjonsbasert lønn, alle i investeringsavdelingene:	67,7 millioner kroner
Samlet øvre ramme for prestasjonsbasert lønn, alle i investeringsavdelingene:	159,3 millioner kroner

Prestasjonsbasert lønn i prosent av øvre p-lønnsramme, alle:	42 prosent
Prestasjonsbasert lønn i prosent av øvre p-lønnsramme, aksjer:	59 prosent
Prestasjonsbasert lønn i prosent av øvre p-lønnsramme, renter:	13 prosent

Øvrige avdelinger:*

Antall ansatte:	91
Sum fast lønn:	52,4 millioner kroner
Antall med prestasjonsbasert lønn:	67
Sum prestasjonsbasert lønn:	8,8 millioner kroner

* Omfatter ikke lønn til NBIMs leder



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



I det følgende presenteres regnskapsinformasjon for de porteføljene som forvaltes av Norges Bank Investment Management. Regnskapsrapportering for Statens pensjonsfond – Utland og Norges Banks valutareserver inngår i, og er utdrag av Norges Banks reviderte årsregnskap, som ble fastsatt av Norges Banks representantskapet 28. februar 2008. Det er avgitt en særskilt revisjonsuttalelse vedrørende Statens pensjonsfond – Utland, som fremkommer under. Statens petroleumsforsikringsfond regnskapsføres av Norges Bank, men dette fondet inngår ikke i bankens årsregnskap. For en fullstendig regnskapspresentasjon vises til årsregnskapet for Norges Bank og særskilt rapportering for Statens petroleumsforsikringsfond.

6.1 Statens pensjonsfond – Utland

Resultatregnskap			
	Note	2007	2006
Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer			
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker		431	137
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgssavtaler		33 564	25 717
Netto inntekt/kostnad - gevinst/tap fra:			
- Aksjer og andeler	2	41 627	104 667
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	2	19 750	11 710
- Finansielle derivater		5 265	-85
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		-32 509	-21 613
Andre rentekostnader		-118	-60
Andre kostnader		-179	-6
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	1	67 831	120 468
Valutakursreguleringer		-146 412	-24 232
Sum resultat		-78 581	96 236
Påløpt forvaltningskostnad	3	-1 783	-1 531
Årsresultat		-80 364	94 705

Balanse			
	Note	2007	2006
EIENDELER			
FINANSIELLE EIENDELER			
Innskudd utenlandske banker		23 905	13 154
Utlån knyttet til gjensalgssavtaler		669 607	619 746
Aksjer og andeler	4	945 113	720 195
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	4	1 120 540	1 166 911
Finansielle derivater	5	2 094	0
Andre fordringer	6	5 229	328
Sum finansielle eiendeler	10,11	2 766 488	2 520 334
GJELD OG EIERS KAPITAL			
FINANSIELL GJELD			
Kortsiktig innlån	7	187	57
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	8	710 898	728 357
Uoppgjorte handler		33 480	5 123
Finansielle derivater		0	1 777
Annen gjeld	6	3 185	1 355
Skyldig forvaltningskostnad		1 783	1 526
Sum finansiell gjeld	10,11	749 533	738 195
Eiers kapital	9	2 016 955	1 782 139
Sum gjeld og eiers kapital		2 766 488	2 520 334

Statens pensjonsfond – Utland blir presentert på følgende måte i Norges Banks balanse:

Eiendeler		
Plasseringer for Statens pensjonsfond – Utland	2 016 955	1 782 139
Gjeld		
Innskudd kronekonto Statens pensjonsfond – Utland	2 016 955	1 782 139

REGNSKAPSPRINSIPPER OG NOTER TIL REGNSKAPET

Regnskapsprinsipper

Regnskapsprinsippene for Norges Bank er vedtatt av representantskapet 13. desember 2007. Regnskapsprinsippene for Norges Bank er etter avtale med Finansdepartementet også fulgt for Statens pensjonsfond – Utland.

1 Generelt

Grunnlag for utarbeidelse av årsregnskapet

Norges Bank er underlagt Lov om Norges Bank og pengevesenet, og er ikke pålagt å følge norsk regnskapslovgivning. Regnskapet er likevel, med enkelte unntak utarbeidet i samsvar med regnskapsloven 1998, tilhørende forskrifter og god regnskapsskikk i Norge. Avvikene er i all hovedsak begrunnet ut fra sentralbankspesifikke forhold.

Regnskapsloven fravikes hovedsakelig på følgende områder:

- Oppstillingsplan for resultat og balanse er tilpasset bankens virksomhet
- Kontantstrømsanalyse er ikke utarbeidet
- Finansielle derivater, uoppgjorte handler og påløpte renter er vist netto i balansen
- Reinvestert kontantsikkerhet ved utlån av verdipapirer innregnes ikke
- Valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte verdiendringer på finansielle instrumenter er skilt ut og presentert på egen linje
- Enkelte noteopplysninger

Presentasjon av Statens pensjonsfond – Utland

Statens Pensjonsfond – Utland forvaltes av Norges Bank i eget navn på vegne av Finansdepartementet i henhold til retningslinjer gitt for forvaltningen. Den forvaltede portefølje tilsvarende det til enhver tid innstående beløp på Statens pensjonsfond – Utlands kronekonto i Norges Bank. Den oppnådde avkastningen ved forvaltningen henføres i sin helhet til kronekonto. Norges Bank bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verditvillingen i fondet. Oppnådd resultat for Statens pensjonsfond – Utland påvirker derfor ikke Norges Banks resultat eller Norges Banks egenkapital. Plasseringer for Statens Pensjonsfond – Utland

presenteres netto på egen linje som en eiendel. Pensjonsfondets kronekonto presenteres som tilsvarende forpliktelse til Finansdepartementet.

2 Bruk av estimater ved utarbeidelsen av årsregnskapet

Utarbeidelse av regnskapsrapporteringen for Norges Bank innebærer bruk av estimater og vurderinger som kan påvirke eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Estimater og skjønsmessige vurderinger vurderes løpende og er basert på historisk erfaring og forventning til fremtidige hendelser som vurderes sannsynlig på tidspunktet for avleggelsen av regnskapet. Estimaterne er basert på beste skjønn, men vil kunne avvike fra endelig utfall.

3 Valuta

Transaksjoner i utenlandsk valuta regnskapsføres til valutakursen på transaksjonstidspunktet.

Eiendeler og gjeld i utenlandsk valuta omregnes til norske kroner med valutakurser på balansedagen.

I resultatregnskapet er valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte verdiendringer på finansielle instrumenter skilt ut og presentert på egen linje. Valutakursregulering beregnes månedlig basert på månedens utgående virkelig verdi i valuta.

4 Finansielle instrumenter

4.1. Innregning og fraregning

Finansielle eiendeler eller forpliktelser innregnes i balansen når Norges Bank blir part i instrumentets kontraktmessige bestemmelser. Transaksjoner blir innregnet på handelsdato.

Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktmessige rettene til kontantstrømmene utløper eller når den finansielle eiendelen og det vesentligste av risiko og avkastning knyttet til eierskap av eiendelen overføres.

Finansielle forpliktelser blir fraregnet når forpliktelsen har opphørt.

4.2. Verdivurdering

Første gangs regnskapsføring

En finansiell eiendel eller forpliktelse innregnes til anskaffelseskost inklusive direkte transaksjonskostnader.

Etterfølgende verdimåling

Finansielle eiendeler og forpliktelser

regnskapsføres til virkelig verdi på balansedagen. Virkelig verdi er det beløp en eiendel kan omsettes for eller en forpliktelse gjøres opp med i en transaksjon på armlengdes avstand mellom uavhengige parter.

For verdipapir som omsettes i et aktivt marked, settes virkelig verdi til notert kurs fra børs, prisleverandør eller megler.

For verdipapir som ikke omsettes i et aktivt marked, benyttes verdsettelsesmetoder for å fastsette virkelig verdi. Verdsettelsesmetoder omfatter bruk av nylig foretatte markedstransaksjoner på armlengdes avstand mellom uavhengige parter, dersom slike er tilgjengelige, henvisning til løpende virkelig verdi av et annet instrument som er praktisk talt det samme, diskontert kontantstrømsberegning og opsjonspriseringsmodeller. Dersom det er en verdsettelsesmetode som er i vanlig bruk av deltakerne i markedet for å prissette instrumentet, og denne teknikken har vist seg å gi pålitelige estimater av priser oppnådd i faktiske markedstransaksjoner, benyttes denne teknikken. Det benyttes markedsinformasjon i verdsettelsesmetodene så langt som mulig.

Endringer i virkelig verdi resultatføres.

4.3. Utlån av verdipapirer (Utlånsprogrammer)

Utlån av finansielle instrumenter skjer ved at verdipapirer overføres fra Norges Bank til en innlåner mot at innlåner stiller sikkerhet i form av kontanter eller verdipapirer. Ved opphør av lånet skal identiske verdipapirer leveres tilbake. Innlåner forplikter å kompensere utlåner for ulike hendelser tilknyttet verdipapirene, som tegningsrettigheter, utbytte med mer. Utlånte verdipapirer tas ikke ut av Norges Banks balanse. Utlånsgebyr inntektsføres løpende som renter på utlån.

Innlåner har stemmerett på verdipapirer i låneperioden.

Mottatt sikkerhetsstillelse innregnes ikke i balansen. Dette gjelder uavhengig av om sikkerhetsstillelsen reinvesteres eller ikke. Urealiserte gevinster og tap på reinvesteringene målt til markedsverdi resultatføres.

4.4. Gjenkjøps-/gjensalgavtaler

Ved gjenkjøpsavtaler vil kriteriene for fraregning av verdipapiret ikke være oppfylt,

og verdipapiret tas ikke ut av balansen ved inngåelse av gjenkjøpsavtalen. I avtaleperioden regnskapsføres det etter de ordinære regnskapsregler for verdipapirer. Mottatt sikkerhetsstillelse regnskapsføres brutto i avtaleperioden, som en finansiell eiendel og som en kortsiktig finansiell forpliktelse til amortisert kostpris.

Gjensalgsvtaler innregnes i balansen til amortisert kost som en finansiell eien-

del med dekning fra bankinnskudd i avtaleperioden. Det underliggende verdipapiret innregnes ikke i balansen.

4.5. Opptjente og påløpte renter

Opptjente og påløpte renter presenteres i balansen på samme linje som den tilhørende finansielle eiendelen eller forpliktelsen.

5 Skatt

Norges Bank er ikke skattepliktig for sin virksomhet i Norge.

Trukket kildeskatt på utbetalt dividende og kupongrente i utenlandske markeder bokføres som reduksjon i aktuell inntekt. Dersom kildeskatten kan kreves tilbakebetalt, vises dette som en fordring fram til tilbakebetaling finner sted.

Noter til regnskapet

Note 1. Resultat fra forvaltning før valutakursfordeling 2007

Tall i hele millioner kroner	Renter	Utbytte	Real. gev/tap	Ureal. gev/tap	SUM
Renteinntekter på innskudd i utenlandske banker	431	0	0	0	431
Renteinntekter på utlån knyttet til gjensalgsvtaler	33 564	0	0	0	33 564
Netto inntekt/kostnad - gevinst/tap fra:					
- Aksjer og andeler	938	18 823	61 925	-40 058	41 627
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	51 993	0	-15 215	-17 028	19 750
- Finansielle derivater	3 142	0	-1 416	3 539	5 265
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-32 509	0	0	0	-32 509
Andre rentekostnader	-118	0	0	0	-118
Andre kostnader	-179	0	0	0	-179
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	57 262	18 823	45 294	-53 547	67 831

Note 2. Utlån verdipapirer

Renteinntekter fra utlånte aksjer er resultatført med 938 millioner kroner på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra aksjer og andeler. Renteinntekter fra utlånte obligasjoner og andre rentebærende verdipapir er resultatført med 647 millioner kroner på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapir. Som følge av negativ markedsutvikling er et tilhørende urealisert verditap på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser på 3 088 millioner kroner regnskapsført på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapir. Se note 11 for ytterligere informasjon. Dette medfører at netto tap fra utlån av verdipapirer i 2007 ble 1 503 millioner kroner. Omfanget av utlån og sikkerhetsstillelse, rapporteres til virkelig verdi i nedenstående tabell:

	Tall i hele millioner kroner Virkelig verdi
Utlån av verdipapirer	
Utlånte aksjer	181 929
Utlånte obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	334 424
Sum sikrede utlån av verdipapirer	516 352
Utenfor balansen	
Sikkerhetsstillelser i form av kontanter	298 012
Sikkerhetsstillelser i form av aksjer	127 637
Sikkerhetsstillelser i form av obligasjoner og rentebærende verdipapir	110 049
Sum sikkerhetsstillelser	535 698
Sikkerhetsstillelser i form av kontanter som blir reinvestert	294 493
Herunder:	
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	201 227
Asset Backed Securities	45 720
Structured Investment Vehicles	10 791
Andre rentebærende fordringer	36 755

Norges Bank har inngått utlånsavtaler med J.P. Morgan Chase Bank, 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.

Som sikkerhet for utlån av verdipapirer mottar Norges Bank kontanter, aksjer (industrialiserte land) eller obligasjoner og andre rentebærende papirer med høy kredittverdighet.

Sikkerhet i form av kontanter reinvesteres i gjenkjøpsavtaler eller diversifiserte obligasjonsfond med kort løpetid og høyeste kredittkarakter (Aaa fra Moody's). Norges Bank har inngått avtaler med State Street Bank & Trust og Dresdner Bank AG som forvaltere av disse fondene.

Note 3. Forvaltningskostnader

	2007		2006	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	315 751		223 889	
Kostnader til aksjedeport og oppgjør	110 400		95 689	
Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen	426 151	7,7	319 578	8,1
Interne kostnader i renteforvaltningen	290 616		184 178	
Kostnader til rentedeport og oppgjør	115 088		79 858	
Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen	405 704	4,1	264 036	3,2
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	513 442		431 829	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	268 546		387 816	
Kostnader til depot, oppgjør og oppfølging av ekstern forvaltning	169 433		122 340	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	951 421	25,1	941 985	28,3
Sum alle forvaltningskostnader	1 783 275	9,3	1 525 600	9,8
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	1 514 729	7,9	1 137 784	7,3

Note 4. Aksjer og andeler / obligasjoner og andre rentebærende papirer 2007

Aksjer og andeler	Anskaffelseskost	Opptjent aksjeutbytte	Markedsverdi	
Børsnoterte aksjer og andeler	912 736	1 110	943 320	
Andeler i ikke børsnoterte rente og aksjefond	1 855		1 793	
Sum aksjer og andeler	914 591	1 110	945 113	
Obligasjoner og andre rentebærende verdipapir	Anskaffelseskost	Markedsverdi verdipapirer	Opptjente renter	Sum markedsverdi
Stat og statsrelaterte obligasjoner	294 372	276 443	8 655	285 098
Inflasjonsjusterte obligasjoner	98 512	94 753	562	95 315
Selskapsobligasjoner	323 181	285 590	5 465	291 055
Pantesikrede obligasjoner	465 056	438 035	6 675	444 709
Sertifikater	4 404	4 362	0	4 362
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	1 185 526	1 099 184	21 356	1 120 540

Posten pantsikrede obligasjoner består av obligasjoner med fortrinnsrett (Covered Bonds) og Asset Backed/Mortgage Backed Securities med verdi henholdsvis 289 og 156 milliarder kroner. Av sistnevnte er ca. 99 milliarder kroner utstedt av amerikanske byråer. Med byråer menes for eksempel Fannie Mae, Freddy Mac og Ginnie Mae (jfr. note 11).

Note 5. Finansielle derivater

Tall i hele millioner kroner	Eksponering		Virkelig verdi		
	Kjøpte	Solgte	Eiendel	Gjeld	Verdi
Valutahandler	61 402		278	430	(152)
Børsnoterte futures kontrakter	119 875	147 379	539	785	(246)
Rentebytteavtaler	813 119	747 671	20 856	18 980	1 876
Totalavkastningsbytteavtaler	24 140	18 497	404	447	(43)
Kreditbytteavtaler	166 715	50 889	1 838	1 328	510
Aksjebytteavtaler	30 473	15 775	2 605	3 199	(593)
Sum bytteavtaler			25 703	23 953	1 749
Børsnoterte opsjoner	46 907	28 926	92	29	64
Andre opsjoner	146 951	78 694	3 720	3 040	680
Sum opsjoner			3 812	3 069	743
Sum derivater			30 331	28 237	2 094

Valutahandler

Omfatter valutahandler med vanlig oppgjør og med fremtidig levering. Eksponering er sum nominell verdi av inngåtte kontrakter.

Børsnotert futures kontrakter

Eksponering er markedsverdi av underliggende instrumenter

Rentebytteavtaler

Inkludert i denne posten er rentebytteavtaler og rente- og valutabytteavtaler.

Eksponering uttrykker hvorvidt Norges Bank mottar (kjøpte) eller betaler (solgte) fast rente.

Totalavkastningsbytteavtaler

Ved en totalavkastningsbytteavtale (Total Return Swap – TRS) overfører kjøperen av beskyttelsen den totale avkastning på underliggende kreditt til selgeren av beskyttelsen i bytte mot en fast eller flytende rente. Med den totale avkastningen menes her summen av kupongbetalinger og eventuelle verdiendringer. Underliggende for de TRS som fondet er investert i, er CMBS (Commercial Mortgage Backed Security) og MBS (Mortgage Backed Security) indekser.

Eksponering viser om Norges Bank mottar (kjøpte) eller betaler (solgte) indeksavkastningen.

Kredittbytteavtaler

Ved en kredittbytteavtale mottar selger av beskyttelse en periodisk premie eller et engangsbeløp fra kjøper av beskyttelse som en kompensasjon for å overta kredittrisikoen. Kjøper av beskyttelse mottar betaling fra selger kun hvis kredittbeskyttelsen av underliggende kreditt utløses (utløsende hendelse). En utløsende hendelse kan for eksempel være et mislighold av underliggende kreditt. En kredittbytteavtale er i stor grad lik tradisjonelle garantier. Beskyttelsen opphører normalt etter første utløsende hendelse.

Underliggende kreditt for kredittbytteavtalene er selskapsobligasjoner, verdipapirer utstedt av nasjonalstater, indeks bestående av selskapsobligasjoner, ABS (Asset-Backed Security) indekser og CMBS indekser.

Eksponering uttrykker hvorvidt Norges Bank har kjøpt eller solgt beskyttelse mot hele eller deler av kredittrisikoen knyttet til de ulike typer av underliggende.

Aksjebytteavtaler

Aksjebytteavtaler er en ikke børsnotert avtale mellom to motparter til å bytte betalingsstrømmer basert på endringer i underliggende verdipapir. I tillegg mottar man innbetalinger i forbindelse med dividende og selskaps hendelser. Det underliggende verdipapir kan være en aksje, gruppe av aksjer eller en indeks.

Eksponering tilsvarende markedsverdien på underliggende aksjer eller indekser.

Opsjoner

Eksponering uttrykker markedsverdi på underliggende. Opsjonskontrakter som fondet har skrevet, er plassert under solgte kontrakter. Opsjoner hvor Norges Bank betaler en premie ligger under kjøpte kontrakter.

Note 6. Andre fordringer / Annen gjeld

Tall i hele millioner kroner	2007	2006
Kildeskatt	293	237
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning	4 766	0
Opptjente renter utlån verdipapirer	171	91
Sum andre fordringer	5 229	328

Tall i hele millioner kroner	2007	2006
Mellomværende separate porteføljer til forvaltning	0	1 355
Regulering av reinvesteringer i utlånsprogram	3 088	0
Skattekostnad til utlandet	97	0
Sum annen gjeld	3 185	1 355

Mellomværende separate porteføljer til forvaltning er netto verdi av innskudd, utlån, gjenkjøps og gjensalgssavtaler mot andre porteføljer som forvaltes av Norges Bank.

Forventet skattekostnad er beregnet til 97 millioner kroner. Tilsvarende tall for 2006 var ca 40 millioner. I 2006 er disse inkludert i aksjebeholdningen.

Note 7. Kortsiktig innlån

Kortsiktige innlån benyttes i likviditetsstyringen av porteføljen, og har løpetider fra 1 til 10 dager.

Note 8. Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler

Tall i hele millioner kroner	2007	2006
Innlån gjenkjøpsavtaler	708 163	728 357
Innlån sikkerhet verdipapirlån	2 735	0
Sum innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	710 898	728 357

Note 9. Eiers kapital

Tall i hele millioner kroner	2007	2006
Innskudd kronekonto pr. 01.01	1 782 139	1 397 896
Tilførsel i løpet av året	315 179	289 537
Forvaltningsgodtgjørelse til Norges Bank	-1 783	-1 530
Resultat fratrukket/tilført kronekonto	-78 580	96 236
Eiers kapital - Innskudd kronekonto pr. 31.12	2 016 955	1 782 139

Note 10. Valutafordeling 2007

Tall i hele millioner kroner							
BALANSE	USD	CAD	EUR	GBP	JPY	Andre	SUM
FINANSIELLE EIENDELER							
Innskudd i utenlandske banker	11 124	2 724	6 961	(864)	436	3 524	23 905
Utlån knyttet til gjensalgavtaler	330 304	20 261	157 438	128 661	10 416	22 528	669 607
Aksjer og andeler	305 194	17 621	257 892	137 023	73 735	153 648	945 113
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	311 303	15 321	650 721	56 596	55 944	30 655	1 120 540
Finansielle derivater	876	(142)	2 425	(294)	(353)	(418)	2 094
Uoppgjorte handler	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer	(2)	804	(727)	3 253	1 402	499	5 229
SUM FINANSIELLE EIENDELER	958 799	56 588	1 074 710	324 376	141 580	210 435	2 766 488
FINANSIELL GJELD							
Kortsiktig innlån	-	-	24	11	1	151	187
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	263 995	10 998	306 782	84 249	21 169	23 705	710 898
Finansielle derivater	-	-	-	-	-	-	-
Uoppgjorte handler	31 658	949	1 181	(394)	37	49	33 480
Annen gjeld	3 088	-	0	-	-	97	3 185
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-	-	-	-	-	1 783	1 783
SUM FINANSIELL GJELD	298 741	11 947	307 987	83 865	21 206	25 785	749 533

Note 11. Risiko

Investeringer i internasjonale verdipapirmarkeder medfører markedsrisiko og relativt høy sannsynlighet for store variasjoner i de årlige resultatene. For Statens pensjonsfond – Utland er nivået på markedsrisikoen hovedsakelig bestemt av referanseporteføljen fastsatt av Finansdepartementet. De viktigste elementene i markedsrisikoen er aksjeandelen i porteføljen, svingninger i aksjekurser, valutakurser og det generelle rentenivået, samt endringer i renteporteføljens kredittrisiko.

I tillegg til det absolutte nivå på markedsrisikoen, som bestemmes av investeringsstrategien slik den er uttrykt gjennom referanseporteføljen, søker Norges Bank gjennom sin aktive forvaltning å oppnå meravkastning.

Markedsrisiko må sees i sammenheng med forventet avkastning, og en økning i markedsrisikoen innebærer en forventning om høyere avkastning.

Alle investeringer er gjort i utenlandsk valuta uten valutasikring og således vil porteføljens markedsverdi i norske kroner endre seg med endringer i valutakursene. For fordeling valuta, se note 10.

Markedsrisiko

Svært mye av markedsrisikoen i fondet er bestemt av markedsrisikoen til referanseporteføljen. I tillegg tar Norges Bank noe risiko gjennom sin aktive forvaltning. Norges Bank måler både absolutt og relativ markedsrisiko i fondet. Absolutt risiko estimeres med

basis i den faktiske porteføljen, og for relativ risiko estimeres standardavviket til forskjellen på avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen.

