

# Folketrygdfondet

Eierrapport 2008

Folketrygdfondet forvalter  
Statens pensjonsfond – Norge



# INNHOOLDSFORTEGNELSE

---

Eierutøvelsen i Folketrygdfondet .....	1
Folketrygdfondets eierprinsipper .....	2
Generalforsamlinger 2008 .....	3
Folketrygdfondets prinsipper for kompensasjonsmodeller .....	6
Etikk – en integrert del av investeringsvirksomheten .....	7
Folketrygdfondets etiske prinsipper for investeringsvirksomheten .....	10
FNs prinsipper for ansvarlige investeringer .....	11
Folketrygdfondets deltakelse i styrende organer .....	12
Utvikling av eierstrukturen på Oslo Børs i perioden 1994-2007 .....	13
Annen relevant informasjon .....	17

---



# EIERUTØVELSEN I FOLKETRYGDFONDET

Fra 1. januar 2008 er Folketrygdfondet (FTF) etablert som særlovselskap med oppgave å forvalte Statens pensjonsfond – Norge (SPN) på vegne av Finansdepartementet. Folketrygdfondet skal, i eget navn og innenfor de retningslinjer Finansdepartementet har fastsatt, videreplassere midlene i SPN i finansielle instrumenter i Norge og Norden med sikte på best mulig avkastning over tid, hensyntatt forsvarlig risiko.

Eierskapsutøvelse er et viktig bidrag til å sikre både aksjonærenes verdier og et velfungerende finansmarked. Folketrygdfondet har ansvaret for å utøve de eierrettigheter som er knyttet til de aksjer vi er investert i. Formålet med eierskapsutøvelsen er å sikre de finansielle interessene til Statens pensjonsfond – Norge. FTF bruker mye ressurser på dette arbeidet, og vi ønsker å være åpne om hvordan vi utøver vårt eierskap. Dette er bakgrunnen for at vi utgir en årlig eierrapport. Her presenterer vi blant annet de prinsipper Folketrygdfondets styre har fastsatt for vår eierskapsutøvelse, og vi orienterer om vårt arbeid og våre erfaringer på området siste året.

I generalforsamlingssesongen 2007 brukte vi mye tid på å vurdere lederlønnssaker. Bakgrunnen var den nye bestemmelsen i allmennaksjeloven om at den ordinære generalforsamlingen skal behandle styrets erklæring om fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte. I mange tilfeller fant vi ikke å kunne stemme for de forslag som selskapets styre fremmet. Dette fordi forslagene eksempelvis ikke inneholdt tak for årlig avlønning av ledelsen og av den grunn ikke tilfredstilte de prinsipper FTF har fastsatt for kompensasjonsmodeller og lederlønninger. Vi ønsket å være åpne om årsaken til at vi ikke stemte for et fremlagt forslag, og la derfor stor vekt på å begrunne vår stemmegivning på generalforsamlingen. Også i årets generalforsamlingssesong har vi vært særlig opptatt av saker knyttet til lederlønnsprinsipper. I år har vi imidlertid erfart at en rekke selskaper har tatt innover seg innspill som ble gitt fra aksjonærene i fjorårets generalforsamling. Dette anser vi positivt, og som et uttrykk for at selskapene lytter til de synspunkter aksjonærene fremmer.

Med bakgrunn i de tilbakemeldinger vi fikk etter offentliggjøringen av eierrapporten i fjor, har vi i år valgt å legge ut de innlegg vi har holdt på årets generalforsamlinger på vår hjemmeside [www.fff.no](http://www.fff.no).

Det er Folketrygdfondets syn at våre investeringer skal være etisk forsvarlige, og at dette kravet vil bidra til å fremme langsiktig verdiskaping og derigjennom sikre våre aksjonærverdier. Etikk er derfor ett av de kvalitative investeringskriteriene vi tillegger betydelig vekt. I eierrapporten orienterer vi om de aktiviteter og den oppfølgingen Folketrygdfondet gjør for å integrere etikk i forvaltningsarbeidet. Blant annet har vi etablert en systematisk, elektronisk mediaovervåking for å følge med på om de selskaper vi er investert i knyttes til sentrale etiske temaer som korrupsjon, menneskerettigheter, barnearbeid og miljø. Hovedpunkter fra vårt arbeid knyttet til etikk er gjengitt i rapporten.