Ved utgangen av 2007 hadde porteføljen en annualisert markedsrisiko målt i norske kroner på 8,6 prosent, som er høyere enn ved inngangen til året. Ved utgangen av året var verdien av porteføljen 2 017 milliarder kroner.

Porteføljen hadde i første halvår en avtagende risiko, mens det var en markant økning i porteføljerisiko det siste halve året. Bakgrunnen for økningen i risiko er finansuroen i markedet i 2007. I tillegg til økt volatilitet i både rente og aksjemarkedene, vil risikoen på fondsnivå være avhengig av samvariasjonen mellom markedene. De seneste årene har korrelasjonen ligget på et relativt høyt nivå, men er vesentlig redusert i 2007. Noe av økningen i markedenes volatilitet i løpet av 2007 har derfor ikke materialisert seg i fondets risiko, ettersom diversifiseringseffekten (gjennom spredning av investeringene på renter og aksjer) har økt.

Kredittrisiko

I fondet oppstår kredittrisiko dels i renteporteføljen som følge av Finansdepartementets valg av investeringsstrategi og dels gjennom Norges Banks aktive forvaltning (kredittporteføljerisiko). Videre har Norges Bank 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).

Alle rentebærende verdipapirer som inngår i fondets referanseindeks, har en karakter fra ett av de tre store kredittvurderingsbyråene Standard & Poor's, Moody's og 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 karakteren "investment grade". Det er ikke krav til kredittvurdering fra kredittvurderingsbyråene for fondets portefølje av renteinstrumenter.

Kredittrisiko basert på kredittkarakter 2007

Kredittrisiko basert på rating fra Moody's	Markedsverdi (mill. kr.)							SUM	
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	P-1		
Inflasjonsjusterte obligasjoner	40 369	8 210	30 791					18 928	98 298
Pantesikrede obligasjoner	382 811	13 810	2 558	1 268	389	839		43 033	444 708
Selskapsobligasjoner	21 058	87 150	89 743	70 435	5 306	2 023		15 342	291 057
Sertifikater							4 198	165	4 363
Stats og statsrelaterte obligasjoner	114 568	98 381	32 126	8 039	1 272	752		26 976	282 114
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	558 806	207 551	155 218	79 742	6 967	3 614	4 198	104 444	1 120 540

Kredittrisiko basert på rating fra Standard & Poor's	Markedsverdi (mill. kr.)							SUM	
	AAA	AA	A	BBB	BB	Lavere	A-1		
Inflasjonsjusterte obligasjoner	39 606	23 317	9 751					25 624	98 298
Pantesikrede obligasjoner	330 893	4 981	2 841	1 694	464	1 019		102 816	444 708
Selskapsobligasjoner	19 631	56 654	109 043	80 745	5 493	2 232		17 259	291 057
Sertifikater							4 198	165	4 363
Stats og statsrelaterte obligasjoner	95 528	80 249	64 091	10 224	2 000	37		29 985	282 114
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	485 658	165 201	185 726	92 663	7 957	3 288	4 198	175 849	1 120 540

Kredittrisiko basert på rating fra Fitch	Markedsverdi (mill. kr.)							SUM	
	AAA	AA	A	BBB	BB	Lavere	F-1		
Inflasjonsjusterte obligasjoner	32 685	20 611	1 541					43 461	98 298
Pantesikrede obligasjoner	293 175	5 351	2 575	1 110	190	945		141 362	444 708
Selskapsobligasjoner	4 675	74 762	95 436	55 724	2 907	582		56 971	291 057
Sertifikater							2 246	2 117	4 363
Stats og statsrelaterte obligasjoner	108 304	75 021	27 433	9 017	1 889			60 450	282 114
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	438 839	175 745	126 985	65 851	4 986	1 527	2 246	304 361	1 120 540

Aksje- og renteporteføljen inneholder også plasseringer 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 Standard & Poors (S&P). Kreditttrisikorammer blir bestemt av kredittkarakteren til motparten der høyere karakter gir høyere ramme.

Usikkerhet i verdsettelsen av verdipapirer

For alle verdipapirer som prises på bakgrunn av andre kilder enn observerbare markedspriser foreligger det en usikkerhet om den benyttede pris reflekterer et beste anslag på virkelig verdi. Denne usikkerheten er normalt svært begrenset for hoveddelen av de verdipapirer fondet investerer i.

I tredje og fjerde kvartal 2007 har verddivurdering vært spesielt krevende og usikker innenfor sektoren pantesikrede obligasjoner, herunder spesielt investeringer i strukturerte produkter som består av Asset Backed Securities, herunder Mortgage Backed Securities og Structured Investment Vehicles. Det som startet som bekymringer rundt såkalte sub-prime lån i USA utviklet seg gjennom 2007 til en mer generell og dypere kreditt- og likviditetskrise. Ved utgangen av fjerde kvartal 2007 var derfor markedet for deler av instrumentene innen strukturert kreditt preget av svært begrenset likviditet og tilhørende usikkerhet i verdsettelsen av disse instrumentene. Gjennom flere analyser og diskusjoner med ulike aktører i markedet (prisleverandører, meglere og eksterne forvaltere) er det derfor utviklet metoder for verdsettelse som er ment å ta hensyn til denne usikkerheten. Metodene innebærer at verdien av enkelte typer instrumenter er nedjustert gjennom et likviditetsfradrag på den verdi som er rapportert fra ordinære priskilder. Størrelsen på likviditetsfradraget er avhengig av vurdert usikkerhet i prisen fra prisingskilden.

Nedenfor presenteres vurderingen av markedsverdi for Asset Backed Securities (ABS) og Structured Investment Vehicles (SIV)

Asset Backed Securities (ABS)

Fondet hadde ved utgangen av fjerde kvartal eksponering mot ulike typer pantsikrede obligasjoner både som en del av den løpende forvaltningen av porteføljen og som en del av reinvestering av kontantsikkerhet under verdipapirutlånsprogrammene. For å kunne inngå i reinvesteringsprogrammet for utlån har slike investeringer krav til beste kredittkarakter (AAA/Aaa), mens det ikke er krav til kredittvurdering fra kredittvurderingsbyråene for fondets investeringsportefølje. Samlet ABS (inkludert MBS) eksponering som er ansett å ha lav likviditet, er 92,5 milliarder kroner. Med bakgrunn i lav likviditet og tilhørende prisusikkerhet for ABSer har Norges Bank etablert en metode for å ta hensyn til prisusikkerheten. Det er kun foretatt et likviditetsfradrag for pantesikrede obligasjoner som ikke er utstedt av byråer. Med byråer menes for eksempel Fannie Mae, Freddy Mac og Ginnie Mae. Kredittkarakteren fra Moody's, S&P og Fitch vært utslagsgivende for størrelsen på fradraget. Et urealisert tap på 2 463 millioner kroner er derfor resultatført på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapir. Av dette er 1 359 millioner kroner relatert til metoden beskrevet i dette avsnittet, mens 1 104 millioner kroner er basert på ordinære priskilder. Av totalt urealisert tap på 2 463 millioner kroner er 1 214 millioner kroner urealisert tap på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser.

Structured Investment Vehicles (SIV)

Structured Investment Vehicles er en egen type ABS som ved utgangen av fjerde kvartal var særlig berørt av manglende likviditet. Gjennom verdipapirutlånsprogrammene og herunder reinvestering av kontantsikkerhet (se note 2) er fondet eksponert mot seniorpapirene i 13 ulike SIVer med en samlet verdi på 10,8 milliarder kroner. For å kunne inngå i reinvesteringsprogrammet har slike investeringer krav til beste kredittkarakter (AAA/Aaa). SIVene har gjennomsnittlig forfall pr. september 2008, der de aller fleste papirene forfaller i løpet av 2008, mens det verdipapiret med lengst løpetid forfaller i november 2009. Ved utgangen av 2007 var én av SIVene som fondet har eksponering mot, gått i avvikling (enforcement mode).

Med bakgrunn i svært lav likviditet og tilhørende stor prisusikkerhet har Norges Bank utviklet en metode for å klassifisere SIVene med hensyn til risiko. Det er i den sammenheng lagt vekt på belåningsgrad, likviditetsgap, aktivasammensetning og i hvilken grad SIVen er gjenstand for restruktureringsinitiativ. Hensyntatt denne risikoklassifiseringen er et samlet urealisert verditap for SIVene med 1 874 millioner kroner resultatført hvorav 775 millioner kroner relaterer seg til risikoklassifiseringsmetoden og 1 099 millioner kroner er basert på ordinære priskilder. Dette er bokført som urealisert tap over resultatregnskapet på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapir.

Sentralbankrevisjonen og Deloitte AS har avgitt følgende felles revisjonsuttalelse til representantskapet til regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond – Utland, slik denne fremkommer i note til Norges Banks årsregnskap 2007.

Uttalelse til Norges Banks representantskap

UTTAELSE TIL REGNSKAPSRAPPORTERING FOR STATENS PENSJONSFOND – UTLAND FOR 2007

Vi har revidert regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond – Utland for 2007 som inngår i Norges Banks årsregnskap for 2007. Regnskapsrapporteringen, som viser et negativt årsresultat på 80 364 millioner kroner består av resultatregnskap, balanse og noter. Regnskapspresentasjonen for Statens pensjonsfond - Utland er avlagt i henhold til regnskapslovens bestemmelser og god regnskapsskikk i Norge med de justeringer som fremgår av Regnskapsprinsipper i Noter til regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen er avgitt av Norges Banks hovedstyre. Vår oppgave er å uttale oss om regnskapsrapporteringen.

Vi har utført revisjonen i samsvar med lov om revisjon og revisorer og god revisjonsskikk i Norge, herunder revisjonsstandarder 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. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i regnskapsrapporteringen, vurdering av de benyttede regnskapsprinsipper og vesentlige regnskapsestimer, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av regnskapsrapporteringen. I den grad det følger av god revisjonsskikk, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av Norges Banks formuesforvaltning og regnskaps- og intern kontrollsystemer av betydning for Statens pensjonsfond – Utland. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- regnskapsrapporteringen gir et rettviseende bilde av Statens pensjonsfond – Utlands økonomiske stilling 31. desember 2007 og av resultatet i regnskapsåret i samsvar med regnskapslovens bestemmelser og god regnskapsskikk i Norge med de justeringer som fremgår av Regnskapsprinsipper i Noter til regnskapsrapporteringen
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger

Oslo, 20. februar 2008

Sentralbankrevisor

Deloitte AS

Svenn Erik Forsstrøm (sign)
Statsautorisert revisor

Aase Aa. Lundgaard (sign)
Statsautorisert revisor

6.2 Investeringsporteføljen

For omtale av regnskapsprinsipper, se kapittel 6.1. Forøvrig vises til mer detaljerte opplysninger i Norges Banks årsregnskap.

Avkastning Investeringsporteføljen. Millioner kroner					
	31.12.2006	31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007
Renteelementer	6 695	1 479	3 448	5 365	7 238
Dividende	2 017	491	1 749	2 247	2 621
Valutakursreguleringer	-4 298	-3 159	-8 220	-19 270	-16 678
Urealisert verdipapirgevinst/tap	1 265	-2 249	-3 215	-6 177	-10 116
Realisert verdipapirgevinst/tap	4 626	2 671	4 253	5 973	6 570
Kurtasje	-5	-1	-3	-32	-36
Gevinst/tap derivater	718	520	1 474	482	-109
Andre driftskostnader	-64	-18	-36	-58	-81
Netto avkastning	10 954	-266	-550	-11 470	-10 591

Investeringsporteføljen fordelt på instrumenter. Millioner kroner					
	31.12.2006	31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	-9 593	-11 559	-28 141	-11 837	-8 737
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst.mot sikkerhet i verdipapirer	77 501	86 658	106 137	75 203	61 849
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-99 350	-104 123	-94 048	-94 112	-85 202
Utenlandske rentebærende papirer	163 757	162 660	140 659	152 903	158 030
Utenlandske aksjer	92 300	90 068	97 993	90 627	88 498
Regulering av derivater <i>Note 1</i>	-100	561	1 401	320	-436
Total portefølje	224 515	224 265	224 001	213 104	214 002

Note 1

Eksponering derivater	31.12.2007
Derivater solgt	160 306
Derivater kjøpt	162 363

6.3 Petrobufferporteføljen

Avkastning Petrobufferporteføljen. Millioner kroner					
	31.12.2006	31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007
Renteelementer	580	266	407	530	632
Valutakursreguleringer	-1 414	-544	-1 058	-1 468	-1 119
Andre driftskostnader	-1	-1	-1	-1	-1
Netto avkastning	-835	-279	-652	-939	-488

Petrobufferporteføljen fordelt på instrumenter. Millioner kroner					
	31.12.2006	31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	12 447	1 858	18 361	1 085	2 280
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst.mot sikkerhet i verdipapirer	8 510	23 394	3 051	15 856	10 121
Regulering av derivater	0	9	-21	-21	0
Gjeld til Statens pensjonsfond – Utland, uoppgjorte overføringer	0	-24 985	-20 276	-17 458	0
Total portefølje i følge regnskap	20 957	276	1 115	-538	12 401
Ikke bokførte uoppgjorte kontrakter	2 731	2 929	2 386	3 395	1 651
Valuta til forvaltning	23 688	3 205	3 501	2 857	14 052

6.4 Statens petroleumsforsikringsfond

Avkastning Petroleumsforsikringsfondet. '000 kroner					
	31.12.2006	31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007
Rentelementer	663 863	176 266	353 967	539 932	726 441
Valutakursreguleringer	-96 302	-221 108	-548 697	-1 391 488	-1 221 042
Urealiserte verdipapirtap/gevinst	-277 159	-8 373	-240 937	-24 511	108 950
Realisert verdipapirtap	-37 234	-45 526	-67 493	-75 489	-73 716
Tap/gevinst derivater	-2 399	-1 971	-6 354	-2 170	-2 598
Andre driftskostnader	5	0	0	0	0
Bokført avkastning på plasseringer	250 775	-100 711	-509 514	-953 725	-461 965
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-8 741	-2 273	-4 514	-6 841	-9 192
Netto avkastning	242 034	-102 985	-514 028	-960 566	-471 157

Statens petroleumsforsikringsfond fordelt på instrumenter. '000 kroner					
	31.12.2006	31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007
Kortsiktige fordringer/gjeld og innskudd i utenlandske banker	-61 495	-210 567	-601 952	-151 480	-37 346
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst.mot sikkerhet i verdipapirer	2 768 751	3 230 844	3 025 780	3 083 649	3 122 679
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	0	0	0	0	-88 270
Utenlandske rentebærende papirer	12 611 428	12 070 404	12 165 403	11 511 764	11 828 173
Regulering av terminkontrakter og derivater <i>Note 1</i>	-3 381	-5 352	-9 736	-5 552	-5 979
Total portefølje før forvaltningsgebyr	15 315 302	15 085 328	14 579 495	14 438 381	14 819 257
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-8 741	-2 273	-4 514	-6 841	-9 192
Total portefølje	15 306 561	15 083 055	14 574 981	14 431 541	14 810 066

Note 1

Eksponering derivater	31.12.2007
Derivater solgt	963 628
Derivater kjøpt	963 628





Ti år med NBIM

Det er ti år siden Norges Bank etablerte NBIM for å forvalte statens finansielle formue i utlandet. I sentralbanken er det utviklet en internasjonal forvaltningsbedrift som styrer etter forretningsmessige prinsipper. 178 ansatte fra nær 20 land opererer fra kontorer i Oslo, New York, London og Shanghai. De første aksjene ble handlet 20. januar 1998. Siden den gangen har NBIM investert nye midler fra staten for 1 756 milliarder kroner i de internasjonale kapitalmarkedene. Kapital under forvaltning har økt fra 113 milliarder kroner i januar 1998 til 2 261 milliarder kroner ved siste årsskifte. I denne artikkelen oppsummeres de viktigste erfaringene og resultatene fra NBIMs første tiår.

Våren 1997 stadfestet Finansdepartementet at Statens pensjonsfond – Utland (SPU, den gangen Statens petroleumsfond) skulle forvaltes av Norges Bank. Samtidig la departementet frem for Stortinget et forslag om å forvalte deler av porteføljen i aksjer. Allerede seks måneder etter var Norges Bank klar til å igangsette en av datidens største innfasinger i det globale aksjemarkedet. I løpet av noen hektiske måneder i første halvår 1998 vekslet banken om lag 40 prosent av obligasjonsporteføljen til aksjer, i alt 44 milliarder kroner.

Oppgaven med å forvalte SPU var et tillitsvotum til Norges Bank. Med oppgaven fulgte også betydelige utfordringer. En intern arbeidsgruppe i banken hadde tidligere rådet sentralbanksjefen til ikke å ta oppdraget. Begrunnelsen var frykt for tap av renommé ved eventuelle dårlige resultater, og at en slik virksomhet ligger utenfor de tradisjonelle sentralbankfunksjonene.

Ledelsen i Norges Bank valgte likevel å etablere en forvaltningsorganisasjon. Den fikk bygge sin virksomhet på eksisterende kompetanse og systemer i banken, særlig fra Markedsoperasjonsavdelingen. Den nye forvaltningsorganisasjonen fikk også ressurser og muligheter til å rekruttere medarbeidere i det norske og internasjonale arbeidsmarkedet. Et eget prosjekt ble

igangsatt 7. mai 1997 for å forberede de første aksjeinvesteringene og være en forløper for den nye investeringsorganisasjonen. Den 1. januar 1998 ble NBIM etablert som en operativ kapitalforvalter.

Denne artikkelen gir en summarisk beskrivelse av viktige milepæler i NBIMs ti første år. Det gis også en gjennomgang av resultatene som er oppnådd innen NBIMs fem hovedprodukter: innfasing av nye midler, gjennomføring av strategien gitt av Finansdepartementet, verdiskapning ved aktiv forvaltning, eierskapsutøvelse og råd til Finansdepartementet om valg av overordnet strategi.

Artikkelen presenterer noen av de vesentlige veivalgene som er gjort underveis. De har ledet frem til en distinktiv struktur og kultur som preger NBIM slik som virksomheten er i dag.

Ett trekk ved NBIM er kanskje mer slående enn noe annet. Det er en offentlig eid virksomhet innen en sentralbank som i sitt vesen drives helt forretningsmessig som et privat selskap – ja, kanskje enda mer styrt av bunnlinje og resultater enn mange private virksomheter. Det er ikke selvsagt å møte slik kultur innen offentlig sektor. Hvordan har det blitt slik?

De første ti årene

Figur 1 viser utviklingen i antall ansatte og samlet kapital under forvaltning siden 1998. Ved utgangen av det første året forvaltet de 41 ansatte i NBIM i alt 279 milliarder kroner i de tre porteføljene SPU, investeringsporteføljen i Norges Banks valutareserver og Statens petroleumforsikringsfond. Antall ansatte steg markert i 1999 fordi NBIM overtok funksjoner som inntil da var plassert i Markedsoperasjonsavdelingen: oppgjør av verdipapirer, IT og måling av avkastning.

Figur 2 viser hvordan SPU er fordelt på de fire hovedtypene av forvaltning: eksternt og intern og aksjer og renter. Det første året stod eksterne forvaltere for hele aksjeforvaltningen. Alt var plassert i indeksstrategier. Først i siste del av 1998 ble det tildelt eksterne oppdrag innen aktiv aksjeforvaltning. Sommeren 1999 startet NBIM aksjeforvaltning i egen regi. I første omgang ble den aktive egenforvaltningen prioritert, men fra 2000 ble indeksforvaltningen flyttet over fra eksternt til intern forvaltning. Siden 2001 har mer enn halvparten av kapitalen blitt forvaltet internt. De eksterne forvalterne har imidlertid stått for mer enn halvparten av risikotakingen i den aktive forvaltningen.

For obligasjoner var utgangspunktet i 1998 at Norges Bank selv stod for all forvaltning. De første månedene ble den utført av Markedsoperasjonsavdelingen, slik at NBIM kunne kon-

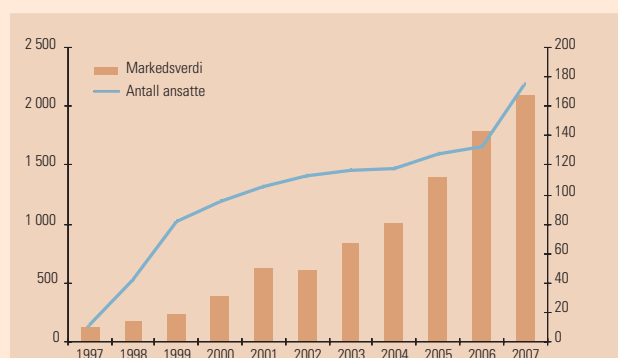
sentrere seg om å bygge opp aksjeforvaltningen. Fra 2000 ble eksterne forvaltere tatt i bruk i en viss utstrekning. Først dreide det seg kun om aktiv forvaltning, men senere ble også eksternt indeksforvaltning inkludert. Det gjaldt forvaltning av amerikanske boliglån, som ble inkludert i forvaltningsstrategien fra og med 2002. I 2007 bygget NBIM opp egen kompetanse på slik forvaltning. De eksterne renteforvalterne har plassert rundt 10 prosent av kapitalen i obligasjonsporteføljen og stått for rundt 20 prosent av den aktive renteforvaltningen.

I den foreliggende strategiske planen for NBIM, som hovedstyret fastsatte i januar 2007, er NBIMs virksomhet strukturert i fem produktdimensjoner. For hver av disse er det konkretisert mål for virksomheten. Ved en vurdering i ettertid av resultatene som NBIM har oppnådd de ti første årene, er det naturlig å bruke den samme inndelingen i fem hovedprodukter:

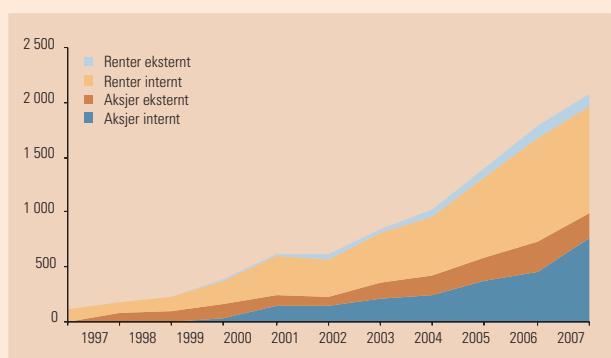
- innfasing av nye midler i markedene (transition)
- gjennomføring av strategien som er fastsatt av oppdragsgiver (betaforvaltning)
- meravkastning ved aktiv forvaltning (alphaforvaltning)
- utøvelse av eierskapsrettigheter for å ivareta porteføljenes langsiktige finansielle interesser
- å gi råd til oppdragsgiver om forvaltningsstrategi

I 1997 ble Norges Bank vurdert som ett av flere alternativer for den operative forvaltningen av SPU. I lov om forvaltningen av Statens petroleumfond av 1990 het det at kapitalen skulle anbringes som statens øvrige midler. Det pekte mot Norges Bank som er statens bank.

På dette tidspunktet var den fremtidige størrelsen på SPU usikker. Det talte i seg selv mot å bygge en egen institusjon. I Norges Bank var det et kompetent miljø for forvaltning av valutareservene i de internasjonale obligasjonsmarkedene og fungerende systemer for å støtte og kontrollere slike investeringer. For sentralbanken er styrets særlige faglige ansvar og uavhengighet nedfelt i lov og styrket gjennom praksis. Samtidig kunne kapitalforvaltning bli en krevende oppgave, som også kunne påvirke omdømmet på en positiv eller negativ måte avhengig av hvordan den ble løst. Oppgaven krevde at det ble utviklet en klar forretningskultur innenfor en institusjon som også dekker tradisjonelle sentralbankfunksjoner.



Figur 1: Utvikling i antall ansatte (høyre akse) og beløp (venstre akse) under forvaltning. Milliarder kroner



Figur 2: Fordeling på aktivaklasse og eksternt/intern forvaltning. Milliarder kroner

TEMAARTIKKEL 1

7. mai 1997	Prosjekt Kapitalforvaltning blir etablert i Norges Bank med Knut N. Kjær som leder.
Mai–desember 1997	Det blir gjennomført vurderinger av potensielle leverandører. Det blir også inngått avtaler med globalt depot for aksjer, inngått avtaler med indeksforvaltere for aksjer, etablert system for risikomåling med videre. Det rekrutteres og planlegges for fremtidig organisasjon.
1. januar 1998	Norges Bank Kapitalforvaltning (senere NBIM – Norges Bank Investment Management) starter opp som eget forretningsområde i Norges Bank.
20. januar 1998	Første aksjekjøp blir gjennomført, og aksjeporteføljen blir bygget opp til 40 prosent ved nedsalg fra obligasjonsporteføljen.
Juni 1998	Omvekslingen fra obligasjoner til aksjer blir gjennomført.
8. juni 1998	Det blir holdt pressekonferanse og presentasjon av den første kvartalsrapporten.
Annet halvår 1998	Det utlyses oppdrag for eksterne aktiv aksjeforvaltning. De første forvalterne blir valgt.
Første halvår 1999	NBIM starter intern aktiv aksjeforvaltning, og det utlyses oppdrag for aktiv renteforvaltning og for taktisk aktivaallokering.
15. mars 1999	Den første årsrapporten (for 1998) presenteres.
September 1999	Den første avtalen om utkontraktering av oppgjørsfunksjon for aksjeforvaltningen blir inngått.
23. november 1999	Hovedstyret vedtar første strategiplan for NBIM.
August 2000	NBIM åpner kontor i London.
2002 og 2003	Obligasjonsporteføljen blir omdannet fra kun å gjelde statsobligasjoner til også å gjelde kredittobligasjoner.
28. mars 2003	NBIM stemmer for første gang på en generalforsamling til et aksjeselskap.
Desember 2004	Hovedstyret vedtar prinsipper for eierskapsutøvelse og ivaretagelse av finansielle verdier.
Høsten 2005	Utkontraktering av oppgjørstjenester for renteforvaltningen blir inngått.
2007	Det blir gjennomført utkontraktering av IT-infrastruktur tjenester og av applikasjonsdrift og -utvikling.
2007	Stortinget vedtar å øke aksjeandelen i SPU til 60 prosent og å inkludere små børsnoterte selskaper i referanseporteføljen.
November 2007	NBIM åpner kontor i Shanghai.
1. januar 2008	Yngve Slyngstad, som har ledet NBIMs aksjeforvaltning siden 1998, overtar som leder for NBIM etter Knut N. Kjær.

Innfasing av nye midler (transition)

Med SPU flytter staten formuen fra petroleum til porteføljer av internasjonale verdipapirer. Transaksjonskostnadene spiller en betydelig rolle for den langsiktige netto realavkastningen på SPU. NBIM prioriterte fra starten av å utvikle egen kompetanse og systemer for å sikre mest mulig effektiv handel med verdipapirer. I dette avsnittet fokuserer vi på aksjehandel, som vanligvis er langt mer kostbart enn handel i likvide obligasjonsmarkeder.

Handel er i utgangspunktet det siste steget i investeringsprosessen. Handelskostnader består av provisjon, skatter, avgifter, markedseffekt (bud-/salgsdifferanse, prissvingninger på grunn av handel) og alternativkostnader. Til sammen kan disse handelskostnadene tære vesentlig på resultatene i forvaltningen og gjøre investeringsbeslutningene potensielt ulønnsomme.

Det er fire hovedtyper aksjehandel i NBIM:

- Tilførsel av nye midler. I 2007 ble det i gjennomsnitt tilført mer enn 300 millioner amerikanske dollar per handelsdag. Referanseporteføljen NBIM måles mot, har ikke handelskostnader.
- Å holde markedsporteføljen (se neste avsnitt om betaforvaltningen). Når kontanter er konvertert til aksjer, må porteføljen vedlikeholdes for å avspeile avkastningen på referanseporteføljen. Aksjer går inn og ut av referanseindeksen av mange årsaker, og utbytte må gjeninvesteres i aksjer. I likhet med kostnader med å handle kontantflyten inngår ikke kostnaden med å vedlikeholde markedsporteføljen i målgrunnlaget for NBIM.
- Aktiv intern forvaltning. Som nevnt utgjør handel vanligvis siste del

av investeringsprosessen. Investeringsideer og -beslutninger må utføres i markedet, og det gjøres ved handel. NBIMs aksjegruppe forvalter en vesentlig del av sine aktiva internt, og det krever en rimelig stor mengde handelstransaksjoner hvert år. I 2007 utgjorde for eksempel intern handel for aktive strategier mer enn 60 prosent av total intern handel eller 250 milliarder amerikanske dollar.

- Aktiv eksterne forvaltning. Rundt 25 prosent av aksjeporteføljen forvaltes av eksterne aktive forvaltere. NBIM tar hånd om kjøp av aksjer ved etablering av porteføljer til eksterne forvaltere og når mandatene avvikes. For øvrig handler forvalterne selv. I likhet med intern aktiv forvaltning er kostnadene ved å handle inn i og ut av de eksternt forvaltede porteføljene potensielt betydelige.

Figur 3 viser utviklingen i kvartalsvis handelsvolum for aksjer fordelt på hovedtyper av handler.

Selv om NBIM kun drev med indeksforvaltning, ville handelskostnadene tilknyttet kontantflyt og indeksering være betydelige. Kostnadene er vanskelige å anslå, men vi tror at 25 basispunkter er et rimelig estimat.

Fra 1998 har NBIM hatt to grupper som har handlet aksjer. Én som spesialiserte seg i håndtering av tilflyt av nye midler (kontantflyt, kjøp av aksjer til nye eksterne forvaltere og salg ved avvikling av eksterne porteføljer), og én som spesialiserte seg i handel for intern indeks og aktive strategier, kalt enkeltaksjegruppen. Hver gruppe handler med alle instrumenttypene (aksjer, terminforretninger, valutaavledninger) og

TEMAARTIKKEL 1

samarbeider tett for å bygge opp systemer og rutiner til lavere totale handelskostnader. I tillegg til de som handler, har aksjegruppen spesialiserte operasjonsgrupper som har som oppgave å utvikle og opprettholde nødvendige handelssystemer. NBIMs aksjeavdeling har system-, utviklings-, oppgjørs- og datagrupper som sørger for systemer som kan støtte handelen fra begynnelse (innledning av en handelstransaksjon av en porteføljeleder) til slutt (oppgjør og oppbevaring hos det globale depotet). Det er utviklet avansert handelsinfrastruktur for å kunne samhandle med markedet (både handel og oppgjør).

De siste årene har det vært store endringer i strukturen for global aksjehandel. To større endringer som har innvirket på måten NBIM organiserer aksjehandelen på, er veksten i elektronisk handel og datatilgjengeligheten.

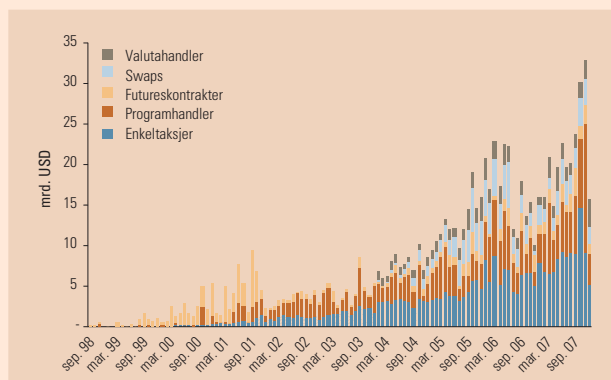
Elektronisk handel direkte mot børser har eksplodert de siste fem årene. Elektronisk handel representerer nå en vesentlig mengde av den totale handelen for de fleste handelsoperasjonene på kjøpesiden. Elektronisk handel gir mange potensielle fordeler, for eksempel stor hastighet, lavere handelskostnader og anonymitet. Men for å kunne handle effektivt elektronisk og hente ut alle fordelene kreves spesialiserte kunnskaper hos de som handler, og spesialiserte og avanserte systemer. NBIMs aksjegruppe begynte å se på elektronisk handel rundt årtusenskiftet og startet å bygge opp systemene tidlig i 2003. Siden den gang har elektronisk handel vokst seg frem til å bli en vesentlig del av vår handel og har bidratt direkte til lavere handelskostnader.

Figur 4 viser utviklingen i NBIMs anvendelse av elektronisk handel for enkeltaksjer. Mellom 60 og 70 prosent handles nå direkte mot børsen.

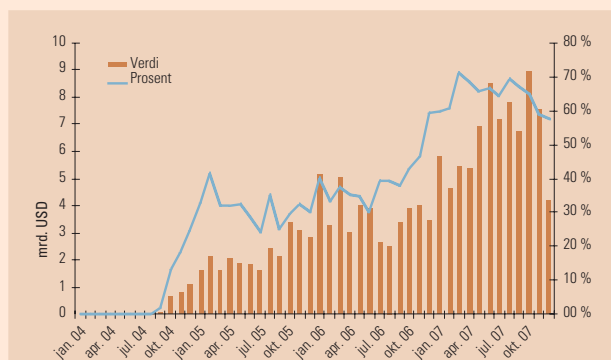
Utbredelsen og tilgjengeligheten av handelsdata har gitt aksjegruppen tilgang til opplysninger og data som er kritiske for forståelsen av handelsprosessen, og som åpner for reduksjon av totale handelskostnader. Det som var vanskelig å beregne og analysere for ti år siden, er nå tilgjengelig takket være dagens systemer. De store mengdene opplysninger og data som er tilgjengelig, i tillegg til antallet og størrelsen på handelstransaksjonene, gir løpende muligheter til å videreutvikle handelssystemer og metoder som kan redusere totale handelskostnader.

NBIMs aksjehandel foregikk de første årene fra Oslo. De fire siste årene skjer handelen også på NBIMs kontor i New York og fra sist høst også ved Shanghai-kontoret.

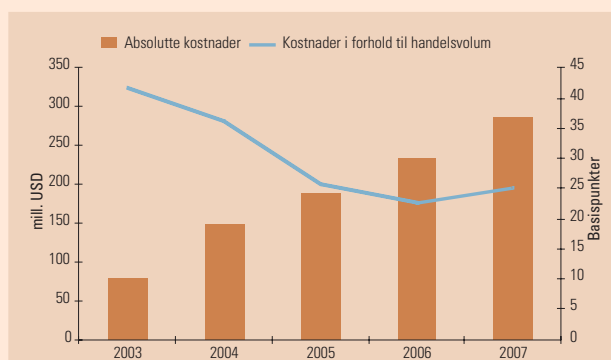
Figur 5 viser utviklingen i de gjennomsnittlige kostnadene ved aksjehandel i NBIM fra 2003 til 2007. Det er en klar nedgang i kostnadene som kan tilskrives både elektronisk handel og andre endringer i NBIMs måter å gjennomføre handelen på. Men også fallende volatilitet i markedene er en viktig forklaring.



Figur 3: Utviklingen i NBIMs handelsvolum for aksjer fordelt på hovedtyper av handler



Figur 4: Utviklingen i NBIMs anvendelse av elektronisk handel for enkeltaksjer



Figur 5: Utviklingen i kostnadene ved aksjehandel i NBIM



Markedseksponering (beta)

For store fond bestemmes mesteparten av forventet avkastning og risiko av de overordnede valgene av strategi for forvaltningen. Særlig viktig er fordelingen av aksjer versus obligasjoner. For SPU treffes disse valgene av Finansdepartementet etter råd fra Norges Bank og med forankring i Stortinget. Strategien er presisert i en referanseportefølje av aksjer og obligasjoner.

Et utgangspunkt for forvaltningen i NBIM er å plassere alle nye midler i samsvar med referanseporteføljen. Slik forvaltning kalles ofte indeksforvaltning. En annen betegnelse er betaforvaltning. Dette navnet gjenspeiler at forvaltningen skal gi den eksponeringen mot systematisk markedsrisiko som oppdrags-giveren har nedfelt som sin langsiktige strategi. Markedsrisiko som er priset i kapitalmarkedet, kalles i finansteorien gjerne beta. Meravkastning ut over det som følger ved en diversifisert eksponering mot markedet, kalles som nevnt over, alpha.

I NBIM er beta- og alphaforvaltningen i stor grad skilt fra hverandre. Det er flere grunner til det. Det er to helt ulike typer forvaltning som stiller forskjellige krav til kompetanse og systemer. I både aksje- og renteforvaltningen er det bygget opp egne grupper med betaforvaltning som spesialitet. Det gir muligheter til å hente ut stordriftsfordeler og fokusere på porteføljestyring og spesielle teknikker for å kunne hente ut noen muligheter for litt høyere avkastning. Også finansteorien gir begrunnelser for å skille beta og alpha i den operative gjennomføringen av forvaltningen.

Betaforvaltningen kan drives med meget lave kostnader. Som vist i en temaartikkel i

årsrapporten for 2001 vil ren indeksforvaltning av SPU ikke gi like høy avkastning som på referanseporteføljen på grunn av ulike typer av transaksjons- og forvaltningskostnader.

Betaforvaltningen i NBIM har siden 1998 gjennomgått store forandringer. Det skyldes dels den betydelige økningen i størrelsen på porteføljen og dels endringer i strategien gitt av Finansdepartementet (og styret i Norges Bank for valutaeservene). Figur 6 viser at strategien har utviklet seg over disse ti årene. De desidert viktigste endringene i referanseporteføljen var inkludering av aksjer med 40 prosent i 1998 og den ytterligere økningen til 60 prosent som ble påbegynt i 2007. I figur 7 vises utviklingen av obligasjonsporteføljen i SPU som et eksempel. Den illustrerer økningen både i volum og i sammensetningen av porteføljen. Først var porteføljen kun i statsobligasjoner. Fra 2002 ble kredittobligasjoner inkludert. Det tok rundt halvannet år å gjennomføre overgangen til ny referanseportefølje. Senere er også realrenteobligasjoner inkludert, og fra 2007 ble vekten av amerikanske bolig-lånsobligasjoner økt. Frem til 2007 satt NBIM all indeksforvaltning av slike boliglån ut til eksterne på grunn av den store kompleksiteten som særlig er knyttet til opsjonselementene. Med større volum fant NBIM at det svarte seg å bygge opp kompetanse på å indeksforvalte disse obligasjonene selv.

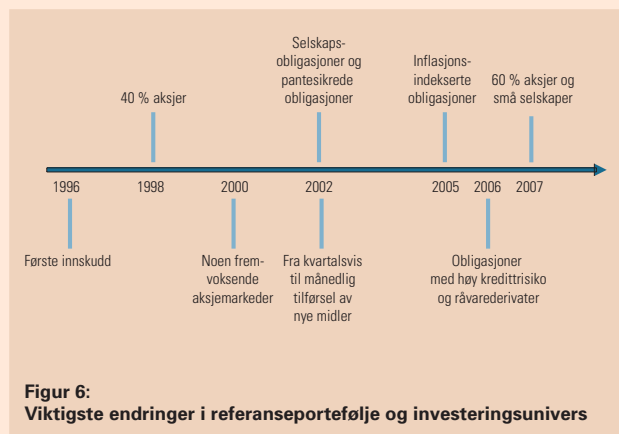
I aksjeporteføljen er nye land inkludert, regionvekter er endret, og i det siste året er små bedrifter inkludert i referanseporteføljen.

Indeksforvaltning betegnes ofte som "passiv" forvaltning. Imidlertid skjer det løpende endringer som porteføljeforvalterne

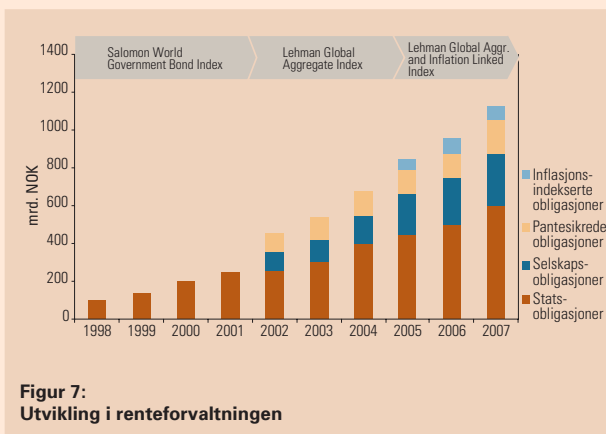
må forholde seg til i tillegg til de nevnte endringene i forvaltningsstrategi. Det gjelder nye aksjer eller obligasjoner som tas inn i indekserne, eller at noen utgår. Videre skjer det hendelser knyttet til de enkelte papirene, som utbetaling av utbytte eller dividende, spørsmål om replaseringer av slike, eller endringer i vektor mellom land og regioner (rebalanseringer). I NBIMs indeksforvaltning brukes slike endringer og også andre muligheter i aktive strategier for å søke å oppnå noe høyere avkastning enn ved ren indeksforvaltning. En viktig forutsetning for denne aktiviteten er svært god og oppdatert kvalitet på data, gode IT-systemer og porteføljeforvaltere som kan fokusere på detaljer.

NBIM hadde de første årene ikke tilstrekkelig egen kompetanse i aksjeforvaltning og kjøpte indeksforvaltningen fra eksterne forvaltere med spesialistkompetanse. Fra 2000–2001 overtok NBIM selv all slik forvaltning. En av grunnene til dette var at NBIM ville bruke indeksporteføljen mer aktivt i styring og gjennomføring av alphaforvaltningen. I aksjeforvaltningen er mye av den aktive forvaltningen i ulike delporteføljer inndelt etter næringssektorer og land eller regioner. Ved selv å drive betaforvaltningen ble det mulig å finstyre tildeelingen av eksterne og interne porteføljer. Eksempelvis kunne man da velge å indeksforvalte i enkelte sektorer der man ikke så de samme mulighetene til å drive aktiv forvaltning som i andre sektorer.

De siste årene er den interne aktive aksjeforvaltningen lagt om til "long-short". Aksjene lånes inn fra betaporteføljen. Det gir lavere finansieringskostnader enn ved å låne i marke-

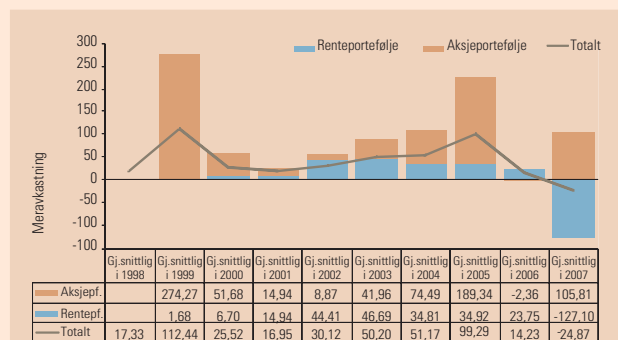


Figur 6: Viktigste endringer i referanseportefølje og investeringsunivers

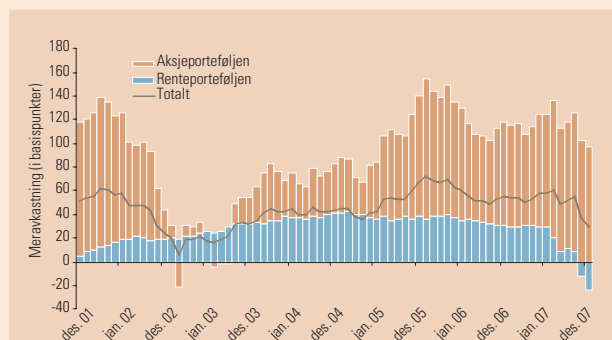


Figur 7: Utvikling i renteforvaltningen

TEMAARTIKKEL 1



Figur 8:
Akkumulert årlig meravkastning 1998–2007



Figur 9:
Tre års rullerende meravkastning (i basispunkter)

det. Den interne betaforvaltningen er blitt en viktig faktor for å kunne gjennomføre den interne aktive forvaltningen på en mest mulig effektiv måte.

Referanseporteføljen for obligasjoner inneholder 9 750 verdipapirer. Det er ikke hensiktsmessig eller kostnadseffektivt å kjøpe alle verdipapirene. I NBIMs betaportefølje er det rundt 4 000 verdipapirer. Ved utvelgelsen søkes det å gjenskape risikoegenskapene til referanseporteføljen på en mest mulig effektiv måte og å velge en overvekt av obligasjoner som kan gi noe høyere avkastning. Risikorammen for denne formen for aktive valg er langt mindre enn i NBIMs aktive forvaltning.

Tabell 1:
Meravkastning og statistiske egenskaper¹

Statistikk (1998–2007)	Totalt	Renter	Aksjer
Gjennomsnitt	39,24	9,35	74,16
Standardavvik	42,05	34,47	88,81
t-verdi	2,69	0,78	2,43
Informasjonsbrøk	0,93	0,27	0,83
Maks. mnd.	42,92	36,30	102,56
Min. mnd.	-41,34	-57,01	-58,66
Skjevhet	-0,30	-2,54	0,53
t-verdi (s)	-1,35	-11,34	2,36
Excess kurtose	3,39	14,10	2,29
t-verdi (k)	7,58	31,52	5,10
JB obs	53,05	1 032,15	28,26
Kritisk JB-verdi	7,98	7,98	7,98
Lillitest	0,11	0,21	0,08
Kritisk verdi Lillitest	0,09	0,09	0,09
Ljung-Box observator	22,52	11,89	25,28
Kritisk Ljung-Box verdi	39,36	39,36	39,36

Meravkastning (alpha)

Meravkastningen til SPU beregnes som forskjellen mellom avkastningen til fondet og avkastningen til referanseporteføljen, og er et mål på hvor godt forvalter har utført forvaltningsoppdraget. I dette avsnittet gjennomgås resultatene for årene 1998 til og med 2007.¹

I figurene 8 og 9 er fondets meravkastning vist. Figurene viser årlig og tre års rullerende avkastning² på henholdsvis fondet totalt og på rente- og aksjeforvaltningen.

For NBIMs første tiår er gjennomsnittlig årlig meravkastning i forvaltningen av SPU 0,39 prosentpoeng (39,2 basispunkter). Målsettingen i strategiplanene for NBIM har vært å oppnå mer enn 25 basispunkter i gjennomsnittlig årlig meravkastning målt over rullerende treårsperioder.³ Figur 9 viser at resultatene har ligget over dette med god margin bortsett fra i noen måneder ved årsskiftet 2002–2003. Ved utgangen av 2007 var siste tre års gjennomsnitt 29,6 basispunkter. I de siste månedene har hele bidraget kommet fra aksjeforvaltningen, mens renteforvaltning for første gang har vist negativ gjennomsnittlig meravkastning.

Statistisk analyse av avkastningen

I dette avsnittet drøfter vi nærmere om det er sannsynlig at fondets meravkastning det første

1) Tallgrunnlaget og metodikken som ligger til grunn for artikkelen, er det samme som i en temaartikkel i årsrapporten for 2005 der resultatene for åtte år ble gjennomgått. Avkastningstallene er de samme som benyttes i årsrapporten, men på grunn av beregnings-tekniske forhold er det noen mindre forskjeller på annualisert basis.

2) Basert på månedlig aritmetisk gjennomsnitt.

3) Som gjennomgått i årsrapportens kapittel 3.1.2 er målet mer presist knyttet til netto verdiskapning ved aktiv forvaltning. Figuren viser kun brutto meravkastning.