Eierstrukturen i selskaper notert på Oslo Børs har endret seg over tid. Det finnes flere ulike typer investorgrupper, eksempelvis institusjonelle investorer, private selskaper, offentlige eiere osv, og disse gruppene ivaretar sitt eierskap på ulike måter og med ulik grad av aktivt eierskap. For bedre å kunne forstå utviklingen i de ulike investorgruppers eierinvolvering i de enkelte selskaper og sektorer/bransjer, har Samfunns- og Næringslivsforskning (SNF) gjennomført en undersøkelse som ser nærmere på utviklingen av eierrollen på Oslo Børs i perioden 1994-2007. Målsettingen for prosjektet er å kvantifisere og analysere de ulike investorgruppenes porteføljer og eiersammensetningene i de børsnoterte selskaper. Analysen er et nyttig grunnlag for forståelsen av den eierrolle FTF har, og har hatt, og vi har derfor valgt å omtale undersøkelsens hovedfunn i vår eierrapport.

Folketrygdfondet forvaltet per 30. juni 2008 en kapital på vel 113 milliarder kroner, hvorav vel 58 milliarder kroner var investert i 56 selskaper notert på Oslo Børs. Rollen som forvalter av Statens pensjonsfond – Norge stiller store krav til betryggende forvaltning. Både for Statens pensjonsfond – Norge og de selskaper hvor kapitalen er investert, er det viktig med en ansvarsbevisst, forutsigbar og god eierskapsutøvelse fra Folketrygdfondets side. Det er vårt håp at denne eierrapporten kan være et positivt bidrag til dette.

Oslo, 27. august 2008

Olaug Svarva  
*adm. direktør*

# FOLKETRYGDFONDETS EIERPRINSIPPER

1. Folketrygdfondets eierskapsutøvelse tar utgangspunkt i at Folketrygdfondet er en ansvarlig og langsiktig finansiell investor som har som formål å oppnå best mulig avkastning over tid, hensyntatt forsvarlig risiko.
2. Folketrygdfondets eierskapsutøvelse er basert på FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierstyring og flernasjonale selskaper og Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse.
3. Folketrygdfondet skal ivareta sitt eierskap basert på etter et sett av kvalitative investeringskriterier innenfor områdene etikk, eierstyring og selskapsledelse. Denne vurderingen skal være en del av Folketrygdfondets investeringsmetodikk og det løpende forvaltningsarbeidet.
4. Folketrygdfondet skal behandle eierskaps spørsmål med en stor grad av aktsomhet og opptre slik at det ikke skapes tvil om Folketrygdfondets rolle som en ansvarlig finansiell investor eller om Folketrygdfondets selvstendighet og nøytralitet i forhold til andre interessenter.
5. Folketrygdfondet skal opptre på en ansvarlig og forutsigbar måte, og være seg bevisst det ansvar for negative konsekvenser som følger av utvist passivitet fra aksjonærs side.
6. Folketrygdfondets finansielle interesser skal ivaretas ved at administrasjonen løpende følger den økonomiske utvikling i de selskaper der Folketrygdfondet har investeringer, herunder deltar på investorpresentasjoner som holdes av selskapene og i møter med representanter fra selskapenes ledelse når dette anses ønskelig.
7. Folketrygdfondet kan være representert i selskapers valgkomiteer, representantskap og bedriftsforsamlinger. Folketrygdfondet har ikke anledning til å være representert i selskapers styre.
8. Folketrygdfondet bør delta på selskapers generalforsamlinger. I de tilfeller Folketrygdfondet ikke kan delta på generalforsamlinger, kan det gis fullmakt til representanter for selskapet eller andre om å avgi stemme for Folketrygdfondet.
9. Folketrygdfondet kan, for å ivareta sine interesser, inngå samarbeid med andre investorer når dette er hensiktsmessig.
10. Folketrygdfondet skal søke å unngå å komme i innsideposisjon på grunnlag av informasjon mottatt fra selskapene.
11. Folketrygdfondet skal, for å nå fastsatte mål, løpende vurdere sammensetningen av porteføljen og justere sammensetningen gjennom kjøp og salg av verdipapirer.
12. Folketrygdfondet skal utarbeide en årlig rapport om eierskapsutøvelse. Rapporten skal være offentlig tilgjengelig. Det skal utvises aktsomhet og skjønn i rapporteringen, og selskaps sensitiv informasjon skal ikke offentliggjøres.