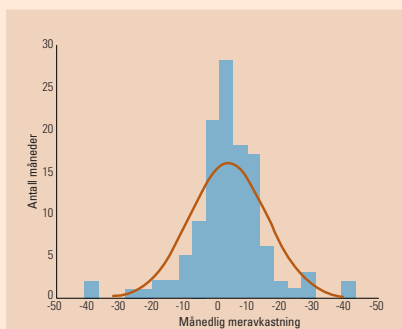
tiåret skyldes tilfeldigheter, eller om det er mer rimelig at den positive meravkastningen kan tilskrives dyktighet i forvaltningen. Sentrale egenskaper ved meravkastningen analyseres, som for eksempel risikoen knyttet til den aktive forvaltningen, om det har vært mer vanlig med svært høye enn svært lave meravkastningsrater, om meravkastningsratene har hatt fetere haler enn normalfordelingen, og om det har vært noen sammenheng mellom meravkastningsratene fra én måned til neste måned. Vurderingene er i stor grad knyttet til tabell 1, som beskriver statistiske egenskaper til meravkastningen på fondet og de to aktivaklassene, renter og aksjer.

De månedlige meravkastninger som ligger til grunn for analysene er vist i figur 10.

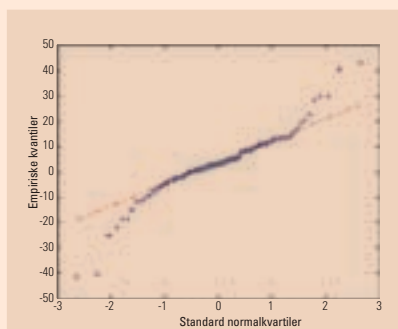
En av rammene for forvaltningen av fondet er satt i form av en maksimal grense på 1,5 prosent (150 basispunkter) for relativ volatilitet (risiko, jf. beretningens kapittel 3.1.7), definert som det estimerte annualiserte standardavviket til differansen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen på referanseporteføljen. Dette er et mål på forventet variasjon i fondets meravkastning. Som vist i tabell 1 er det for perioden fra 1998 til 2007 et gjennomsnittlig standardavvik til meravkastningen (eller relativ volatilitet) beregnet til 42 basispunkter.

Formålet med å ta økt risiko er å oppnå høyere forventet avkastning. Informasjonsraten (IR) beregnes som forholdet mellom meravkastning og relativ volatilitet. IR før kostnader beregnes for perioden fra 1998 til 2007 til om lag 0,93. Dette er en forholdsvis høy IR, noe som indikerer at NBIM har bidratt med høy verdiskapning per enhet

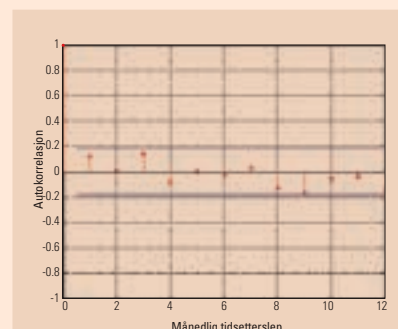
TEMAARTIKKEL 1



Figur 10:
Histogram over månedlig meravkastning 1998–2007



Figur 11:
Normalfordelingsplot over fondets meravkastning (QQ plot) 1998–2007



Figur 12:
Autokorrelasjonskoeffisienter med 1–12 måneders tidsetterslep

aktiv risiko.⁴ Det vil gjennom statistisk analyse være mulig å vurdere hvorvidt dette skyldes dyktighet i forvaltningen eller tilfeldigheter. Det foreligger totalt 120 månedlige observasjoner, noe som gir grunnlag for å beregne en testobservator (t-verdi), som under gitte forutsetninger følger en bestemt sannsynlighetsfordeling. I dette tilfellet anslås t-verdien til 2,7. Sannsynligheten for å observere en så høy t-verdi som følge av rene tilfeldigheter er tilnærmet lik null, og vi kan forkaste hypotesen om at resultatene skyldes tilfeldigheter.

Skjevhet

Den empiriske fordelingen av de historiske meravkastningsratene for SPU viser ikke signifikante skjevheter i fordelingen (se tabell 1). Ved nærmere analyse av aksje- og renteforvaltningen viser imidlertid sistnevnte signifikant skjevhet mot venstre. Det innebærer at det er flere lave enn høye meravkastningsrater.

Fete haler

Som illustrert i figur 10 er det indikasjoner på

fete haler i den empiriske fordelingen. Fete haler innebærer at sannsynligheten for å observere enten høye eller lave avkastningsrater er større enn det man kan forvente gitt normalfordelte avkastningsrater. Dette gjelder både på fonds nivå og for aksje- og renteforvaltningen (se tabell 1). Hvorvidt meravkastningen er normalfordelt eller ikke, kan også illustreres i et normalfordelingsplot (QQ-plot). Fra figur 11 fremgår det at det er flere svært høye og svært lave meravkastningsrater enn det som forventes for normalfordelte avkastningsrater. Det innebærer at når man vurderer den relative risikoen til fondet, må man være noe forsiktig med å basere sannsynlighetsvurderinger på normalfordelingen. Det kan være at sannsynligheten for å observere både høye og lave meravkastningsrater er større enn det normalfordelingen tilsier.

Autokorrelasjon

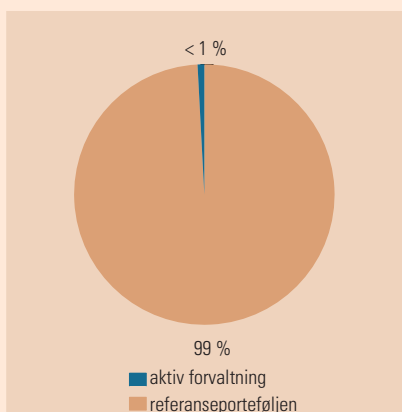
Det er et uttalt mål for NBIMs investeringsstrategi at det skal tas et stort antall investeringsbeslutninger som er uavhengig av hverandre både på et gitt tidspunkt og over tid. Investeringsfilo-

sofien er beskrevet i temaartikler i tidligere årsrapporter. Filosofien er basert på “the Fundamental Law of Active Management” (FLAM). Når vi analyserer fondets avkastningsrater, er det derfor viktig å vurdere om avkastningen i én måned er (lineært) uavhengig av avkastningen i måneden før. Analysene viser at det ikke er slik at høyere enn gjennomsnittlig meravkastning i én gitt måned følges av høyere enn gjennomsnittlig meravkastning i de følgende månedene. Det er heller ikke identifisert noen negativ samvariasjon mellom meravkastningsratene over tid. Denne uavhengigheten over tid i meravkastningsrater er konsistent med investeringsfilosofien til NBIM.

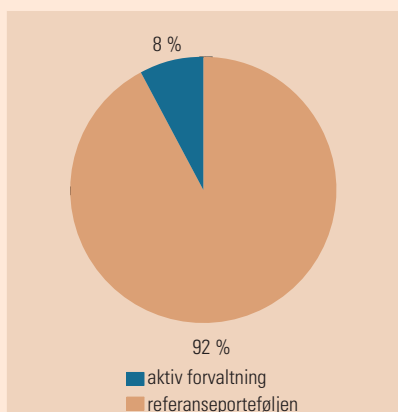
Autokorrelasjonskoeffisienter er vist i figur 12. Korrelasjonen, som er beregnet for et tidsetterslep på 1–12 måneder, viser sammenhengen mellom avkastningen i en gitt måned og avkastningen 1–12 måneder tidligere. De blå heltrukne linjene i figuren viser 95 prosent konfidensintervallet for koeffisientene. Ingen av korrelasjonene ligger utenfor intervallet og er derfor ikke signifikant forskjellig fra null. Hypotesen om at det er autokorrelasjon er også forkastet gjennom andre tester (se tabell 1).

Aktiv forvaltning og fondets totalrisiko

I dette avsnittet kartlegger vi om den aktive forvaltningen har påvirket fondets totalrisiko, om fondets meravkastning har vært uavhengig av avkastningen til referanseporteføljen, og om deler av meravkastningen kan tilskrives at fondet har hatt større markedseksponering enn referanseporteføljen.

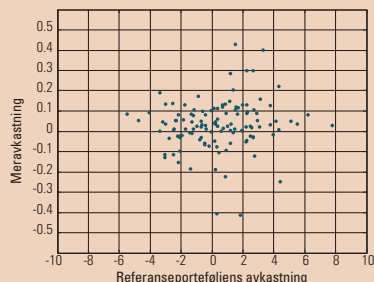


Figur 13:
Fondets absolutte risiko og bidrag fra aktiv forvaltning 1998–2007



Figur 14:
Fondets totale avkastning og bidrag fra aktiv forvaltning 1998–2007

4) Informasjonsraten gir indikasjoner på hvor god den aktive forvaltningen har vært, justert for risiko som er tatt. Man skal imidlertid være forsiktig med å kun benytte informasjonsraten som indikator på hvor god den aktive forvaltningen har vært. Det er i finansindustrien ingen offisiell standard for hva som regnes for god/høy verdi på informasjonsraten. Det refereres imidlertid ofte til at informasjonsrater over 0,5 anses som svært godt.



Figur 15:
Månedlig meravkastning og avkastning på referanseporteføljen. Prosent



Figur 16:
Månedlig avkastning på faktisk portefølje og på referanseporteføljen

Fra figur 13 fremgår det at den aktive forvaltningen i mindre grad påvirker fondets absolutte risiko i perioden 1998–2007. Risikobidraget fra aktiv forvaltning utgjør under 1 prosent av fondets samlede risiko.

Figur 14 viser at aktiv forvaltning har økt fondets avkastning i mye større grad enn bidraget til risiko. Meravkastningen knyttet til den aktive forvaltningen har utgjort om lag 8 prosent av fondets samlede avkastning.

Som vist i figur 15 har det ikke vært signifikant sammenheng mellom meravkastningen og avkastningen på referanseporteføljen. Derfor er ikke fondets samlede volatilitet blitt påvirket i særlig grad av den aktive forvaltningen. For alle praktiske formål er det ingen forskjell mellom standardavvikene til fondet og referanseporteføljens avkastning (se tabell 16).

Både fondets lave relative risiko og det at fondets samlede risiko ikke i stor grad påvirkes av den aktive forvaltningen, er et resultat av forvaltningsstilen. Det er liten sammenheng mellom meravkastningsratene i aksje- og renteporteføljen, og det er også liten sammen-

Regresjonsmodell

Formålet med regresjonen er å estimere en (lineær) sammenheng mellom avkastningen på fondet og avkastningen på referanseporteføljen. Det gjøres ved å beregne stigningstallet og skjæringspunktet med y-aksen for en rett linje som minimerer den vertikale avstanden mellom punktene i figur 16 og linjen.

$$R_{pf,t} = \alpha + \beta R_{BM,t} + \epsilon_t$$

$R_{pf,t}$	fondets avkastning i måned t
$R_{BM,t}$	referanseporteføljens avkastning i måned t
ϵ_t	ikke-systematisk variasjon i fondets avkastning
β	fondets systematiske risiko relativt til referanseporteføljen
α	fondets risikojusterte meravkastning

Alpha (α , skjæringspunktet med y-aksen) er et mål på avkastningen der det justeres for porteføljens markedseksponering (beta). Dersom alpha er større enn null, betyr det at differanseavkastningen justert for porteføljens markedseksponering er positiv. Det betyr igjen at forvalter har bidratt til positiv verdiskapning utover det som kan oppnås ved å endre porteføljens markedsrisiko relativt til referanseporteføljens markedsrisiko. Når alpha er mindre enn null, er differanseavkastning justert for porteføljens markedseksponering negativ.

Beta (β , stigningstallet til den rette linjen) er et mål på om avkastningen på den faktiske porteføljen er mer eller mindre følsom enn avkastningen på referanseporteføljen. Dersom beta er større enn 1, betyr det at en avkastning på for eksempel 10 prosent på referanseporteføljen i gjennomsnitt følges av en avkastning på faktisk portefølje som er større enn 10 prosent. Er beta mindre enn 1, vil avkastningen på faktisk portefølje i gjennomsnitt være mindre enn 10 prosent.

R-kvadrert forklarer hvor stor andel av variasjonen i avkastningen på den faktiske porteføljen som forklares av variasjonen i avkastningen på referanseporteføljen. Desto høyere R-kvadrert er, desto bedre replikerer faktisk portefølje referanseporteføljen. Man kan si at faktisk portefølje er en god sikring for referanseporteføljen. Det siste forutsetter i tillegg at beta til faktisk portefølje relativt til referanseporteføljen er tilnærmet lik 1.

heng mellom meravkastningsratene til de ulike mandatene innenfor henholdsvis aksje- og renteporteføljen.

Porteføljeavkastning, markedets avkastning og porteføljens meravkastning

Fra figur 16 ser det ut som om punktene plottes langs en rett linje som har stigningstall lik en (1). Sammenhengen mellom referanseporteføljens avkastning og porteføljens avkastning kan analyseres ved hjelp av en regresjonsmodell (jampfør egen boks).

Resultatene fra regresjonene er oppsummert i tabell 2. Fondets beta relativt til referanseporteføljen er estimert til 1,0059 (ikke signifikant forskjellig fra 1,00), noe som innebærer at fondet har om lag samme markedseksponering som referanseporteføljen. NBIM har altså i sin forvaltning valgt ikke å operere med en systematisk risiko som avviker i særlig grad fra referanseporteføljens systematiske risiko. Tabell 2 viser at R-kvadrert på 0,9975, noe som for alle praktiske formål innebærer all

avkastning i den faktiske porteføljen, kan forklares av variasjoner i referanseporteføljen.

Avkastning i referanseporteføljen forklarer "all" avkastning i den faktiske porteføljen. Det samme gjelder risiko. Som vist i tabell 3 er over 99 prosent av samlet risiko knyttet til referanseporteføljen. Årsaken til at verdipapirspesifikk risiko er noe lavere enn bidraget fra aktiv forvaltning til risiko i figur 13, skyldes at beta i virkeligheten har avviket fra 1 (noe høyere).

Dyktigheten i forvaltningen kan i prinsippet vurderes ved å beregne hvor stor avkastningen på porteføljen burde vært gitt den markedseksponeringen som er tatt, og deretter beregne forskjellen mellom faktisk avkastning og den risikojusterte avkastningen. Det er ulike tilnærminger for hva som anses som relevant risiko å justere for ved beregning av risikojustert avkastning. En tilnærming er å ta utgangspunkt i den klassiske kapitalverdimodellen (CAPM) slik vi har gjort i disse enkle beregningene. Imidlertid er det mange forutsetninger som må innfris før man kan si at modellen gir et helt korrekt bilde av verden.

TEMAARTIKKEL 1

Det er andre modeller (f.eks. fler-faktor-modeller) som i større grad enn CAPM fanger opp flere av de reelle risikofaktorene i en portefølje. Bruken av CAPM er likevel fortsatt ofte foretrukket på grunn av sin enkelhet. Merk at begrepet "risikojustert" avkastning i dette avsnittet er knyttet til en én-faktor-modell i tråd med klassisk CAPM. Med risikojustering menes å beregne hvor stor avkastningen på porteføljen ville ha vært gitt den markeds-eksponeringen som er tatt. Vi benytter samme regresjonsanalysen som presentert i tabell 2, for å risikojustere avkastningen basert på disse forenklete forutsetningene. Dersom avkastningen på porteføljen er større enn den "risikojusterte" avkastningen, har forvalter oppnådd "risikojustert" meravkastning og dermed gjort det "bedre enn markedet". Det motsatte er tilfellet dersom den "risikojusterte" differanseavkastningen er negativ.

Som vist i tabell 2 er det for fondet beregnet en årlig gjennomsnittlig meravkastning til 39,2 basispunkter. Den "risikojusterte" meravkastningen (alpha) anslås til 36,4 basispunkter, som er 2,8 basispunkter lavere enn ujustert meravkastning og er signifikant større enn null (t-verdi lik 2,7).

Fondets alpha er 2,8 basispunkter lavere enn den gjennomsnittlige meravkastningen. Dette kan tilskrives kombinasjonen av en beta som overstiger 1,00 og positiv gjennomsnittlig avkastning for referanseporteføljen i perioden. Faktisk portefølje har hatt marginalt høyere systematisk risiko enn referanseporteføljen, som det korrigeres for i beregningen av fondets alpha. Disse resultatene er konsistent med de konklusjonene som ble trukket i temaartikler i årsrapporten for 2003 ("Resultater fra seks år med aktiv forvaltning") og 2005 ("Analyse av Norges Banks resultater").

Betaavvikene har som vist i tabell 2, hatt liten betydning for meravkastningen i porteføljene. Tabell 4 viser at disse avvikene heller ikke har påvirket porteføljenes relative risiko i særlig grad. For fondet utgjør risikoen knyttet til betaavviket under 1 prosent av samlet relativ risiko. Dette tilsvarer om lag 0,2 basispunkter, mens den verdipapirspesifikke risikoen måles til 41,8 basispunkter. Fondets samlede relative risiko har vært på 42 basispunkter. For renteporteføljen bidrar betaavviket med om lag 0,4 prosent av samlet relativ risiko, som tilsvarer 0,1 basispunkt av en samlet risiko på 34,5 basispunkter.

I aksjeporteføljen står betaavviket for 2,3 prosent av samlet relativ risiko, som tilsvarer 2,0 basispunkter av totalt 88,8 basispunkter.

Tabell 2: Regresjonsanalyse

Regresjon (1998–2007)	Totalt	Renter	Aksjer
Estimert alpha	36,44	11,58	67,43
t-verdi på alpha	2,71	1,05	2,41
Estimert beta	1,0059	0,9946	1,0113
t-verdi på beta	1,27	-1,23	2,17
R-kvadrert	0,9975	0,9977	0,9969
Standardavvik til feilledd	41,94	34,40	87,45

Meravkastning fordeling (1998–2007)	Fond	Renter	Aksjer
Gjennomsnittlig meravkastning (bp)	39,24	9,35	74,16
Gjennomsnittlig alpha (bp)	36,44	11,58	67,43
Gjennomsnittlig beta (bp)	2,80	-2,22	6,72

Tabell 3: Fordeling av systematisk og ikke-systematisk risiko – absolutt risiko (1998–2007)

	Totalt	Renter	Aksjer
Sum risiko (bp)	834,9	712,0	1 570,1
Betarisiko (bp)	832,8	710,3	1 565,2
Verdipapirspesifikk risiko (bp)	2,1	1,7	4,9
Sum risiko (prosent)	100,0	100,0	100,0
Betarisiko (prosent)	99,7	99,8	99,7
Verdipapirspesifikk risiko (prosent)	0,3	0,2	0,3

Tabell 4: Fordeling av systematisk og ikke-systematisk risiko – meravkastning (1998–2007)

	Totalt	Renter	Aksjer
Sum risiko (bp)	42,0	34,5	88,8
Betarisiko (bp)	0,2	0,1	2,0
Verdipapirspesifikk risiko (bp)	41,8	34,3	86,8
Sum risiko (prosent)	100,0	100,0	100,0
Betarisiko (prosent)	0,5	0,4	2,3
Verdipapirspesifikk risiko (prosent)	99,5	99,6	97,7

Definert gjennom en forenklet modellverden, nærmere bestemt ved kapitalverdimo-dellen CAPM, indikerer den gjennomførte regresjonsanalysen at den aktive forvaltningen har gitt en signifikant risikojustert meravkastning i perioden. Det er imidlertid viktig å presisere at én-faktor-modellen (CAPM) ikke fanger opp alle relevante risikofaktorer, og at det i praksis er svært vanskelig å vurdere hvor mye av bidragene fra aktiv forvaltning som kan sies å være basert på forvalters dyktighet, og hva som kan tilskrives enkel eksponering mot priset risiko.

Oppsummering

Analysene gitt over indikerer at NBIMs aktive forvaltning av SPU har gitt et statistisk signifikant positivt bidrag til avkastningen. Det er oppnådd signifikant meravkastning i både aksje- og renteforvaltningen. Meravkastning er oppnådd til tross for begrenset risikotaking i den aktive forvaltningen. Den positive meravkastningen har vært oppnådd i både stigende og fallende markeder og kan tilskrives et stort antall enkeltposisjoner.

Eierskapsutøvelse

Med de nye etiske retningslinjene som Finansdepartementet fastsatte i november 2004, ble utøvelse av eierrettigheter en av NBIMs viktigste oppgaver. Som aktiv eier i mer enn 7 000 selskaper skal NBIM 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.

Den norske debatten om etiske retningslinjer startet våren 1997. Da Stortinget første gang drøftet forslagene fra Norges Bank og Finansdepartementet om å inkludere aksjer, var også etiske kriterier blant de berørte temaene. Siden har egne etiske retningslinjer vært en del av arbeidet med utformingen av forvaltningen. Norges Bank utførte i 1998 og 1999 utredninger av konsekvenser ved ulike former for etiske kriterier. Fra 2001 til 2004 forvaltet NBIM en egen delportefølje basert på definerte miljøkriterier. Finansdepartementet benyttet en konsulent og ga banken en egen referanseportefølje for miljøfondet.

Norges Bank deltok i det utvalget som i 2002 og 2003 foretok en grundig vurdering av etikk i forvaltningen og støttet hovedkonklusjonene fra utvalget. Med de nye etiske retningslinjene i 2004 fikk banken et

utvidet ansvar for å drive aktiv utøvelse av eierskap. Oppdraget, og hvordan NBIM hittil har utført dette, er nærmere omtalt i kapittel 4.1 i årsrapporten og i den påfølgende temaartikkelen.

Fra aksjeforvaltningen startet i 1998 delegerte NBIM oppgaven med å stemme på vegne av Norges Bank til de eksterne forvalterne. I 2003 begynte NBIM å stemme for aksjene som ble forvaltet internt, og fra 2005 tok man også over stemmegivningen for de eksternt forvaltede porteføljene. Men det å stemme på generalforsamlinger er bare ett av mange virkemidler NBIM benytter for å nå ambisjonene for eierskapsutøvelsen. Det foregår i økende grad direkte dialoger med selskapers styrer og ledelse, og det samarbeides med andre investorer for å øke gjennomslagskraften.

De etiske retningslinjene pålegger Norges Bank at eierskapsutøvelsen skal skje på basis av at Pensjonsfondet har en svært lang tids-horison for investeringene, og at kapitalen er bredt plassert i markedene. Det forplikter banken til å arbeide for den langsiktige bærekraften til markedene.

Strategi

Etter forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank skal banken gi råd om fremtidig overordnet strategi for forvaltningen. Banken bidro aktivt som rådgiver også til selve etableringen av hvordan forvaltningen burde organiseres. Blant de sentrale anbefalingene var å skape et skarpt skille mellom politisk ansvar for å fastsette risikovilje og overordnet strategi og den løpende forvaltningen. Den første anbefalingen om å investere i det globale aksjemarkedet ble gitt i april 1997.

Rådene fra Norges Bank er gitt i formelle brev fra hovedstyret. Alle er offentliggjort. NBIM har deltatt aktivt i arbeidet med utforming av rådene, men helt frem til 2007 var det en egen stabsfunksjon på utsiden som hadde som hovedoppgave å bidra i utformingen av rådene. Ansvar for bankens rådgivning om investeringsstrategien ble flyttet til NBIM med virkning fra 1. januar 2007.

Bankens råd om investeringsstrategi har dels vært de store linjene, slik som valg av aktivklasser og fordeling mellom aktivklassene, og dels vært innenfor utøvelse av eierskap og retningslinjer for etisk forvaltning, risikorammer, valg av referanseindekser, rebalanseringsregime mv. I tillegg har banken fra tid til annen gitt råd av mer teknisk karakter og dessuten noen fortolkninger av departementets retningslinjer.



TEMAARTIKKEL 1

I rammen nedenfor har vi omtalt noen av de rådene som Norges Bank har gitt til Finansdepartementet opp gjennom årene. På våre nettsider finnes en fullstendig oversikt over alle brev.

13. mars 1996	Forslag til retningslinjer for forvaltningen i en oppstartsfase, hvor det er lagt til grunn at fondets verdi også kunne falle. Anbefaling om plasseringer i statspapirer utstedt i europeiske valutaer
2. mai 1996	Revidert forslag til retningslinjer, der også spørsmålet om investeringer i aksjer blir omtalt
10. april 1997	Påpekning om at forvaltningen av fondet må skje ut fra en entydig rollefordeling mellom oppdragsgiver (Finansdepartementet) og operativ forvalter (Norges Bank), og forslag om at minst 30 prosent av fondet skal investeres i aksjer, at det skal være en bred spredning i investeringene, og at departementet bør fastlegge en ramme for aktiv markedsrisiko for fondets investeringer
22. august 1997	Nærmere utdyping av forslagene fra april 1997, inklusiv maksimal ramme for relativ markedsrisiko (1,5 prosent relativ volatilitet)
22. april 1998	Alternative modeller for å innføre etiske retningslinjer for fondets forvaltning
16. mars 1999	Konsekvenser av å innføre miljøretningslinjer for fondets investeringer
16. mars 1999 26. august 1999 30. august 2000	Vurdering av å inkludere fremvoksende markeder i fondets investeringsunivers for aksjer. Drøfting av krav som bør være oppfylt før nye land inkluderes, rammer for investeringene og konkrete forslag til hvilke land som skal inkluderes i referanseporteføljen
29. mars 2000	Forslag til retningslinjer for et miljøfond som Finansdepartementet har besluttet å opprette
25. april 2000	Anbefaling om å øke eierandelsbegrensningen i aksjeselskaper fra 1 til 3 prosent
5. september 2000	Vurdering av valg mellom egen og ekstern forvaltning
15. mars 2001	Forslag om å utvide referanseporteføljen for renter fra kun å gjelde statsobligasjoner til også å omfatte selskapsobligasjoner, pantelikrede obligasjoner og andre obligasjoner utstedt av offentlig sektor (delstater, kommuner, statselskaper mv.)
22. august 2001	Anbefaling om å gå fra kvartalsvis til månedlig tilførsel til fondet
12. februar 2003	Gjennomgang av bankens eierskapsutøvelse og forslag om mer aktiv eierskapsutøvelse for å sikre fondets finansielle interesser
19. desember 2003	Uttalelse til forslaget fra Graver-utvalget om å innføre etiske retningslinjer for fondets forvaltning
5. og 26. februar 2004	Evalueringsrapport av forvaltningen av Miljøfondet og forslag om utvikling når nye etiske retningslinjer blir vedtatt
11. mars 2005	Forslag om en rekke endringer i den operative forvaltningen av fondet, inklusiv å øke maksimal eierandel fra 3 til 10 prosent, åpne for bruk av råvarekontrakter, oppheve land- og valutarestriksjoner i universet, fjerne grensen på 5 prosent for fremvoksende aksjemarkeder og oppheve egne grenser for kredittrisiko i renteporteføljen, i tillegg til å innføre separate krav til motpartsrisiko
10. februar 2006	Anbefaling om å øke aksjeandelen fra 40 til 50 eller 60 prosent
20. oktober 2006	Anbefaling om å tillate investeringer i fast eiendom og infrastruktur (inntil 10 prosent) og i unoterte aksjer (inntil 5 prosent) og å inkludere små børsnoterte selskaper i referanseporteføljen for aksjer

Kompetanse og tillit

NBIM har i de ti første årene levert resultater langs de fem dimensjonene av aktiviteter. Det vil være ulike vurderinger av hvor gode de er, og av hva som er de viktigste sluttproduktene. En viktig dimensjon ved vurderingen er graden av tillit til NBIM og forvaltningen som utøves. I løpet av de ti første årene er det fremkommet mange eksempler på at omverdenen har stor tillit til virksomheten i NBIM. I en særstilling står tillit vist fra de politiske myndigheter. Men det er også tegn som tyder på at NBIM er akseptert som forvalter blant andelseierne av fondet, den norske befolkningen, og at man har oppnådd stor grad av anerkjennelse i det internasjonale finansmiljøet.

Fra starten av har høy tillit vært blant NBIMs hovedmål. Det er imidlertid vanskelig å måle tillit. Det er heller ikke lett å holde tillit som mål atskilt fra mål om meravkastning. De henger sammen; uten gode finansielle resultater er det vanskelig å bygge tillit. Med gode finansielle resultater, men med sviktende kontroll og manglende integritet, er det også vanskelig å bygge tillit.

Et annet resultat av NBIMs ti første år er at det er bygget en omfattende spesialistkompetanse på å forvalte statens midler i de internasjonale finansmarkedene. Staten eier gjennom Norges Bank en bedrift som er i stand til å ta vare på en inntektsstrøm som nå (i normalår) utgjør 4–6 prosent av BNP utenom petroleum, som om ti år kan være kanskje 8–10 prosent av BNP – større enn alle andre næringer utenom petroleum. Denne bedriften har kompetanse til å håndtere varierende strategiendringer, stor tilførsel av ny kapital og har ekspertise og kultur til å sikre at ingen kroner unødig kastes bort i ekstra kostnader under transaksjoner eller i ekstern forvaltning.

Kompetansen i forvaltningen og tillit til måten sparekapitalen forvaltes på, er viktige bidrag til at Norge kan møte den langt mer grunnleggende utfordringen – fortsatt spare brorparten av nye petroleumsinntekter for fremtidige generasjoner.

De viktigste veivalgene

NBIM har ved passering av ti år merket noen distinkte karaktertrekk som forvaltningsbe-drift. Disse kan kanskje langt på vei både forklare resultatene som er oppnådd, og også bidra til å belyse forskjellen mellom NBIM og andre internasjonale fond og forvaltningsvirksomheter. I dette avsnittet skal vi konkretisere karaktertrekkene nærmere og gå inn på noen eksplisitte veivalg som har vært viktige i utfor-mingen av NBIM.

Veivalgene har dreid seg om å reise en visjon for virksomheten, fastsette en strategi, trekke opp prinsipper for ledelse og utvikling av organisasjonen og etablere et sett av felles kjerneverdier.

Visjon

Prosjekt Kapitalforvaltning la i mai 1997 frem sin forretningsplan for bankens ledelse. Visjonen for den fremtidige organisasjonen, Norges Bank Kapitalforvaltning (KAP), ble her formulert som:

“KAP skal opparbeide en kompetanse av internasjonal toppklasse på forvaltning av kapital i de internasjonale markedene og oppnå en meravkastning i forhold til definer-t benchmark basert på å utnytte rammer for risiko på en optimal måte. Det skal legges betydelig vekt på risikostyring, kontroll og rapportering. KAP som avdeling – og de enkelte medarbeidere i KAP – skal fremstå på en tillitvekkende måte i forhold til omverdenen.”

Visjonen pekte på at NBIM skulle bli av inter-nasjonal toppklasse. Begrunnelsen for det var enkel, fondet ville bli blant verdens største kapitalbaser. Kvaliteten på forvaltningen ville over tid få stor nasjonaløkonomisk betydning. Da måtte også kompetansen til forvalteren være helt i tet internasjonalt.

Men i den første setningen fulgte også en nærmere konkretisering av ambisjonen for den fremtidige organisasjonen; man skulle skape verdi ved aktiv forvaltning. Dette var på ingen måte selvsagt. Det ville være hensiktsløst å investere ekstra ressurser på å forsøke å “slå” markedene, ut fra rådende finansteori som baserte seg på at markedene var effisiente – og som også langt på vei viste rimeligheten av slik effisiens i de mest likvide markedene. Det

beste ville være å drive billigst mulig forvaltning av bredt diversifiserte markedsporteføljer (indeksforvaltning). En overveldende empirisk forskning støttet dette; kun få kapitalforvaltere har lyktes med å skape merverdi konsistent over tid. Økonommiljøene i Norges Bank og Finansdepartementet hadde god kunnskap om denne forskningen.

Likevel, prosjekt Kapitalforvaltning konkretiserte sin aspirasjon til å bli blant de få forvalterne som lyktes med aktiv forvaltning. Flere begrunnelser ble gitt utover i 1997 overfor bankens styre og representantskap: Det nytter ikke med ambisjoner om internasjonal toppklasse uten at organisasjonen får et konkret mål å arbeide ut fra. Målet om meravkastning er svært konkret, det er ambisiøst – og hvorvidt man når det eller ikke, kan avleses på målbare resultater over tid.

Videre ble det vist til at en eventuell suksess med aktiv forvaltning kunne gi stor ekstra avkastning, altså at dette var et viktig mål i seg selv. Et tilleggsargument var at risiko-styring og kontroll ville bli bedre om man åpnet for noe aktiv forvaltning enn om målet fra starten av kun ble å replikere indekssavkastning. Et tilsynelatende paradoks; noe mer markedsrisiko i egenskap av en risikoramme for aktiv forvaltning ville redusere den totale risikoen i forvaltningen. Forklaringen var at konkrete mål om verdiskapning nedfelt som forventninger til ledere, avdelinger og de enkelte medarbeidere, ville medføre at hver og en ville måtte involvere seg i kvaliteten på grunnleggende innsatsfaktorer i forvaltningen: risikomåling, avkastningsmåling, effektivitet i verdi-papirhandlene, datakvalitet, oppgjør mv.

I siste del av den første setningen i visjonen trekkes en linje over til strategien for virksomheten. Meravkastningen skal baseres på at man utnytter rammer for risiko på en optimal måte. Dette skal vi belyse nærmere under.

Den andre og tredje setningen i visjonen er også helt sentrale for en bedrift som skal forvalte et lands finansielle formue: store krav til risikostyring, kontroll, rapportering og integritet. I den påfølgende operasjonaliseringen der visjon ble gjort om til konkrete mål, ble disse kravene gjort til en basis for virksomheten; eventuell meravkastning har ikke verdi om virksomheten ikke er tuftet på gode kontroll- og styringssystemer og utøves med absolutte



TEMAARTIKKEL 1

krav til integritet både i organisasjonen og hos den enkelte medarbeider.

Oppsummeringen etter de ti første årene viser at den aktive forvaltningen i NBIM har vært lønnsom, og at ambisjonen var viktig for å bygge opp profesjonalitet og kompetanse. Skepsisen man møtte de første årene fra økonomilmiljøene i Norges Bank og Finansdepartementet, var kanskje en god spore til å bygge en strukturert og gjennomtenkt investeringsstrategi?

Strategi

Forretningsplanen for Prosjekt Kapitalforvaltning meislet ut en strategi for utvikling av virksomheten for de første årene. Fra 1999 er det med to års mellomrom fastsatt strategiplaner. Disse har vært hovedstyrets viktigste instrument for å styre virksomheten.

De første årene var det mest sentrale strategiske spørsmålet: Hvordan oppnå best mulig resultat i den aktive forvaltningen? Hva slags innretning av investeringene gir høyest mulig sannsynlighet for å oppnå meravkastning konsistent over tid?

Som nevnt var fokuset fra starten av å utnytte risikorammene optimalt. I en egen temaartikkel i årsrapporten for 1999 ble dette utdypet nærmere. Her ble "The Fundamental Law of Active Management" (FLAM) presentert.⁵ Kjernen i teorien er at man maksimerer forventet informasjonsrate ved å spre den aktive forvaltningen på flest mulig uavhengige posisjoner. Sagt på en annen måte; fremfor å ta store top down-posisjoner bør man ta mange flere beslutninger, som hver og en trekker mindre av risikorammen, og organisere forvaltningen slik at disse beslutningene er mest mulig uavhengig av hverandre.

Flere faktorer spilte inn ved valget av FLAM som utgangspunktet for NBIMs aktive forvaltning. I NBIMs kjernekompetanse var det grobunn for å anvende finansteori og tilnærme seg strategi på en strukturert, nær vitenskapelig måte. Dette var delvis en "arv" fra forvaltningsmiljøet i Norges Bank og ble styrket med de første årenes rekruttering av nøkkelpersoner. Akademisk bakgrunn og ferdigheter ble tillagt større vekt i NBIM enn i mange andre norske og internasjonale forvaltningsmiljøer.

FLAM var et naturlig valg også ut fra den særegne situasjonen NBIM stod overfor i 1998

med stor grad av skepsis til aktiv forvaltning i omgivelsene rundt. Om de første årene ga negative resultater, kunne det bety kursendring for utvikling ikke bare av forvaltningsstrategien, men også av prinsippene for å bygge og drive organisasjonen. Med FLAM hadde NBIM en velfundert begrunnelse for ikke å la enkeltbeslutninger kunne få stor påvirkning av forvaltningsresultatet.

Valget av FLAM ble stadfestet i hver av de fire strategiplanene som hovedstyret fastsatte for NBIM i årene 2000 til 2007. I årsrapporten for 2003 ble strategien presentert på nytt. Prinsipper og prioriteringer var som i den omtalte artikkelen fra 1999, men også med oppdatering basert på noen års erfaringer.

Strategien er fulgt i både aksje- og renteforvaltningen. Det er gitt forrang til aktiv forvaltning basert på fundamentale analyser og relativ verdi-strategier. Dette er også lagt til grunn i valgene av eksterne forvaltere. Fra starten av opererte NBIM med tre forvaltningsavdelinger: aksjer, renter og taktisk aktivaallokering. I den taktiske allokeringen var risikotakingen naturlig konsentrert om få posisjoner. Resultatene var ikke tilfredsstillende, og avdelingen ble lagt ned etter tre år.

Med FLAM fulgte også svært viktige føringer for hvordan NBIM skulle ledes og organiseres. Investeringsstrategi og prinsipper for organisering ble to sider av samme sak. For å sikre størst mulig uavhengighet i de aktive beslutningene fulgte man følgende prinsipper:

- Det skulle være størst mulig grad av delegering av forvaltningsbeslutninger til grupper og individer.
- Det skulle ikke være et overordnet investeringsyn og top down-styring i investeringene.
- Det var ingen komitébeslutninger.
- Det ble brukt både eksternt og intern forvaltning.
- Ved valg av eksterne forvaltere ble forvaltere med fundamentale strategier gitt forrang.
- I den interne forvaltningen ble den enkelte porteføljeforvalter gitt ressurser og arbeidsmuligheter til å bygge spesialistkompetanse.

Utkontraktering er et annet viktig strategisk veivalg i NBIM. Fra og med den første strategiplanen hovedstyret fastsatte, har et bærende prinsipp for NBIM vært å utkontraktere mest mulig av det som ikke var definert som kjernevirksomhet. Begrunnelsen var dels å innrette knappe ledelsesressurser på oppgaver det ikke

ville være mulig å sette bort til andre, dels å oppnå høyere kvalitet og større utviklingshastighet. Begrunnelsen var ikke å spare kostnader. Det var en erkjennelse fra starten av – som nok er bekreftet underveis – at outsourcing kan bety noe høyere driftskostnader enn ved egen produksjon. Lønnsomhet ved slike valg følger av bedre kvalitet og bedre styring av gjenværende virksomhet.

Ledelse

Allerede ved etableringen innså man at NBIM over mange år ville stå foran kontinuerlige endringer. Stor vekst i kapital under forvaltning ville også innebære vekst i organisasjonen og løpende nyutvikling i systemer og forvaltning. Videre var det forventninger om at Finansdepartementet og Stortinget ville gjøre endringer i den overordnede forvaltningsstrategien.

Med disse særegne utfordringene fulgte naturlig nok krav til at NBIMs ledere måtte være endringsorienterte og fleksible. Ingen ledere kunne regne med å beholde sin lederposisjon eller sitt ansvarsområde over lengre tid. Lederoppgaver ble definert som stafett-etapper. Før eller senere kommer tidspunktet for å gi stafettspinnen videre. Det ble holdt lederevalueringer og benyttet eksternt hjelp for å trene både ledergruppen i NBIM og den enkelte leder.

Fra starten av var NBIM en liten organisasjon uten behov for flere ledelsesnivåer og med liten formell forskjell på ledere og øvrige medarbeidere. Som i moderne kunnskapsbedrifter tok ledelsen mer utspring i naturlig autoritet enn i den formelle. Fagkompetanse var i praksis likestilt med lederrolle. Sammen med den løpende veksten i oppgaver med tilhørende utvikling i tilfang av interessante karrieremuligheter, har dette gjort det enklere å endre på ledelse og struktur i NBIM enn i mange andre typer virksomheter.

Den uformelle lederstilen og varsomheten med å anvende formell autoritet har vedvart selv om NBIM har vokst i størrelse og kompleksitet. NBIM er ikke bare en kompetansebedrift, den er også avhengig av å rekruttere, utvikle og beholde særskilte talenter. Erfaringene fra de ti første årene, som i global forvaltningsindustri for øvrig, er at kun virksomheter med særskilt dyktige og talentfulle personer makter å skape verdi for sine kunder. Dette stiller helt særegne krav til ledelsen.

En viktig forutsetning er å kunne tolerere at personer ønsker å gjøre sin jobb på sin måte uten unødig innblanding. Det må være tak-

5) FLAM ble lansert noen år tidligere av Grinold og Kahn i boken "Active Portfolio Management", Irwin Professional Publishing 1995.

TEMAARTIKKEL 1

høyde overfor sterke enkeltpersoner, gitt at de opptrer innenfor de fastsatte rammer og verdier. Men det er neppe nok bare å godta, man må oppmuntre medarbeidere til å ta ansvar og til å ta egen styring med hvordan de vil nå oppsatte mål. Talentfulle nøkkelpersoner stiller også store krav til sine omgivelser. De vil ha den best tenkelige tilgangen til ressurser og systemer, og de godtar ikke at det stilles mindre krav til andre i organisasjonen enn til dem selv.

I en artikkel om erfaringene med anvendelse av eksterne aksjeforvaltere i årsrapporten for 2003 stod denne oppsummeringen: "En lærdom vi sitter igjen med, er at enkeltpersoner har meget stor betydning for resultatene. Det er imidlertid selvsagt slik at de færreste gjør en god jobb i et organisasjonsmessig vakuum. Organisasjoner gjør sitt beste når de stiller en god porteføljeforvalter overfor et utfordrende investeringsmiljø."

For NBIM har disse prinsippene for ledelse falt sammen med og underbygget forvaltningsstrategien. For å oppnå størst mulig uavhengighet i beslutningene om aktive investeringer må man nettopp delegerer til mange

ulike grupper og personer. Delegeringen må være reell og uten overstyring fra ledere, gitt at den enkelte medarbeider holder seg innenfor avtalt struktur og risikorammer. For å oppnå best mulig utfall av den enkelte investeringsbeslutning må hver enkelt medarbeider få anledning til å utvikle sin spesialistkompetanse. Følelse av eierskap gjennom at man selv har ansvaret, og at lederen ikke blander seg inn, er en viktig motivasjon og drivkraft for slik utvikling av spesialistkompetanse.

Struktur og systemer

NBIM har fra starten av fulgt prinsippene om linjestyring. For hver krone i porteføljene fordelt på de mer enn 40 000 posisjonene⁶ er det en ansatt i NBIM som er "eier". Det gjelder også for porteføljer som er forvaltet av eksterne bedrifter. De personene i NBIM som står for valget av eksterne forvaltere, er ansvarlige for resultatene disse oppnår. I linjen mellom den enkelte posisjon i porteføljene og lederen for NBIM er det ingen komiteer. Det har vært et

6) En posisjon er en forvalters plassering i ett verdipapir. Om for eksempel tre forvaltere alle har plassering i det samme verdipapiret, er det tre posisjoner.

bevisst valg å unngå at linjeansvaret i forvaltningsbeslutninger utydeliggjøres ved gruppe- eller komitébeslutninger.

Lønnsystemet har spilt en viktig rolle i tydeliggjøringen av ansvar og for å underbygge at medarbeiderne fokuserer på det ledelsen har satt opp som viktige mål. Variabel lønn basert på oppnådde resultater har vært en viktig del av systemet og bidratt til at NBIM i stor grad har lyktes med å holde på de mest talentfulle medarbeidere. (I del 5 av årsrapporten er det gjort nærmere rede for NBIMs lønnsystem.)

En enkel beskrivelse av NBIMs struktur er:

- Mål og oppgaver er definert av oppdragsgiverne.
- Strategiplanene, som er fastsatt av hovedstyret, gir ytterligere konkretiseringer og føringer.
- NBIMs ledelse utvikler dette videre gjennom årlige mål og handlingsplaner.
- Det ender opp med mål og planer for den enkelte medarbeider.
- Et stort omfang av styrings- og kontrollsystemer utgjør ressurser i arbeidet med å nå



TEMAARTIKKEL 1

målene og bidrar til uavhengig kontroll og oppfølging.

- For den enkelte medarbeider får grad av måloppnåelse konsekvens gjennom både karrieremuligheter, risikorammer og i lønnskompensasjonen.

Kultur og verdier

Visjonen satte høye ambisjoner, og NBIMs kultur var tidlig preget av forretningsmessighet og fokus på målbare resultater. Men miljøet var også relativt akademisk og detaljorientert. Et bilde på dette er at NBIM fra første dag gjennomførte daglige målinger av relativ markedsrisiko på hele porteføljen. Ressurser ble prioritert til dette fremfor utviklingen av forvaltningen, selv om ettertiden har vist at daglige målinger på totalnivå har noe begrenset relevans.

Eksemplet viser også et annet trekk ved NBIM: Det er svært stor vekt på styring og kontroll. Aktiviteter settes ikke i gang før alle tenkelige sjekker er gjennomført. I disse sidene har virksomheten klart slektskap med sentral-

banken; det gjelder også i vektleggingen av kravene til personlig integritet og skikkelighet. Men det er mindre spor av slikt slektskap i tydeliggjøringen av det forretningsmessige og linjestyringen og av det personlige ansvaret for målbare resultater.

NBIM har utstrakt kontakt med private forvaltningsbedrifter og med andre store private og offentlige institusjonelle investorer. Kontakten gir inspirasjon til videre utvikling av NBIMs organisasjon, men er også et godt utgangspunkt for sammenligninger. Et inntrykk er at NBIM går lenger i linjestyring, delegering og vektlegging av personlig ansvar enn selv mange private forvaltningsvirksomheter. Kanskje har det en sammenheng med opprinnelsen i en sentralbank. Det var så tydelig i oppstarten at sentralbankens og NBIMs kultur måtte være meget forskjellige for nettopp å reflektere ulikhetene i oppgaver.⁷

Med veksten i NBIM fremstod etter hvert også behovet for å utvikle og følge opp et utvalg av kjerneverdier for å underbygge målene for virksomheten og bedriftskulturen.

Disse ble valgt ut i 2004 etter en omfattende prosess som involverte alle medarbeiderne. Kjerneverdiene Excellence, Innovation, Integrity og Team Spirit er nærmere omtalt i del 4.1 i årsrapporten.

I NBIM er det en klar sammenheng mellom investeringsstrategi (FLAM), linjestyring med stor grad av delegering og vekten på utvikling av verdier og kultur. Delegering er nødvendig for å gjennomføre investeringsstrategien. Men utstrakt delegering kan bare gjennomføres der man kan være sikker på at medarbeiderne deler de grunnleggende verdier. NBIM følger opp kjerneverdiene i regelmessige gruppearbeider, i oppfølgingen av medarbeiderne og ved rekrutteringen av nye.

7) Et stilisert eksempel: Innen pengepolitikken tar en sentralbank noen få beslutninger om rentesetting i året som har store konsekvenser. De må hver og en underlegges omfattende sikring av kvalitet. I en investeringsbedrift som NBIM tas det tusener av beslutninger. Mange vil nødvendigvis være feil. Man lykkes som investor om noe over halvparten av valgene er riktige (gitt symmetri på gevinst og tap). En av de største feilene man kan gjøre, er ikke å legge opp til å ta risiko når man faktisk har en mulighet til å bygge en organisasjon som får tilstrekkelig kompetanse.

Kontinuerlige endringer

Markedene som NBIM opererer i, er i kontinuerlig endring. Det som i noen år var gode måter å forvalte midler på, kan i de neste årene være uegnet. Evnen til å forandre seg er derfor en viktig suksessfaktor.