# GENERALFORSAMLINGER 2008

**Folketrygdfondet (FTF) har hatt en aktiv generalforsamlingssesong i 2008 og har deltatt i 22 ordinære generalforsamlinger og en ekstraordinær generalforsamling i selskaper som inngår i vår norske aksjeportefølje. Totalt har vi holdt fire innlegg, og vi har bedt om fem protokolltilførsler. Innleggene har særlig vært knyttet til saker om lederlønnsprinsipper, og FTF har lagt vekt på å begrunne synspunktene med utgangspunkt i Folketrygdfondets eierprinsipper og Folketrygdfondets prinsipper for kompensasjonsmodeller. I 16 saker har Folketrygdfondet stemt mot fremlagte forslag. De innleggene vi har holdt på årets generalforsamlinger er lagt ut på vår internettside [www.ftf.no](http://www.ftf.no).**

## **Aktiv generalforsamlingssesong i 2008**

Gjennom generalforsamlingen utøver aksjeeierne den øverste myndighet i et selskap. Generalforsamlingens oppgave er å godkjenne årsregnskapet og årsberetningen, herunder utdeling av utbytte. I tillegg til dette skal andre saker behandles som, etter loven eller vedtektene, hører under generalforsamlingen. Dette gjelder eksempelvis styrets erklæring om fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte.

Når Folketrygdfondet mottar en innkalling til generalforsamling, gjennomgås saklisten grundig. Vi legger særlig vekt på å vurdere de fullmakter selskapets styre ber om. Basert på den gjennomførte vurderingen besluttes det hvordan FTF skal stemme og hvem som skal representere våre aksjer i generalforsamlingen. Dersom det er mulig, møter representanter for FTF på generalforsamlingene.

Fra og med 2007 er det i allmennaksjeloven inntatt en bestemmelse om at den ordinære generalforsamlingen skal behandle styrets erklæring om fastsettelse av lønn og annen godtgjørelse til ledende ansatte, og at det skal holdes en rådgivende avstemming over styrets retningslinjer for lederlønnfastsettelsen. FTF har lagt vekt på å formidle hvilke prinsipper vi mener bør legges til grunn for lederlønn og kompensasjonsmodeller. Blant annet er våre prinsipper for kompensasjonsmodeller offentlig tilgjengelig på vår internettside. Vi brukte mye ressurser i generalforsamlingssesongen 2007 på å vurdere lederlønnssaker. I mange tilfeller fant vi ikke å kunne stemme for de forslag som styret fremmet, og vi la vekt på å begrunne vår stemmegivning i generalforsamlingene. I generalforsamlingssesongen i år har vi erfart at en rekke selskaper har tatt innover seg innspill som ble gitt i fjorårets generalforsamling. Dette anser vi positivt, og som et uttrykk for at selskapene lytter til de synspunkter aksjonærene fremmer.

Våren 2008 har representanter fra Folketrygdfondets administrasjon deltatt i 22 ordinære generalforsamlinger og en

ekstraordinær generalforsamling. I tillegg har vi sendt fullmakt til bedriftsforsamlingens leder, styreleder eller en annen person i 26 tilfeller, hvorav 22 fullmakter med fullstendig instruksjon om hvordan det skulle stemmes. Totalt er det stemt mot fremlagte forslag i 16 saker på 13 generalforsamlinger.