NBIMs første tiår kan sees på som en kontinuerlig forandringsprosess. Veksten i kapital under forvaltning og endringer i oppdragsgivernes strategi for forvaltningen har også vært viktige impulser til forandring. Strukturen i organisasjonen er endret løpende med konsekvenser for mange av lederne og medarbeiderne. I de fleste tilfellene har endringene skapt nye karrieremuligheter og blitt mottatt positivt av medarbeidere og ledere.

En stor utfordring NBIM står overfor de ti neste årene, er å opprettholde evnen til å skape verdier ved aktiv forvaltning samtidig med at beløp under forvaltning kan komme til å øke kraftig. Langt mer kapital under forvaltning er ikke problematisk i seg selv, så lenge forvaltningen skjer innen store og likvide markeder. NBIM har kompetanse og apparat til å håndtere fortsatt stor tilflyt av nye midler og til å plassere dem effektivt med bred eksponering mot markedene.

Utfordringene ligger dels i gjennomføringen av den aktive forvaltningen, dels i å plassere betydelige midler i mindre likvide markeder. Deler av den aktive forvaltningen kan ikke skaleres opp når midler under forvaltningen øker (se temaartikkelen om forvaltningsstrategi i årsrapporten for 2003). Én vei å gå vil være å ta større enkeltposisjoner, men det kan også resultere i noe mindre uttelling for den aktive risikoen man tar.

Alle sammenlignbare fond er langt mer diversifisert på ulike aktiva-

klasser enn Pensjonsfondet. Felles for aktivaklassene som fondet ennå ikke er investert i, som eiendom, infrastruktur og unoterte aksjer, er at de er langt mindre likvide enn dagens aksje- og renteplasseringer. Slike investeringer vil stille nye krav til spesialkompetanse og bli ressurskrevende.

Med større forvaltningsvolum, nye typer aktive strategier for forvaltningen og kanskje nye aktivaklasser vil NBIM stå foran kontinuerlige utfordringer i rekruttering, kompetanseutvikling og ledelse. Evne og vilje til å håndtere endringer vil trolig være like viktig for det neste tiåret som for det første. Mye av veksten i virksomheten vil trolig måtte skje internasjonalt, og NBIM vil i større grad få preg av å være en internasjonal forvaltningsorganisasjon.

Mer kapital under forvaltning vil gi NBIM større tyngde i utøvelsen av eierskap. Ved utøvelsen av de etiske retningslinjene vil det være særlig utfordrende å sikre at NBIM forblir en investeringsvirksomhet og ikke settes til å forvalte rene politiske oppgaver og skjønn. Gjennomslag i eierskapsutøvelsen vil, uansett størrelsen på fondet, bare skje så lenge bedriftene og andre investorer oppfatter NBIM som en profesjonell investor. Samtidig tilsier den lange tidshorizonten for fondet at NBIM må legge til grunn andre hensyn for bedriftene enn ren kortsiktig fortjeneste. Man må ta inn over seg bærekraften til markeds plasser og eksterne virkninger; i dette ligger også etiske og samfunnsmessige hensyn. Likevel vil innfallsvinkelen til eierskapsutøvelsen være å bruke investorers virkemidler og ikke politiske virkemidler.



Sosiale forhold, miljø og finansiell avkastning

I Norges Banks strategi for utøvelse av eierskap 2007–2010 er det spesifisert seks satsingsområder for arbeidet. Fire av disse gjelder grunnleggende eierrettigheter, de to øvrige er relatert til sosial og miljømessig bærekraft: henholdsvis barnearbeid og barns rettigheter innenfor verdikjeden til multinasjonale selskaper, og selskapers agering overfor nasjonale og overnasjonale myndigheter i spørsmål om langsiktige miljøforandringer. I en temaartikkel til Årsrapporten for 2006 ble disse temaene og strategien som helhet beskrevet. I denne artikkelen reddegjør vi i mer detalj for tankene bak arbeidet med de to sosiale og miljømessige områdene, hvordan vi har angrepet oppgaven, og hvordan vi skal gå videre.

Ifølge Finansdepartementets etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utland er det overordnede målet for Norges Banks eierskapsutøvelse å sikre de finansielle interessene i fondet. Utøvelsen av eierskap skal legges til grunn at det er lang tidshorison for investeringene, og at de er bredt plassert i markedene. Derfor skal både selskapsøkonomiske, sosiale og miljørelaterte temaer inkluderes i arbeidet.

I dette arbeidet vil fokus på de første fire satsingsområdene i strategien, det vil si beskyttelsen av grunnleggende eierrettigheter (retten til å stemme, retten til å nominere og velge styre, retten til å handle fritt med aksjene, og retten til transparent informasjon) være grunnleggende. Dersom rettighetene vi har som aksjonærer, ikke er tilstrekkelige, eller dersom de ikke er godt nok beskyttet, kan vi heller ikke øve den innflytelse som en eier skal ha. Dette er en viktig grunn til at NBIM bruker mye av sin eierskapsutøvelse på å påvirke selskapsstyringen og de omkringliggende reglene og rammene for utøvelse av eierrettigheter. Dette kalles gjerne "corporate governance". Dersom våre aksjonærrettigheter ikke sikres på de områdene som Norges Bank har valgt ut som

særlig sentrale, vil den øvrige eierskapsutøvelsen være lite verd.

Hovedstyret i Norges Bank har i sin strategi for NBIMs arbeid med eierskapsutøvelse også trukket inn andre faktorer som kan ha økonomisk betydning på lengre sikt, men som ikke så lett kan identifiseres i regnskapene på kort sikt, og som derfor ofte kalles "ikke-finansielle". En slik bred tilnærming er støttet av fondets etiske retningslinjer, og det er i samsvar med en måte å utøve eierskapsrettigheter på som blir stadig vanligere blant store, bredt investerte eiere.

Man bruker gjerne et samlebegrep om dette: *ESG-saker*, det vil si saker som handler om "environment" (miljø), "social issues" (sosiale spørsmål) og "governance" (selskapsstyring). Når Norges Bank griper fatt i disse sakene, er det ikke som del av en politisk agenda eller fordi fondsforvaltningen er blitt underlagt krav som står i motsetning til eller går utover kravet til avkastning og risikorammer. Grunnen til at ESG-spørsmål i økende grad defineres som investorens oppgave, er den sammenhengen som eksisterer mellom godt regulerte og moralsk legitime markeder og selskaper på den ene siden og langsiktig

TEMAARTIKKEL 2

avkastning for bredt investerte eiere på den andre. Mange av disse spørsmålene er riktignok etisk viktige i seg selv. Men når en investor arbeider med dem, er det først og fremst en økonomisk argumentasjon som ligger til grunn.

Begge de sosiale og miljømessige temaene som er valgt ut av Norges Bank, faller godt innenfor en slik tenkning. En bredt investert portefølje, med avkastning på mange tiårs sikt som hovedmål, er sårbar for slike samfunnsforhold som utnyttning av barn og mer generelt manglende sikring av rettigheter for kommen-

de generasjoner er uttrykk for. Klarere krav til selskapene i porteføljen om deres direkte og indirekte behandling av barn er således et naturlig spørsmål for NBIM å gripe fatt i. Spørsmålet er av langsiktig art; det er moralsk tungtveiende i seg selv; i mange land er nasjonal lovgivning og etterlevelse mangelfull når det gjelder barnearbeid og beskyttelse av barns rettigheter, noe som gjør selskapers (og særlig multinasjonale selskapers) tiltak ekstra viktige; spørsmålet er bare i liten grad tatt opp av investorer tidligere; og den omdømmemessige og økonomiske risikoen ved *ikke* å sikre bedre

atferd på dette området kan være betydelig.

I tråd med fondets etiske retningslinjer er det videre naturlig å fremheve miljømessig bærekraft, truet i vår tid ikke minst av potensielt alvorlige klimaforandringer, som viktig for en langsiktig, global investor. For å bidra til denne prosessen har Norges Bank valgt, med en investors redskaper og interesser som utgangspunkt, å fokusere på selskapers myndighetskontakt ("lobbying") når det gjelder langsiktige miljøforandringer.

I det følgende redegjør vi for disse to satsingsområdene.



Satsingsområder for NBIMs eierskapsutøvelse

I strategien for eierskapsutøvelsen, vedtatt i 2006 av hovedstyret, har Norges Bank valgt ut satsingsområder, relatert til så vel eierrettigheter som sosial og miljømessig bærekraft. Sentrale kriterier for utvelgelsen av disse områdene var blant annet:

- betydningen for den langsiktige avkastningen,
- sannsynligheten for at en investor som NBIM kan bidra til faktiske endringer,
- muligheten for å identifisere relevante enkelt-selskaper, bransjer og jurisdiksjoner,
- muligheten for tilslutning fra andre investorer slik at man øker sannsynligheten for gjennomslag.

Det er for tiden seks satsingsområder. Disse evalueres fortløpende underveis, justeringer i strategien kan bli vurdert, og nye områder kan komme til. Det er imidlertid viktig for NBIM å bygge opp kompetanse i eierskapsutøvelsen, og innsatsen må ikke spres så mye at den blir overfladisk eller så bred at den blir vanskelig å følge opp med den nødvendige grundighet. Av denne grunn er det viktig å konsentrere seg om noen områder som NBIM holder på med over noe tid.

De fire første områdene er generelt 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

Disse rettighetene er nødvendige om en investor skal oppnå reell innflytelse i selskapene. De utgjør også en forutsetning for arbeidet med sosiale og miljørelaterte spørsmål. Samtidig er det slik at disse rettighetene til dels blir hindret eller er svakt utviklet i flere markeder, også i markeder som på andre områder er velutviklede, for eksempel Europa og USA. I 2007 har NBIM deltatt i et større forskningsprosjekt for å kartlegge de viktigste hindringene for bruk av stemmeretten – aksjonærers mest åpenbare rettighet – for aksjonærer som stemmer i selskaper utenfor landet de selv kommer fra. En stadig forbedring av internasjonale aksjonærers muligheter til å benytte sine eierrettigheter fullt ut, er høyt prioritert av NBIM også i fortsettelsen.

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

- barns rettigheter innenfor verdikjeden til multinasjonale selskaper, særlig når det gjelder begrensning av barnearbeid og tiltak for å sikre barns helse
- selskapers agering overfor nasjonale og overnasjonale myndigheter i spørsmål om langsiktige miljøforandringer

Temaene er valgt fordi de harmonerer godt med NBIMs langsiktige perspektiv som investor. De berører temaer som åpenbart er etisk og sosialt viktige i seg selv, men samtidig er de sentrale for de globale markedens fremtidige funksjonalitet, legitimitet og lønnsomhet.

Barnearbeid og barns rettigheter

Som ett av satsingsområdene har Norges Bank altså valgt barns rettigheter innen porteføljeselskapenes verdikjeder og virksomhet, særlig relatert til kampen mot barnearbeid, men også relatert til tiltak for å fremme barns rettigheter og helse i bredere forstand. Arbeidet gjøres i overensstemmelse med NBIMs langsiktige perspektiv som investor og de internasjonale standardene som eierskapsutøvelsen er basert på. NBIMs mål i dette arbeidet, avledet av forvaltningens hovedmål om å sikre den langsiktige avkastningen, er å skape en varig forbedring av barnas situasjon. Dette er i sin tur utmyntet i delmål, tilpasset hver enkelt selskapsdialog som NBIM deltar i.

Det er viktig å påpeke at begrepet "porteføljeselskap" i denne sammenheng også omfatter datterselskaper og leverandørledd, i den utstrekning selskapene som NBIM er direkte eier av, med rimelighet kan styre eller påvirke disse. Økt åpenhet og bedre rapportering i henhold til internasjonale standarder, med realistiske risikoanalyser og strategier for å løse problemene, vil normalt utgjøre en viktig del av NBIMs krav.

Selv om barnearbeid globalt er blitt redusert de senere årene, finnes det fortsatt, ifølge ILOs rapportering for 2006, 218 millioner barn som med rimelighet kan betraktes som barnearbeidere etter ILOs definisjoner. 126 millioner av disse arbeider med direkte helsefarlig arbeid.

Finansiell risiko

Med bakgrunn i NBIMs rolle som langsiktig investor blir det særlig viktig å vurdere menneskerettighets spørsmål, herunder barns rettigheter, ut fra et finansielt risikoperspektiv. Etisk sett finnes det riktignok få spørsmål som er viktigere enn det å fremme barns rettigheter, herunder kampen for barns helse og kampen mot barnearbeid. Men å beskytte barns rettigheter er også viktig for en investor, finansielt sett: Dårlige utdanningsmuligheter og svikten de helseforhold bidrar til et svakt og lite bærekraftig grunnlag for fremtidig produksjon og sysselsetting, og det bidrar også til mangel på sosial stabilitet i de berørte markedene. Dette vil kunne påvirke verdiutviklingen for en investor negativt, på både selskaps- og porteføljenivå. Forretningsvirksomhet som skader barns rettigheter og helse, skader også markedssystemet ved at det utfordrer dets legitimitet. Hvordan et selskapsstyre og en selskapsle-

delse takler spørsmål knyttet til barnearbeid og barns rettigheter, gir dessuten en god pekepinn om selskapets evne til å håndtere risiko, dets interne rutiner og dets vilje til å ta samfunnsansvar. Det er et selskapsstyres klare ansvar å vurdere – og ved behov rapportere om – den økonomiske påvirkningen som sosiale spørsmål, også de som berører barns rettigheter, har på selskapets aktivitet og lønnsomhet.

Selskapsdialog

Påvirkning av selskapene skjer i første rekke gjennom direkte dialog. Ved utgangen av 2007 hadde NBIM initiert eller videreført dialog innenfor sosiale spørsmål med nærmere 60 forskjellige selskaper i porteføljen, med vekt på barnearbeid og barns rettigheter. Med utgangspunkt i analyser av høyrisikosektorer- og regioner har NBIM valgt å innlede dialog i de tilfellene der det mangler relevant og nødvendig informasjon fra selskapenes side om hvordan man følger internasjonale konvensjoner om menneskerettigheter, inkludert barnearbeid, og informasjon om hvordan man håndterer risiko knyttet til sosiale forhold. Dialog initieres også på basis av konkrete selskaps hendelser. Dialogen skjer i form av e-post- eller brevkontakt, telefonkontakt og direkte selskapsmøter.

Investorers forventninger

Spørsmål knyttet til barnearbeid og barns rettigheter er vanskelige å håndtere for selskaper fordi det vanligvis handler om kompliserte årsakssammenhenger, og fordi selskapene ofte har liten kunnskap om den måten de faktisk krenker barns rettigheter på. Derfor er det viktig for NBIM å formulere klare forventninger som selskapene kan forholde seg til. Disse forventningene er blitt utmyntet i et eget dokument som NBIM bruker overfor porteføljeselskapene: *NBIM Investor Expectations on Children's Rights*. Dokumentet er blitt utviklet i samarbeid med spesialister på feltet, hentet fra blant annet UNICEF, Redd Barna og ILO, og dokumentet vil bli gjort videre kjent gjennom samarbeid med UNICEF, FNs Global Compact og FNs prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet (UN-PRI). Det er allerede blitt brukt i kontakt med rundt 30 porteføljeselskaper. Dokumentet formulerer forventninger til selskapene om de farligste formene for barnearbeid, overholdelse av standardkrav for arbeideres minimumsalder, tiltak for å sikre barns helse og oppvekstvilkår,

og selskapets styringssystem og dets egnethet til å adressere disse spørsmålene. Forventningene er basert på FNs konvensjon om barns rettigheter og ILOs konvensjoner om barnearbeid. (De sistnevnte er også innarbeidet i OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper og FNs Global Compact, som NBIM bygger eierskapsutøvelsen på.)

Den primære målgruppen for dokumentet er porteføljeselskaper som opererer i særlige risikoområder og -sektorer for barnearbeid og andre former for krenkelse av barns rettigheter. En annen målgruppe er investorer som deler NBIMs målsetting om å beskytte barns rettigheter som del av sin utøvelse av eierskap. Ved hjelp av *NBIM Investor Expectations on Children's Rights* ønsker NBIM å løfte spørsmål om barnearbeid og barns rettigheter høyere opp på den internasjonale agendaen i forretningslivet og blant investorer.

Kritiske markeder og sektorer

Det er ikke mulig å analysere kontinuerlig alle de ca. 3 500 selskapene NBIM så langt har hatt i sin aksjeportefølje, og enda mer krevende blir det nå som antallet porteføljeselskaper stiger sterkt. Med utgangspunkt i et risikoperspektiv velges derfor de antatt mest kritiske markedene og sektorene ut for nærmere oppfølging. Over 200 selskaper som er aktive i de fokuserte markeder og sektorer, er blitt underlagt analyse, herunder virksomheter i Asia, Latin-Amerika og visse regioner i Afrika.

For å sikre en konsekvent og helhetlig tilnærming til selskapene har NBIMs eierskapsgruppe bygget opp systemer for å ha oversikt over, analyse av og kontakt med selskapene. Vi samler inn informasjon og rapporter om både land, sektorer og enkelt-selskaper fra eksterne kilder og systematiserer dette for eget bruk. I tillegg har vi utviklet en database som inneholder data om stemmegivningen og vår egen analyse av sakene, i tillegg til informasjon om beholdningene i hvert enkelt selskap, sektortilhørighet osv. Slike interne verktøy er sentrale både i NBIMs rapportering og som grunnlag for analyse av porteføljen og utvelgelse av selskaper for dialog, og de benyttes på alle satsingsområdene i eierskapsutøvelsen.

I den selskapsrettede kontakten har arbeidet i åpningsfasen vært konsentrert rundt selskaper med virksomhet i Asia og Latin-Amerika, herunder India og Brasil. Selskapskontakten blir



imidlertid kontinuerlig utvidet, både i disse markedene og i de andre analyserte markedene. Selskaps- og markedsanalysene baseres på lokalkunnskap i markedene, hentet fra forskere, frivillige og idealistiske organisasjoner og egne undersøkelser.

I India er det primært tekstilbransjen og deler av landbruket som er blitt identifisert som sektorer der barnearbeid er utbredt og forblir en stor og potensielt økende utfordring. Det skjer til tross for økt offentlig oppmerksomhet om barnearbeid i India over de senere årene, og en klart uttrykt forpliktelse fra myndighetene til å redusere barnearbeid. Mye av problemet, ikke minst i landbruket, er lokalisert på mindre gårder og avsidesliggende steder, slik at det er vanskelig å ha full oversikt over situasjonen. Selv for et selskap med betydelige ambisjoner om å bidra til en løsning på problemet, er det komplisert å få til raske forbedringer. NBIM fremmer her krav til mer omfattende kontroll, bedre oppfølgingstiltak overfor barn og klarere rapportering til omverdenen. Arbeidet har fordret både innhenting av informasjon direkte i India og dialog med porteføljeselskaper ved deres hovedkontorer. (Se egen faktaboks.)

Brasil er et eksempel på et land der barnearbeid, slik dette er definert i ILOs konvensjoner, er forbudt ifølge føderal lovgivning (lovgivningen er her strengere enn i India), og der myndighetene i de ulike delstatene arbeider for å sikre at loven ikke brytes. Omfanget av barnearbeid har i flere år vært synkende, men utgjør fortsatt et reelt problem i enkelte sektorer og regioner, som gruveindustrien og leverandørkjedene til jern- og stålindustrien. NBIM har her innledet flere selskapsdialoger. NBIM diskuterer med selskapene hvordan risikoen for barnearbeid håndteres i deres leverandørkjeder og produksjon. NBIM presenterer sine forventninger til regler og rapportering og har fulgt disse opp i dialog med selskapene. I flere av disse tilfellene viser selskapene vilje til å styrke sitt arbeid og bidra med bedre rapportering. (Se egen faktaboks.)

Dialogen har så langt gitt resultater i form av at selskapsstyrer og -ledelser i flere av de aktuelle selskapene forplikter seg til bedre kontroll og rapportering. NBIM skal følge selskapenes resultater slik de formidles til oss i løpet av 2008. Gode praksiser og resultater vil i sin tur bli brukt i dialogen med andre selskaper.

Veien videre

Det er to behov som NBIM så langt har identifisert som særlig viktig relatert til overvåk-

ning av barnearbeid og barns rettigheter:

- 1 samarbeid mellom selskapene i samme sektor og region når det gjelder regler ("codes of conduct"), overvåkning og revisjon
- 2 sikring av *kvaliteten* på den eksterne overvåkingen og revideringen

Dette stiller krav til mer oppfølging fra både det enkelte selskap og selskapene i samarbeid.

Den kunnskapen som NBIM har bygget opp gjennom analyse og selskapskontakt så langt, vil i tråd med dette bli brukt til å arbeide for økt utveksling av erfaringer mellom selskaper. NBIMs inngang til dette arbeidet er primært dialog med styrene i selskapene. Det er verdt å minne om at det ikke er NBIMs oppgave som investor å detaljstyre tiltakene i hvert enkelt selskap. NBIMs arbeid består i å sikre seg at den langsiktige investoren blir hørt, og at selskapene har den nødvendige strategi og rapportering for at jobben blir gjort. Også andre geografiske områder byr på utfordringer. I Afrika syd for Sahara er barnearbeid et økende problem, blant annet som følge av AIDS-epidemien og det store antallet voksne i arbeidsdyktig alder som faller fra. Samtidig er flere sektorer, blant annet kakaoindustrien, organisert slik at de multinasjonale selskapene har begrenset kontroll over den faktiske dyrkingen.

Arbeidet med barns rettigheter i NBIM er preget av en "utålmodig tålmodighet". På den ene siden krever NBIM forbedringer som er synlige på kort sikt, og som kan avleses i resultater fra år til år. Samtidig må NBIM og andre aktører være seg bevisst at forbedringer ofte tar tid. Infrastrukturen er komplisert, barnearbeid er mange steder en innarbeidet del av økonomien, for raske endringer kan medføre forverring for barna, og tiltak tar tid før de virker. Her hjelper det at NBIM har en langsiktig investeringshorisont. Vi signaliserer til selskapene at vi som eier ønsker å arbeide med dette spørsmålet i mange år fremover, og at vi skal bidra til varige løsninger, ikke kortsiktige publisitetskampanjer.

Ellers kommer NBIM til å videreføre fokuset på disse spørsmålene i sin utøvelse av stemmeretten. Allerede i dag følges selskaper opp hvert år etter sine generalforsamlinger, med sikte på å sikre seg at de lytter til aksjonærenes råd om sosiale spørsmål.

TEMAARTIKKEL 2

Andre interessenter

Det er mange som berøres av og engasjerer seg i selskapers virksomhet og innvirkning på omgivelsene. Disse kalles gjerne "stakeholders" – på norsk kan vi snakke om "interessenter". Samspillet disse imellom er viktig for å oppnå de ønskede resultater.

Når det gjelder sosiale spørsmål knyttet til selskapers virksomhet, finner vi naturlige interessenter blant de ansatte, personer som jobber i leverandørkjedene, investorer, befolkningen i nærmiljøet der selskapene opererer, de som kjøper selskapets produkter og tjenester, interesseorganisasjoner, politikere, fagpersoner og eksperter. Disse interessentene kan ofte ha ulike innfallsvinkler, meninger og tilnæringer til selskapenes virksomhet. Men ofte er interessene sammenfallende, og deling av kunnskaper og erfaringer kan uansett være nyttig.

NBIM bruker aktivt den kunnskapen andre interessenter kan bidra med for å styrke arbeidet mot barnearbeid i porteføljeselskapenes drift og deres leverandørkjeder. (Det samme gjelder for arbeidet med lobbying og klimaforandringer.) Informasjonsutveksling med andre er en viktig kilde for kartlegging av ulike problemstillinger i ulike regioner. Globale og lokale interesseorganisasjoner som jobber mot barnearbeid, og organisasjoner som utfører inspeksjoner av leverandører til multinasjonale selskaper for å kontrollere arbeidsforholdene, utgjør en ekspertise som NBIM har nytte av.