I 2008 har de innleggene administrasjonen har holdt på generalforsamlingene, samt brev med redegjørelse for stemmegivningen, vært publisert på Folketrygdfondets internettside. Her fremkommer innleggene til ekstraordinær generalforsamling i Norske Skog og innleggene til generalforsamlingene i Tandberg, Rieber & Søn og Awilco. Til generalforsamlingen i Acergy ble det sendt et brev til styrets leder for å forklare stemmegivningen.

## **Hva Folketrygdfondet har vært spesielt opptatt av**

Folketrygdfondet er særlig opptatt av hvilke fullmakter vi som aksjonær gir til styret. Spesielt gjelder dette det totale omfanget av fullmaktene og styrets begrunnelse. For å sikre en grundig og god saksbehandling, er det viktig at generalforsamlingen får tilstrekkelig informasjon om de saker som er til behandling. Det er fullmakter knyttet til kompensasjonsmodeller og emisjoner vi er særlig opptatt av. I tilknytning til styrevalg ønsker vi å sikre en god prosess gjennom valgkomiteens funksjon og oppgaver.

## **Kompensasjonsmodeller**

Opsjons- og andre aksjerelaterte insentivprogrammer skal godkjennes av generalforsamlingen. Folketrygdfondets erfaring også fra årets generalforsamlingssesong, er at det i varierende grad gis tilfredsstillende informasjon om lederlønnordninger i innkallingen til generalforsamlingen. Videre behandles sakene ulikt i møtene. Etter vårt syn har redegjørelsene ofte vært svært generelle og lite informative. Folketrygdfondet mener det er viktig å tydeliggjøre følgende punkter for å sikre en forsvarlig behandling av insentivprogrammer:

- Programmene må være tydelig redegjort for i innkallingen.
- I vedtaket bør det fremgå hvilke kriterier og betingelser som inngår i programmet.
- Programmene bør behandles som egne saker i generalforsamlingen, og ikke bare som en del av andre fullmakter styret ber om.

Som et ledd i arbeidet med å sikre aksjonærverdier, har Folketrygdfondets styre fastsatt prinsipper for vurdering av lederlønninger og kompensasjonsmodeller i virksomheter hvor FTF har eierinteresser. I de fleste tilfeller hvor FTF i år har valgt å holde innlegg eller stemme mot fremlagte forslag, er dette basert på en vurdering av at det forslag selskapets styre har fremmet ikke i tilstrekkelig grad har tilfredsstilt disse prinsippene. Særlig er det kravet om at det skal etableres et tak for årlig avlønning av ledelsen som ikke har vært ivaretatt. Folketrygdfondet vil også i tiden fremover legge de fastsatte prinsipper for vurdering av kompensasjonsmodeller til grunn ved helhetsvurderingen av de forslag om lederlønn og lederlønnsprinsipper som fremmes for generalforsamlingen.

#### *Emisjonsfullmakter*

Folketrygdfondet har også brukt ressurser på saker knyttet til fullmakter om tilbakekjøp av aksjer og emisjonsfullmakter. I enkelte av disse sakene har styrene bedt om betydelige emisjonsfullmakter og aksjonærene er blitt bedt om å frasi seg fortrinnsretten til å tegne aksjer. Normalt anser vi at en generell emisjonsfullmakt ikke bør utgjøre mer enn ti prosent av kapitalen. Folketrygdfondet ønsker ikke å frasi seg fortrinnsrett til å tegne aksjer over dette nivå uten at det foreligger en konkret og forsvarlig begrunnelse fra selskapets side. Ved emisjonsbehov over ti prosent, bør det som hovedregel innkalles til ny generalforsamling når emisjonsbehovet oppstår. I tilfeller hvor generelle emisjonsfullmakter er betydelige og uten tilfredsstillende begrunnelse, har Folketrygdfondet stemt mot å gi styret en slik fullmakt.