I 2006 inviterte NBIM en del norske organisasjoner og enkeltpersoner med ekspertise på barns rettigheter og barnearbeid til å gi innspill til NBIMs arbeid på dette feltet. Denne gruppen består blant annet av representanter for UNICEF, Redd Barna og Childwatch. Gruppen har i 2007 gitt reaksjoner på problemstillinger og prioriteringer som NBIM gjør innenfor dette fokusområdet. Deltakerne i gruppen har også gitt kommentarer til dokumentet *NBIM Investor Expectations on Children's Rights*. Underveis i arbeidet med å utforme dette dokumentet har NBIM også bedt internasjonale organisasjoner og initiativer, andre investorer og porteføljeselskaper om innspill.

Det er et mål for NBIM at også andre profesjonelle investorer skal engasjere seg i barnearbeid og barns rettigheter. Derfor vil NBIM blant annet ta i bruk den plattformen som FNs prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet (UN-PRI) tilbyr, for å oppfordre andre investorer til å benytte *NBIM Investor Expectations on Children's Rights* i sin dialog med selskaper. NBIM samarbeider ellers i utvalgte tilfeller med andre investorer om selskapsdialoger. I 2007 har vi blant annet deltatt i det såkalte Iron and Steel-initiativet. (Se egen faktaboks.)

NBIM kontakter tidvis andre aksjonærer som står bak forslag på generalforsamlinger. I USA, der aksjonærforslag er mest utbredt, er det ofte slik at selskapet og forslagsstiller oppretter en dialog enten før forslaget kommer opp til avstemning (i flere av disse tilfellene trekker da aksjonæren forslaget) eller etter generalforsamlingen, dersom forslaget har fått en viss oppslutning. Disse forslagsstillerne kan være en viktig kilde til å finne ut av hvordan selskapet håndterer saken.

En annen side av arbeidet på dette satsingsområdet er kartlegging av "beste praksiser" ("best practices"), basert på erfaringer fra selskaper og relevante organisasjoner. Oppbygging av bedre og lettere tilgjengelig informasjon om beste praksiser vil i økende grad bli brukt av NBIM som virkemiddel i dialogen med selskapene, knyttet til deres arbeid med å utvikle retningslinjer, kontrollsystemer og rapportering for barnearbeid og beskyttelse av barns rettigheter.

Barnearbeid i landbrukssektoren

Hele 70 prosent av barnearbeidet på verdensbasis forekommer i landbrukssektoren. Ifølge ILO arbeider 130 millioner barn mellom 5 og 14 år på gårder og plantaser, mange av dem lange dager, ofte utsatt for helseskadelige sprøytemidler og uten skolegang.

NBIM har i 2007 innledet selskapsdialoger i Asia relatert til barnearbeid og barns rettigheter. Innen blant annet tekstil- og landbruksindustrien har flere multinasjonale selskaper i NBIMs portefølje en virksomhet i Asia som medfører risiko for alvorlige brudd på barns rettigheter, med tilhørende finansiell og omdømmerelatert risiko for selskapene og sektorene.

NBIM har i løpet av 2007 blant annet besøkt miljøer i India som arbeider med barns rettigheter og innhentet informasjon om multinasjonale selskapers agering relatert til barnearbeid der. Det har blant annet resultert i en omfattende dialog med en utvalgt gruppe selskaper som har produksjon i den indiske landbrukssektoren. I India er barnearbeid innen landbruk ikke forbudt ved lov. Produksjonsenhetene – gårdene – som leverer til selskapene, er ofte små og er spredt utover store områder på den indiske landsbygden.

Eksterne rapporter viser at de selskapene som har retningslinjer mot barnearbeid, og som har bygget opp kontrollsystemer for å forhindre barnearbeid, kan vise til en nedgang i forekomsten av barnearbeid i sin produksjon, også der kontrollsystemene ennå ikke fungerer optimalt og betydelige utfordringer gjenstår. Forekomsten av barnearbeid i landbruket er lavest der NGO-er (frivillige organisasjoner) og multinasjonale selskaper har arbeidet lengst sammen med bevisstgjøring om og kontroll av barnearbeid. Ifølge rapportene er det de multinasjonale selskapene, ikke de nasjonale selskapene, som er kommet lengst i arbeidet mot barnearbeid.

NBIM har i sin selskapsdialog lagt vekt på å arbeide med multinasjonale selskaper for å få til en forbedring av retningslinjer, kontrollsystemer og offentlig rapportering om barnearbeid. Det er også lagt vekt på at de multinasjonale selskapene kan påvirke sine nasjonale samarbeidspartnere og de lokale myndighetene. Denne dialogen utvikles og utvides fortløpende fra NBIMs side.

Lovreguleringer og standarder er sentrale forutsetninger for å kunne bekjempe barnearbeid. Det er imidlertid vanskelig for produsenter å ha ulike regler å forholde seg til, avhengig av hvem de leverer til. India har som nevnt intet forbud mot barnearbeid i landbrukssektoren. I dag er det også slik at selskaper til en viss grad bygger opp hvert sitt kontrollsystem uavhengig av hverandre. I lys av dette ønsker NBIM å bidra til bedre samordning, med mål om et mer ensartet sett retningslinjer og på lengre sikt et mer samordnet kontrollsystem. Det vil styrke kampen mot barnearbeid og øke sjansen for en markedspraksis som også kan omfatte nasjonale selskaper i denne industrien. De fleste NGO-er og forskere enes om at de multinasjonale selskaper har en reell mulighet til å påvirke markedspraksisene og i enda større grad enn i dag bli ledende i beskyttelsen av sosiale rettigheter.

TEMAARTIKKEL 2

Farlig barnearbeid i gruve- og stålindustrien

Antall barn involvert i gruvearbeid er beregnet til å være rundt 1 million på verdensbasis, og antallet er økende i noen deler av verden. På grunn av helse- og sikkerhetsrisikoen forbundet med slikt arbeid faller gruvearbeid innunder ILOs definisjon av de verste formene for barnearbeid.

I denne sammenheng har NBIM i 2007 fokusert på utvalgte selskaper i Latin-Amerika. Brasil er et av de landene der barnearbeid forekommer til tross for at man har lovgivning mot barnearbeid og at det etter hvert finnes en omfattende struktur som skal sørge for at loven følges. (Landet kan vise til en betydelig nedgang i det totale antallet barnearbeidere de senere årene; ILOs rapporter tyder på at det var ca. 35 prosent reduksjon i antall barn mellom 10 og 17 år engasjert i arbeid mellom 1992 og 2004.)

Det er blant annet i gruveindustrien og stålbransjen at barnearbeid forblir et problem, blant annet fordi produksjonen skjer i avsidesliggende områder. Våren 2007 gjennomførte derfor NBIMs eierskapsgruppe en analyse av selskaper i porteføljen som kan kobles til barnearbeid i egen virksomhet eller gjennom leverandører. De kriteriene som lå til grunn, var først og fremst om selskapet hadde noen policy om barnearbeid overhodet, det vil si om selskapets styre hadde tatt en klar beslutning om å forby barnearbeid i selskapets virksomhet. Vanligvis vil et selskap i slike tilfeller referere til at man støtter eller har skrevet under på noen av de relevante internasjonale normene: FNs Global Compact, ILOs konvensjoner om barnearbeid etc. Et annet kriterium for analysen var hvorvidt selskapet hadde en strategi for å sikre at policyen om barnearbeid ble etterlevd av leverandørleddet.

Etter en første gjennomgang av porteføljen ble de selskapene som verken hadde publisert policy eller strategi, kontaktet av NBIM. Lett tilgjengelig informasjon om policy og strategi er nødvendig for å bedømme

den risikoen NBIM som investor står overfor, og er derfor viktig å etterspørre. Av selskapene som ble kontaktet, valgte NBIM å følge opp fem store selskaper som svarte at de ikke hadde noen policy eller strategi. Selskapene ble kontaktet på styreledernivå med anmodning om møte.

Det ble holdt møter med de fem selskapene i oktober 2007. NBIM ble i alle tilfellene satt i kontakt med de mest sentrale personene i selskapene for disse konkrete spørsmålene og i flere tilfeller også administrerende direktør eller representanter for styret. NBIM la frem sine krav og forventninger, relatert til NBIMs finansielle interesse i god risikokontroll og legitime systemer på dette feltet. Ved årets slutt hadde ett av de fem selskapene besluttet å tilslutte seg FNs Global Compact, og ytterligere ett vurderer dette. Alle de fem selskapene vil bli fulgt opp i 2008, blant annet med krav til deres rapportering og revisjon.

Det skal legges til at NBIM også har deltatt i et initiativ tatt av en engelsk fondsforvalter, gjennom sekretariatet til FNs prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet (UN-PRI). Dette såkalte "Iron and Steel"-initiativet ("jern og stål") har bestått i en samordnet selskapskontakt der relevante selskaper er blitt spurt om sin kunnskap om og sine tiltak mot slavearbeid, inkludert mulig barnearbeid, innen latinamerikansk kullindustri. Dette kullet brukes i produksjonen av råjern som senere selges til stålprodusenter, som i sin tur selger videre til multinasjonale selskaper med kjente varemerker. NBIM skrev under på brev rettet til 15 selskaper i porteføljen, sammen med mer enn ti andre investorer. Ved årets slutt hadde de aller fleste svart på brevene, og noen av dem hadde tatt del i direkte samtaler med investorene, i flere tilfeller med NBIM som en av deltakerne. Den dialogen som her er blitt opprettet, vil bli fulgt opp i 2008, med sikte på klarere svar fra selskapene der det trengs, og en videre vurdering av effektiviteten i de tiltakene som selskapene eller deres leverandørkjede setter i verk.



Miljø og lobbying

En investor med en global portefølje vil være utsatt for faktorer som påvirker markedets generelle funksjonalitet og lønnsomhet. Elementer som NBIM som investor må anta vil ha betydning for porteføljens verdi, er blant annet klimaforandringer som kan medføre omfattende endringer i verdens økosystemer, store befolkningsforflytninger, naturkatastrofer og økt sosial uro eller dårlig ressursgrunnlag for betydelige deler av klodens befolkning.

Samtidig er ikke Statens pensjonsfond – Utland ment å være et miljøpolitisk virkemiddel. NBIM må som fondets forvalter finne måter å ta opp miljøspørsmål på som naturlig fremmer investorens interesse, og som bidrar til langsiktig verdiskapning. Det er på denne bakgrunn Norges Bank har valgt selskapers myndighetskontakt i miljøspørsmål som et satsingsområde.

Klimaforandringer

Det har i flere tiår vært stigende enighet om at klimaforandringer som følge av konsentrasjon av drivhusgasser som karbondioksid (CO₂) i atmosfæren kan få betydelige konsekvenser for samfunn og miljø over store deler av kloden. Det har imidlertid hersket uenighet om hvor stor CO₂-konsentrasjonen faktisk kunne bli, hvor mye av den som er menneskeskapt, temperatureffekten ved ulike CO₂-nivåer, sammenhengene i klimasystemet og hvor dramatiske konsekvensene ville bli. Med tiden har uenigheten avtatt. Den vitenskapelige konsensus, slik den blant annet uttrykkes i IPCCs (FNs internasjonale klimapanel) rapporter, er så stor, og de potensielle konsekvensene er konstatert å være så alvorlige, at det også er økende enighet om behovet for å handle raskt. Dette betyr i praksis at konsentrasjonen av CO₂ i atmosfæren må stabiliseres, og at utslippene av CO₂ og andre klimagasser må reduseres. Reduksjonene må ifølge blant andre IPCC være store og skje raskt.

NBIM påpekte i sin årsrapport for 2006 at investorens bidrag til å sikre en langsiktig bærekraftig finansiell avkastning også kan omfatte et fokus på klima. Dette har sin bakgrunn i at alvorlige klimaforandringer vil kunne ha en betydelig negativ effekt på NBIMs globale portefølje. Det er her naturlig å henvise til blant annet IPCCs rapporter og the Stern Review¹, som peker på at proaktiv implementering av tiltak for reduksjon av klimagasser vil

medføre en betydelig lavere kostnad for det globale samfunn enn de sannsynlige kostnadene som vil følge av inaktivitet.

Det har vært viktig for NBIM å konsentrere denne innsatsen på en måte som kan gi reelle resultater. I et slikt lys vil oppfordringer fra en investor til frivillige reduksjoner av utslipp hos enkeltbedrifter være av mindre betydning. Det er det totale utslippsnivået som må ned, og dette fordrer lovgivning og internasjonale avtaler. Også den nødvendige teknologiutviklingen vil med størst sannsynlighet følge av lovgivning som bidrar til å gjøre slike teknologier lønnsomme.

Det er politiske myndigheter lokalt og globalt som til sammen sitter med nøkkelen til effektive reguleringsregimer med global virkning. Investoren har ikke miljøpolitikk som sådan som del av sin verktøykasse og må overlate til politiske myndigheter å sette rammer for selskapenes agering, herunder deres utslipp. Men investorene kan påvirke selskapene til å legge langsiktige strategier for å møte miljøtruslene og samtidig forberede seg på fremtidig lovgivning. Det kanskje viktigste selskapene kan gjøre for å bidra til å forhindre dramatiske miljøforandringer globalt, er å bidra til – eller i det minste unngå å bekjempe – de nødvendige politiske tiltakene. Vi vet at store selskaper spiller sentrale roller i utformingen av miljøpolitikk i flere land gjennom sin lobbying. At selskapene søker å påvirke myndighetene i slike spørsmål er i seg selv både naturlig og legitimt. Men en investor kan med rimelighet forvente at denne påvirkningen stemmer overens med investorens interesse i å få på plass effektiv lovgivning som kan dempe risikoen for alvorlige negative økonomiske virkninger av klimaforandringer.

På denne bakgrunn har NBIM innledet dialog med et utvalg av sine største porteføljeselskaper innen relevante sektorer, herunder noen av verdens største utslippere av klimagasser, om hvordan de gjennom sin strategi og sin lobbyvirksomhet søker å påvirke fremtidig klimalovgivning. Dette er et saksområde som ofte styres fra selskapets sentrale ledelse og styre. Dialogen har derfor, i de fleste tilfellene, ført oss inn i direkte kontakt med de mest sentrale enkeltpersonene i de aktuelle selskapene.

Analyse og selskapsdialog

NBIM har i 2007 foretatt analyser av porteføl-

jen for å identifisere selskaper som er særlig aktive i myndighetskontakt når det gjelder klimaspørsmålet. I tillegg er lovgivningsprosesser blitt analysert. Her er hovedvekten lagt på USA, fordi de fleste forskere og observatører antar at en kommende lovgivning i USA vil ha særlig stor betydning for både totale utslippsreduksjoner og den veien andre land vil følge. NBIMs eierskapsgruppe har i denne sammenheng hatt tett kontakt med forskere og andre eksperter på så vel klimapolitikk som myndighetskontakt og -påvirkning.

NBIM har i 2007, basert på analyse av over 100 selskaper, hatt møter med rundt 20 selskaper i porteføljen. Dette er selskaper innenfor olje-, kull-, gass-, elektrisitets- og transportsektorene. Alle er betydelige bidragsytere til utslipp av klimagasser, og de er identifisert som sentrale lobbyaktører. Dialogene har i hovedsak vært med styre- og selskapsledelse. I dialogen har NBIM lagt vekt på teknologiutvikling og tilpasning til nye utslipps- og avgiftsregimer, i tillegg til selskapenes posisjonering i myndighetskontakten. NBIM har vektlagt sin interesse som investor for at effektiv lovgivning kommer på plass innen rimelig tid. Dialogene fortsetter med de fleste av selskapene inn i 2008.

Signalene vi får tilbake fra selskapene, viser at NBIMs budskap og posisjonering blir tatt alvorlig, og at vår vekt på myndighetskontakt legges merke til. I flere av dialogene har selskapene tatt initiativ til videre oppfølging med NBIM rundt vanskelige avveininger.

Veien videre

NBIM kommer i 2008 til å fortsette den dialogen som her er beskrevet. Særlig i USA, men også i flere andre jurisdiksjoner, vil potensielt avgjørende debatter om vesentlige klimatiltak finne sted i 2008 og inn i 2009. De porteføljeselskapene som vi har innledet dialog med, er – og vil fortsette å være – blant premissleverandørene i dette arbeidet. Vi er i løpende dialog med disse selskapene, med den hensikt å fortsette å understreke de ulike langsiktige og diversifiserte investorens interesser i dette

1) *The Stern Review* ble fremlagt etter oppdrag fra den britiske regjeringen oktober 2006. Arbeidet ble ledet av økonomen Sir Nicholas Stern. Utregninger og vinklinger i rapporten har møtt kritikk. Samtidig synes det å være bred enighet om rapportens mer generelle konklusjon: at effektive tiltak mot klimaforandringer vil koste mindre enn de fremtidige kostnadene ved mer dramatiske former for klimaforandring.



spørsmålet, og for å videreføre samtalen om selskapenes teknologiske og strategiske tilpasning til fremtidens krav. NBIM planlegger å gjøre dette arbeidet både alene og i kontakt med andre investorer.

Det er antakelig vanskeligere å måle resultatene av dette satsingsområdet enn det er for de andre områdene. Arbeidet handler dels om bevisstgjøring, dels om langsiktig strategi innen de enkelte selskapene. Når resultatene viser seg, vil det derfor ikke alltid være tydelig hva som følger direkte av NBIMs innsats. Likevel er arbeidet på dette satsingsområdet tydelig målstyrt: Målet er investorvennlige og robuste strategier i det enkelte selskap og innenfor den enkelte sektor i møte med klimautfordringene. Dette skal gi seg utslag i måten selskapene arbeider med myndighetene på når disse forsøker å få på plass regulering som medfører betydelige reduksjoner i utslippene av klimagasser.

I 2007 har en rekke selskaper i NBIMs portefølje endret sin offentlige holdning til klimareguleringer. Mange av dem har gjort forandringer i måten de henvender seg til nasjonale myndigheter på, og vi ser også endringer i måten de legger til rette for ny teknologi på. NBIM ser på seg selv som en av flere bidragsytere i denne prosessen. Det vil være avgjørende for utformingen av fremtidige klimatilak hva slags posisjoner selskapene inntar til de klimaforslagene som skal behandles i enkeltland, så vel som til de internasjonale prosessene som blant annet skal lede frem mot det internasjonale København-møtet i 2009, som kommer som en oppfølging av Bali-møtet i 2007. NBIM vil som finansiell investor arbeide for at relevante selskaper i porteføljen, med hovedvekt på energisektorene og på energiintensive sektorer, legger strategier som sikrer god avkastning for deres investorer, og som samtidig støtter opp under en bærekraftig utvikling.

Utfordringer i NBIMs selskapsdialoger

Selskaper i energisektoren befinner seg i dag i en kryssild: På den ene siden skal de arbeide for å dekke det økende energibehovet i både utviklingsland og industrialiserte land, og på den andre siden skal de tilpasse seg på en rimelig og pragmatisk måte til mulige klimaforandringer og gi sine bidrag til at disse kan begrenses.

Dette er bakteppet for de mange møtene NBIM i 2007 har hatt med ledende energiselskaper om klimaproblematikk og myndighetskontakt. Diskusjonen har tatt utgangspunkt i selskapsledelsenes egne oppfatninger av denne kryssilden. Hvor ligger mulighetene og begrensningene når det gjelder teknologi, nye energikilder og forskjellige forretningsstrategier? Hvordan ser dette ut for det enkelte selskapet og den enkelte sektoren? Hvordan kan kunnskapen vi har i dag, utmyntes i en spesifikk forretningsstrategi? Og hvordan bør selskapene forholde seg til – og bidra til – ny lovgivning?

NBIM har blant annet engasjert seg i flere selskapsdialoger i USA. USA er det største enkeltlandet i NBIMs portefølje, og mange av selskapene der vil bli påvirket av fremtidige klimatiltak. Dessuten spiller USA en sentral rolle som premissleverandør for fremtidig miljøpolitikk. I USA gjenstår det flere stridsspørsmål om den fremtidige klimalogvgivningen, og mange av selskapene i NBIMs portefølje er opptatt av disse spørsmålene, som for eksempel: Hvorvidt og eventuelt hvilke pristak for utslipps-tillatelse – såkalte "sikkerhetsventiler" – skal eksistere for å unngå at selskaper blir særlig hardt rammet av et eventuelt kvotehandels-system? Er utslippsreduksjonene i de mest

aktuelle forslagene omfattende nok? Vil administreringen av en eventuell kvotehandel være og forbli effektiv? For NBIM er det viktig å forstå de konsekvensene eventuell lovgivning vil ha for selskapene i vår portefølje, og å forstå hvordan selskapene forholder seg til lovgivningen i sin myndighetskontakt. Som investor er NBIM ikke noen politisk aktør med et eget syn på hvordan nasjonal lovgivning i USA eller andre land skal se ut. Men NBIM representerer en type investor med en reell finansiell interesse i effektiv klimalogvgivning innenfor en rimelig tidshorison. Derfor er de signalene NBIM sender til de relevante selskapene i sin portefølje, og den dialogen vi har med dem om fremtidige strategier og teknologi, viktige som et bidrag til å sikre den økologiske bærekraften som NBIMs portefølje på lengre sikt er avhengig av.

Det internasjonale energibyrådet IEA (The International Energy Agency), en organisasjon som ble opprettet av OECD i forbindelse med oljekrisen i 1973, har beregnet i sin 2007-rapport om fremtidens energiforbruk (*World Energy Outlook 2007*) at dersom det globale energiforbruket fortsetter som i dag, vil etterspørselen etter energi ha økt med 50 prosent i 2030 sammenlignet med i dag, grunnet befolkningsvekst og økte behov. Ca. 85 prosent av verdens energiforsyninger er i dag fossilbaserte, og til tross for en projisert økning i energiproduksjon basert på fornybare energikilder vil verden forbli avhengig av fossile brennstoffer. Økningen av bruken i fossile brennstoffer kan bli så stor som 55 prosent frem mot 2030.

Disse tallene står i skarp kontrast til anbefalingene fra det internasjonale klimapanelets

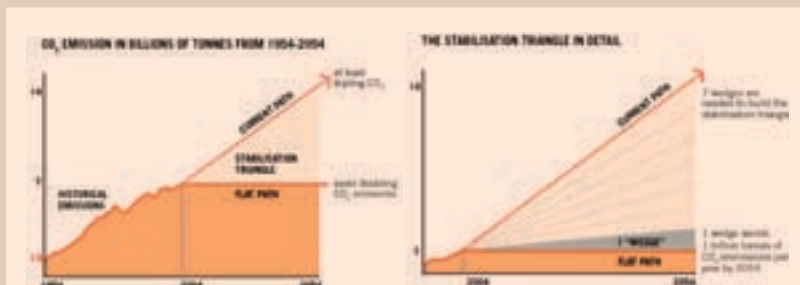
(IPCCs) 4. rapport, også publisert i 2007. Her projiseres nødvendigheten av betydelige utslippsreduksjoner sammenlignet med "business as usual", dersom de verste konsekvensene av klimaforandringene skal unngås.

Diskusjonene som NBIM på denne bakgrunnen har hatt med relevante selskaper i sin portefølje, har vært konstruktive og preget av en positiv tone. Det er viktig i disse diskusjonene å huske at infrastrukturen for generering og transport av energi vanligvis utgjør meget langsiktige investeringer. Et kraftverk kan være i bruk i mer enn 50, noen ganger opp mot 70, år. Ikke minst i den kullbaserte energiforsyningen er konflikten mellom langsiktig dekning av etterspørsel, nye investeringer og klimahensyn blitt stadig tydeligere. Mange planlagte kullkraftverk i USA er blitt satt på vent.