#### *Valgkomite*

Vi anser det viktig at selskapene har velfungerende styre med en sammensetning som kan ivareta selskapets og aksjonærfellesskapets interesser på en god måte.

Mange selskaper notert på Oslo Børs har etablert en valgkomite. Valgkomiteens viktigste oppgave er å vurdere styrets arbeid og sammensetning, og fremme innstilling til generalforsamling om nye kandidater til selskapets styrende organer. Valgkomiteen skal sørge for en god prosess rundt valg til styrende organer, forankring av innstillingen hos de største aksjonærene og sikre at hensynet til aksjonærfellesskapets interesser ivaretas.

Sammensetningen i valgkomiteer er viktig. Det er vårt prinsipielle syn at medlemmene i en valgkomite skal være uavhengige og habile i forhold til de personene som skal velges. For å sikre dette bør ikke styremedlemmer være medlem av valgkomiteen. I tilfeller hvor dette prinsippet ikke har vært ivaretatt, har FTF stemt mot fremlagte forslag til sammensetning av valgkomite.

Det er vårt prinsipielle syn at alle selskaper bør ha valgkomite. I 2007 rettet vi særlig oppmerksomhet mot selskaper i vår norske aksjeportefølje som ikke hadde valgkomite. Vi tilskrev alle selskapene som ikke hadde valgkomite, og vi fulgte opp henvendelsen med innlegg på de ordinære generalforsamlingene. Foreløpig har ikke vårt initiativ ført frem, men vi vil også fremover reise spørsmålet om etablering av valgkomite i møter med selskapene.

Folketrygdfondets erfaring med valgkomiteordningen er positiv. I mange tilfeller får vi henvendelser fra valgkomiteene om å komme med innspill, og komiteene sørger for en god forankring av prosessen. FTF hadde ved årsskiftet 48 selskaper i vår norske aksjeportefølje. Av disse er det 40 selskaper som har valgkomite, og i seks av disse er vi selv representert. Av de resterende 34 selskaper har vi fått henvendelse fra 13 valgkomiteer med tilbud om å komme med innspill og synspunkter på styresammensetningen. De siste årene har valgkomiteene i økende grad henvendt seg til aksjonærene, gjerne i form av brev. FTF er positiv til utviklingen med at valgkomiteene forbedrer kommunikasjonen med aksjonærene, og vi har besvart alle de henvendelse vi har mottatt. Dette gir en hensiktsmessig forankring av prosessen frem mot styrevalg, og bedrer forståelsen for de forslag til sammensetning av styrende organer som fremmes.

---

### Spesielle saker i 2008

Det er særlig fire saker vi ønsker å trekke frem i tilknytning til generalforsamlingssesongen 2008. En mer utfyllende begrunnelse for vår stemmegivning i de nedenfor nevnte saker finnes på FTFs internettside, [www.ftf.no](http://www.ftf.no), hvor alle våre stemmeforklaringer til generalforsamlingene er gjengitt.

- På generalforsamlingen i Tandberg stemte Folketrygdfondet mot lederlønsredegjørelsen. Begrunnelsen for dette var at det ikke var fastsatt en maksimal ramme for den årlige avlønningen av ledere. Resultatet av avstemmingen var at redegjørelsen ble nedstemt.
- På generalforsamlingen i Acergy stemte Folketrygdfondet mot opsjonsprogrammet. Begrunnelsen for dette var at omfanget av programmet ville kunne være inntil 10 prosent av selskapets aksjekapital. Resultatet av avstemmingen var at programmet ble nedstemt.
- På generalforsamlingen i Rieber & Søn holdt Folketrygdfondet et innlegg om aksjens lave avkastning og likviditet. Det ble understreket at det er styrets ansvar, på selvstendig grunnlag, å vurdere selskapets strategi, kapitalstruktur samt dagens børsnotering i forhold til aksjens eierstruktur og likviditet.