Dessuten har nye teknologiske muligheter, slik som IGCC ("integrated gasification combined cycle", dvs. gassifisering av kull) – som ennå ikke har vært utprøvd i full skala – vist seg usikre grunnet meget høye utviklings- og utprøvningskostnader. Gassifisering tilbyr imidlertid, ifølge mange forskere, en bedre og mer energieffektiv måte å fange CO₂ på enn tradisjonelle metoder. CO₂-fangst og lagring under bakken, såkalt CCS ("carbon capture and storage"), innebærer, uansett metode, betydelige tekniske utfordringer og vil sannsynligvis kreve både store kostnader og mye tid for teknologien er mulig å bruke i stor skala.

Det finnes også nye muligheter innen fornybar energi, men da snakker vi i hovedsak, i hvert fall i første omgang, om relativt sett mindre prosjekter som kan betjene mer begrensede områder. Det gjenstår også utfordringer for lagring av slik energi, for eksempel lagring av sol- og vindenergi når det er overskyet eller ikke blåser. I 2007 har det også vært en livlig debatt om etanol og andre biologiske drivstoffer, men heller ikke her er det funnet enkle, raske og samtidig energieffektive løsninger som kan dekke de reelle behovene.

Alle disse problemstillingene er en del av den diskusjonen NBIM har med selskapene. Gjennom å tydeliggjøre den langsiktige investorens forventninger til – og avhengighet av – robuste løsninger i lovgivningen, kombinert med grundige samtaler om teknologiske muligheter, søker vi dermed å bidra til bevisstgjøring i selskapene, særlig når det gjelder deres agering overfor lovgiverne.



Gapet mellom IEAs "business as usual"-scenario (se bl.a. *World Energy Outlook 2007*) og utslippsreduksjonene som er anbefalt av bl.a. IPCC, er åpenbart. De to Princeton-forskerne Stephen Pacala og Robert Socolow har introdusert ideen om å dele dette gapet i flere deler. Hver del ("wedge") representerer en lovende, allerede realiserbar løsning, for eksempel solenergi eller hybridteknologi i biler. (Se blant annet Pacala og Socolow, "Stabilization Wedges: Solving the Climate Problem for the Next 50 Years with Current Technologies", *Science*, 13. august 2004.)

www.norges-bank.no

Tidligere publiserte artikler

Tidligere publiserte artikler i årsrapportene for 1998–2006 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

Årsrapporten 2006:

- 1 Erfaringer med den interne aksjeforvaltningen
- 2 Satsningsområder for eierskapsutøvelsen: selskapsstyring, barn og miljø
- 3 Stemmegivning – hvorfor og hvordan?

En web-basert oversikt over finansielle beholdninger er tilgjengelig på www.nbim.no sammen med årsrapporten.



Ord og uttrykk

Aksje

En aksje er en eierandel i et selskap. Aksjonærene (aksjenes eiere) får sin avkastning i form av utbytte og verdiendring på aksjene. Aksjeinvesteringer er normalt forbundet med høyere risiko enn gjeldspapirer, fordi utbytte og fremtidig aksjekurs avhenger av selskapets fremtidige lønnsomhet. Aksjekapitalen har også lavere prioritet ved konkurs enn lånekapitalen. Det følger av dette at avkastningen på investeringer i aksjer har større oppside og nedside enn investeringer i lånekapital (obligasjoner). Aksjer kan være børsnoterte eller unoterte (ofte omtalt som "private equity"). Som aksjonær kan en investor utøve eierrettigheter (se dette).

Aktivklasser

Investeringene kan grupperes etter ulike kriterier eller egenskaper, som for eksempel aksjer, obligasjoner eller fast eiendom.

Aktiv forvaltning

Forvalterne velger selv investeringer i aksjer og obligasjoner som man på basis av egne analyser og vurderinger mener gir best avkastning. Formålet med aktiv forvaltning er å oppnå meravkastning i forhold til en bestemt målestokk, for eksempel en aksjeindeks (børsindeks). Motstykket til aktiv forvaltning er passiv forvaltning eller indeksforvaltning (se dette).

Aksjeindekser

En aksjeindeks (ofte også betegnet børsindeks) angir den gjennomsnittlige avkastningen for de aksjer som inngår i indeksen. Noen aksjeindekser utarbeides av aksjebørser, mens andre utvikles av konsulentselskaper, aviser eller investeringsbanker. Det kan være flere ulike indekser i hvert land, og det finnes noen internasjonale indekser basert på at et sett med landindekser er veid sammen. Disse angir gjerne også avkastningen fordelt på ulike bransjer. Det er betydelige forskjeller mellom aksjeindekser, både når det gjelder hvor stor del av et lands aksjemarked som er dekket, og med hensyn på beregningsmetoder. Det er vanlig å sammenligne avkastningen mellom en investors egen aksjeholdning og en aksjeindeks (se også referanseportefølje).

Aksjefuturekontrakter

Se *futurekontrakter*

Aritmetisk differanse

Se *geometrisk differanse*.

Basispunkt

Et basispunkt er en hundredel av en prosent, dvs. at for eksempel 0,15 prosent er det samme som 15 basispunkter. Denne måleenheten brukes særlig til å angi kostnader og avkastningsforskjeller i kapitalforvaltning.

Bytteavtale ("swaps")

Avtale mellom to parter om å bytte betingelser knyttet til en kontantstrøm. Se også *rentebytteavtale*, *valutabytteavtale* og *kredittbytteavtale*.

Depotinstitusjon

Vanligvis en bank. En depotinstitusjon har to svært viktige oppgaver. Den ene er å sikre at den enkelte kundes verdipapirer er riktig registrert og "oppbevart" i verdipapirsentralene i de enkelte land der papirene er utstedt. Den andre er å sørge for korrekt avregning av oppgjør av verdipapirhandler og andre transaksjoner. Det kan videre avtales ulike typer tilleggstjenester, som regnskapstjenester og utlån av verdipapirer.

Derivater

En samlebetegnelse på kontrakter basert på verdien av et sett underliggende (fysiske) aksjer eller (fysiske) obligasjoner eller indekser bestående av aksjer eller obligasjoner. De viktigste former for derivater er futurekontrakter og opsjoner.

Differanseavkastning

Differansen mellom avkastningen i en faktisk portefølje og avkastningen på en nærmere definert referanseportefølje. Positiv differanseavkastning kalles meravkastning, negativ kalles mindreavkastning.

Durasjon

Renteinstrumenter har vanligvis en pålydende verdi som tilbakebetales til kjøperen ved forfall og rentekuponger som betales til kjøperen på faste tidspunkter gjennom løpetiden. Til sammen utgjør dette instrumentets kontantstrømmer til kjøperen. Durasjon er den vektete gjennomsnittstiden til forfall på et lån beregnet ut fra nåverdien på fremtidige kontantstrømmer. Durasjonen (egentlig modifisert durasjon) er dessuten et mål for hvor følsomt prisen på instrumentet er for renteendringer. Lang durasjon betyr at prisen er svært følsom for renteendringer.

Egenkapitalinstrumenter

Aktivklasse som i hovedsak omfatter (fysiske) aksjer, aksjefuturekontrakter og opsjoner knyttet til aksjeverdier.

Eierrettigheter

Som aksjonær er en investor deleier i et aksjeselskap. Aksjonærene har eierrettigheter, som hovedsakelig er knyttet til møterett generalforsamlinger der aksjonærene kan utøve sin stemmerett. Vanligvis velges styre i aksjeselskaper på generalforsamlingen. For Statens pensjonsfond - Utland har NBIM – i henhold til Finansdepartementets etiske retningslinjer – ansvar for å utøve eierrettigheter. NBIMs bruk av eierrettigheter utøves på en rekke forskjellige måter: ved bruk av stemmeretten, dialog med enkeltelskaper, samarbeid med andre investorer, innspill til regulerende myndigheter, forskning og offentlig kommunikasjon.

Emisjon

Utstedelse av verdipapirer.

Fremtidig renteavtale (F.R.A.)

Dette er en forpliktende avtale om sikring av lånerente (eller plasseringsrente) for en fremtidig renteperiode for et avtalt beløp. En F.R.A.-kontrakt er i utgangspunktet standardisert med en løpetid på 3, 6 eller 12 mnd med start i mars, juni, september eller desember. Det er imidlertid rom for individuelle tilpasninger.

Futurekontrakt

En futurekontrakt er en standardisert avtale om å levere en eien- del eller dens pengeverdi på en forhåndsbestemt dag til en forhåndsbestemt pris. Futurekontrakten verdsettes løpende (dag- lig) til markedsverdi og kjøper og selger blir henholdsvis godskrevet og belastet i forhold til verdiutviklingen i futurekontrak- ten. Det handles futurekontrakter i mange typer finansobjekter, inklusive aksjer og obligasjoner. Futurekontrakter er en vanlig type derivat (se dette).

Geometrisk differanse

Forskjellen mellom to avkastningstall kan beregnes enten som en enkel aritmetisk differanse (prosentpoeng som er forskjell i tallverdi), eller som en geometrisk differanse der en sier hvor mange prosents forskjell det er på avkastningstallene. For eksempel er den aritmetiske differansen mellom 10 prosent og 11 prosent lik 1 prosentpoeng, mens den geometriske differan- sen er lik $(111/110-1)*100 = 0,9$ prosent.

Globalt depot

Se *depotinstusjon*.

Hedgefond

En samlebetegnelse på verdipapirfond der forvalterne søker å ta posisjoner i ulike retninger for å unngå en ensidig risikoeksponering i porteføljen. "Hedging" betyr å skaffe seg sikring mot risiko, men formålet er også høy avkastning. Forvaltningen baseres gjerne på å utnytte ulike typer av ineffisienser i marke- dene. Fondene er stort sett private og lukkede og tilbys ikke til det brede publikum. Dermed har de ikke vært underlagt like strenge reguleringer fra myndighetene som ordinære verdi- papirfond.

Indeksforvaltning

En indeksforvalter har som oppdrag å oppnå en avkastning som er nær opp til avkastningen på nærmere angitte indekser av aksjer eller obligasjoner. Indeksforvaltning (også kalt passiv forvaltning) har lave forvaltnings- og transaksjonskostnader sammenlig- net med aktiv forvaltning. Se også *utvidet indeksering*.

Informasjonsrate (IR)

IR er et mål på risikojustert avkastning, og benyttes for måle dyktighet i kapitalforvaltning. IR beregnes som forholdstallet mellom differanseavkastningen og den faktiske relative mar- kedsrisikoen som porteføljen har hatt. IR viser hvor høy mer- avkastning man har fått igjen for hver risikoenhet.

IPO

Initial Public Offering er nyutstedelse av verdipapirer. Det fore- går som oftest ved at det settes en fast pris og et maksimalt antall enheter (f.eks. aksjer) som skal selges. En tilrettelegger tar imot bestillinger (tegninger) innen en viss frist, og fordeler papirene til de som har tegnet seg. Ved overtegning blir det gjort avkor- ting i bestillingene. Den prisen som settes er gjerne lavere enn markedsprisen på tilsvarende papirer. Hensikten med det er å sikre seg at man får solgt det volumet man ønsker.

Korrelasjon

Korrelasjonen mellom to variable beskriver graden av sam- variasjon. Dersom korrelasjonen er lik 1 beveger de to varia- blene seg alltid helt i takt. Dersom det er null korrelasjon, beve- ger de seg helt uavhengig av hverandre.

Kredittbytteavtale ("credit default swap")

Ved en kredittbytteavtale mottar selger av beskyttelse en perio- disk premie eller et engangsbeløp fra kjøper av beskyttelse, som en kompensasjon for å overta kredittrisikoen. Kjøper av beskyt- telse mottar betaling fra selger kún hvis kredittbeskyttelsen av underliggende kreditt utløses. En utløsende hendelse kan for eksempel være mislighold av underliggende kreditt.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for å lide tap på grunn av at utstederen av et verdipapir eller motparten i en verdipapirhandel ikke opp- fyller sine forpliktelser.

Kvartil

I beskrivelser av risiko er det vanlig å beregne en-prosents eller fem-prosents kvantilen, det vil si den avkastningen som er så dårlig at den bare vil opptre i en av hundre eller fem av hundre tilfeller.

Kvartil

Første kvartil angir den verdi som akkurat en fjerdedel av obser- vasjonene i en fordeling ligger under, andre kvartil angir verdien som akkurat halvdelen av observasjonene ligger under, og tredje kvartil angir verdien som akkurat tre fjerdedeler av observa- sjonene ligger under. Kvartilene svarer altså til 25 prosent, 50 prosent og 75 prosent kvantilene.

Likviditetspremie

Ulike verdipapirer er mer eller mindre lett omsettelige. For eksempel omsettes det i de fleste land statsobligasjoner for store beløp hver dag, mens det for enkelte obligasjoner utstedt av

private selskaper kan være vanskelig å finne en kjøper eller selger om en ønsker å foreta en handel. Papirer som det vanskelig å få solgt har gjerne litt høyere avkastning på grunn av det. Denne meravkastningen kalles en likviditetspremie.

Markedskapitaliseringsvekter

Markedskapitaliseringsvekter er vekter som svarer til den andel hvert aktivum eller aktivaklasse eller land/region har av total markedsverdi innenfor et definert univers. For Statens pensjonsfond - Utland brukes slike vekter til å bestemme hvor stor andel hvert lands aksjeindeks eller hver valutas renteindeks skal ha i totalindeksen for en region.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risiko knyttet til bevegelser i markedspriser, som for eksempel aksjekurser og renter.

Meravkastning, mindreavkastning

Se *differanseavkastning*.

Obligasjon

Et rentebærende verdipapir som utstedes av nasjonalstater (statsobligasjoner) eller bedrifter for å ta opp et lån. Har ofte, men ikke alltid, fast rente over lånets løpetid. Brukes normalt om papirer med opprinnelig løpetid på mer enn ett år. Et papir med kortere løpetid kalles sertifikat. Viktige data for en obligasjon er kupongrenten, som er det utstederen skal betale innehaveren i hver periode (normalt et år), og forfallstidspunkt, som er da utstederen må betale hele lånet til innehaveren av obligasjonen. Nasjonalstater er de største utstedere av obligasjoner. En del obligasjoner utstedes med sikkerhet i spesifiserte aktiva, som boliger eller forretningseiendommer (pantesikrede obligasjoner).

Obligasjonsfuturekontrakter

Se *futurekontrakter*

Obligasjonsindeks

Som aksjeindeks, men sammensatt av obligasjoner.

Oppgjørsrisiko

Oppgjørsrisiko er risiko for å lide tap fordi utveksling av betaling og verdipapir ikke går som det skal etter en avtalt handel.

Operasjonell risiko

Operasjonelle risiko innbefatter 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.

Opsjoner

En opsjon er en rett (men ikke en plikt) til å kjøpe eller selge et verdipapir eller en børsindeks til en bestemt pris på eller innen et bestemt tidspunkt. Innehaveren av en opsjon har en rett, men ikke en plikt til å kreve avtalen innfridd. Utstederen har en plikt til å innfri opsjonen. Innehaveren betaler et beløp, en opsjonspremie, til utstederen når opsjonsavtalen inngås. Opsjoner kan handle over børs eller direkte mellom to parter.

Pengemarkedsinstrument

Sertifikater og bankinnskudd med løpetid på under 12 måneder.

Portefølje

Brukes om samlet mengde av de verdipapirer som et fond blir investert i. SPU's portefølje består blant annet av aksjer, aksje-futurekontrakter, obligasjoner, pengemarkedsinstrumenter, bytteavtaler, rentefuturekontrakter og valutaterminkontrakter.

Rating

De mest kjente ratingbyråene er Moody's og Standard & Poor's. Disse byråene vurderer hvor kredittverdige utstedere av verdipapirer er, og gir utstederne karakterer. Disse karakterene angir utstedernes kredittrating.

Realavkastning

Nominell avkastning fratrukket prisstigning. Dette innebærer omregning av et verditall til et fast prisnivå. Prisstigningen trekkes fra den nominelle avkastningen for få et uttrykk for reell avkastning; det vil si hvor mye mer verd er blitt regnet i faste priser.

Rebalansering

I referanseporteføljen for Statens pensjonsfond - Utland som er fastsatt av Finansdepartementet er aksjeandelen 60 prosent og obligasjonsandelen 40 prosent. Innen hver av de to aktivaklassene inngår hovedregionene med faste vekter, mens det for hvert land innen hver region brukes markedskapitaliseringsvekter. Over tid vil ulik prisutvikling mellom aktivaklassene og regionene bety at vektene vil endre seg, for eksempel vil sterkest økning i aksjeprisene bety at aksjeandelen blir mer enn 60 prosent. Rebalansering vil si å "nullstille" referanseporteføljen tilbake til de opprinnelige vektene.

Referanseportefølje

En sammenvekting av aksjeindekser og/eller obligasjonsindekser som en forvalter resultatmåles i forhold til. For at målingen skal være rettferdig, må de som utarbeider referanseporteføljer tilfredsstillende nødvendige krav om dokumentasjon, forutsigbarhet og åpenhet. For forvaltningen av SPU har Finansdepartementet definert en referanseportefølje der aksje- og obligasjonsindekser for en rekke land eller valutaer er vektet sammen.

Relativ volatilitet

Ved delegering av et forvaltningsoppdrag vil oppdragsgiveren vanligvis sette rammer for hvor mye risiko forvalteren kan ta. Det kan gjøres ved å definere en referanseportefølje og samtidig legge inn en grense for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseporteføljen. Dersom man ønsker én enkelt grenseverdi for hele porteføljen, kan det være hensiktsmessig å legge beskrankningene på den forventede forskjellen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Denne forskjellen er definert som forventet relativ volatilitet, som er forventet standardavvik på avkastningsforskjellen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Rammen for NBIM er satt til 1,5 prosent forventet relativ volatilitet. Om hele rammen utnyttes, vil faktisk avkastning likevel i gjennomsnittlig to av tre år avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra avkastningen på referanseporteføljen.

Rentebytteavtale

En rentebytteavtale er en avtale mellom to parter om å bytte rentebetingelser på en kontantstrøm. Typisk kan det være et bytte mellom fast rente og flytende rente i en periode. Utgangspunktet for en bytteavtale er som hovedregel at den ene part har inngått en avtale om å betale en fast (langsiktig) rente på et lån (obligasjon), mens den andre part har inngått en avtale om å betale flytende (kortsiktig) rente. De to parter kan ønske å bytte betingelser ut fra relative fortrinn som låntakere i det kortsiktige og langsiktige lånemarkedet.

Renteinstrumenter

Aktivaklasse som omfatter alle verdipapirer der avkastningen er bestemt ved at eieren mottar en fast rente av en pålydende verdi, og dessuten verdipapirer med avkastning avledet av slike rentegodtgjørelser. Klassen omfatter i hovedsak (fysiske) obligasjoner og derivater knyttet til obligasjoner, samt kortsiktige pengeomarkedsplasseringer som sertifikater og bankinnskudd.

Short-salg

I mange markeder er det tillatt å avtale salg av verdipapirer man ikke eier. På avtalt leveringsdato må imidlertid selgeren ha papiret, enten etter å ha kjøpt det eller vanligere ved å ha lånt det av en tredjepart. Short-salg kan være lønnsomt dersom man venter at prisen på verdipapiret skal synke før man må kjøpe det.

Standardavvik

Standardavvik er et mål som viser hvor mye verdien av en variabel kan ventes å svinge. For en konstant verdi vil standardavviket være lik 0. Høyere standardavvik betyr større svingninger.

Spread

Brukes generelt om forskjellen mellom to priser. I obligasjonsmarkedet brukes spread om forskjellen mellom salgs- og kjøpskurs på en obligasjon. Ved omsetning av obligasjoner tar ikke

meglerne direkte betalt for sine tjenester, men stiller i stedet ulike kurser for kjøp og salg.

Sub prime

Samlebetegnelse på låntakere som har lav kredittvurdering. "Prime" er vanligvis betegnelse på låntakere som de store kredittvurderingsbyråene (Moody's, Standard & Poor's) har gitt karakteren BBB eller bedre. I forbindelse med kredittkrisen som startet i USA vinteren 2007 ble betegnelsen "sub prime" knyttet til praksisen med å gi lån til låntagere som ikke kvalifiserer for de beste lånerentene på grunn av deres dårlige kredithistorie.

Terminkontrakter

Kontrakter om kjøp eller salg av aktiva på et fremtidig tidspunkt og til en bestemt pris. For standardiserte terminkontrakter, se *futurekontrakter*.

Terminstruktur

Rentens terminstruktur er en sammenheng mellom gjenstående løpetid for et lån (egentlig et lån der rentebetalinger først forfaller samtidig som hovedstolen) og den rente som noteres i markedet for lånet. Normalt vil lenger løpetid gi høyere rente, men i noen situasjoner er det omvendt (invertert terminstruktur).

Utvidet ("enhanced") indeksering

På en portefølje som er gjenstand for indeksforvaltning kan det i spesielle prisingssituasjoner brukes ulike teknikker for å oppnå høyere avkastning enn en ville få ved rent passiv forvaltning. Et eksempel er situasjoner der et selskap skal inn i en aksjeindeks. Dette fører vanligvis til høyere pris på aksjen, og da kan en ofte tjene på å kjøpe aksjen før prisen stiger.

"Value at Risk"

Den verdi en investor risikerer å tape innen en gitt tidshorisont dersom avkastningen blir så ugunstig som den kan bli med en viss sannsynlighet. Det er vanlig å bruke en prosents sannsynlighetsnivå, altså se på hva som kan tapes i ett av hundre tilfeller.

Valutabytteavtale (valuatswap)

En valutabytteavtale er en avtale mellom to parter om å utveksle rentebetalinger og hovedstol i to forskjellige valutaer, f.eks. euro og dollar.

Verdipapirisering

Verdipapirisering innebærer at fordringsmasser av ulike slag, for eksempel en portefølje med boliglån, selges til et foretak hvis virksomhet er begrenset til å eie fordringene og til å finansiere ervervet gjennom utstedelse av obligasjoner eller lignende verdipapirer. Obligasjonene selges til investorer som Statens pensjonsfond - Utland. Verdipapirisering er svært vanlig i det amerikanske obligasjonsmarkedet ("Mortgage-Backed Securities" og "Asset-Backed Securities").

ISSN 1890–3517

Design 2007: Lobo Media AS og Uniform

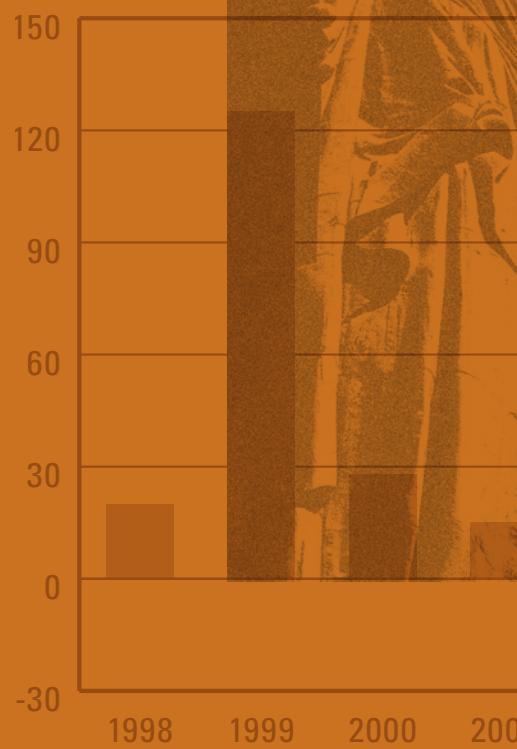
Prepress og trykk: Lobo Media AS

Papir: Omslag: Keaykolour Fusilier Cinnamon 300 g
Materie: Claro Bulk 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

ISSN 1890-3517



NBIM

Norges Bank Investment Management