- På generalforsamlingen i Awilco stemte Folketrygdfondet mot lederlønsredegjørelsen. Begrunnelsen for dette var at redegjørelsen ikke i tilstrekkelig grad beskrev lederlønsprinsippene eller deres omfang. Redegjørelsen omfattet også syntetiske aksjeopsjoner uten tilfredsstillende beskrivelse av programmet. Resultatet av avstemmingen var at lederlønsredegjørelsen ble godkjent. Selskapet har i ettertid innkalt til ekstraordinær generalforsamling for å godkjenne tildelingen av syntetiske aksjeopsjoner.

### Videre arbeid

Folketrygdfondet vil også i tiden fremover legge stor vekt på å vurdere de saker som fremmes for generalforsamlingen. I dette arbeidet vil Folketrygdfondets eierprinsipper og Folketrygdfondets prinsipper for kompensasjonsmodeller danne basis for våre vurderinger og stemmegivning i de saker som behandles. Resultatene av vårt arbeid vil også fremover bli presentert i vår årlige eierrapport.

# PRINSIPPER FOR KOMPENSASJONSMODELLER

## Folketrygdfondets prinsipper for kompensasjonsmodeller

1. Retningslinjer for godtgjørelse til ledende ansatte skal fremgå av årsrapporten. Det samme gjelder alle elementer av godtgjørelse til daglig leder og de enkelte ledende ansatte.
2. Incentivbaserte lønningsordninger skal ta utgangspunkt i oppnådde resultater utover det som normalt må forventes, og må vurderes i lys av den generelle markedsutviklingen og ikke være basert på utviklingen i selskapets aksjekurs.
3. Det bør fastsettes en maksimal ramme for årlig avlønning av ledelsen som ikke oppfattes som urimelig sett i forhold til de oppnådde resultater. Pensjoner, andre tilleggssytelser og sluttvederlag må heller ikke ha et urimelig omfang.
4. Incentivordningene skal utformes slik at de i størst mulig grad motiverer ledelsen til langsiktig verdiskapning og oppbygging av robuste organisasjoner med et godt arbeidsmiljø.
5. Det bør legges til rette for at en andel av utbetalt resultatbonus kan plasseres i selskapets aksjer for å sikre langsiktighet og riktige strategivalg.
6. Forslag om opsjonsrammer skal omfatte tildelingskriterier, og det bør beregnes virkelig verdi av opsjonsordningene, regnskapsmessige konsekvenser for selskapet og potensielle utvanningseffekter.
7. Ved bruk av opsjonsordninger bør innløsningskurs justeres årlig. Ved aksjebaserte ordninger og opsjoner bør en vesentlig andel av aksjene beholdes i minimum tre år.
8. Styrets medlemmer skal ikke omfattes av incentivordninger.

- en integrert del av investeringsvirksomheten

***Etikk har vært en del av Folketrygdfondets investeringsprofil helt siden vi fikk anledning til å investere i aksjer i 1991. Fra det tidspunktet har etisk opptreden i næringslivet og viktigheten av gode verdier og holdninger vært sentrale punkter i den investeringsmessige tenkingen. Det har vært den fundamentale analysen og søken etter kvalitative gode selskaper å investere i som har dannet grunnlaget for investeringsfilosofien til Folketrygdfondet. Vi har søkt å investere i selskaper preget av god drift og avkastning, høy standard på eierstyring og ledelse, verdier og etiske holdninger. Dette har vært med på å bidra til gode avkastningsresultater over tid, og vi har oppnådd 1,4 prosentpoeng årlig meravkastning i forhold til markedet de siste 10 årene.***

## **Etikk er viktig**

Folketrygdfondet (FTF) etablerte etiske retningslinjer for investeringsvirksomheten i 2004. Vi har siden den gang etablert en systematisk prosess for utøvelse av etikk og etiske vurderinger, og etikk er i dag en integrert del av eierskapsutøvelsen og våre eierprinsipper. FTF er opptatt av at vår rolle som ansvarlig finansiell aktør blir ivarettatt på en god måte og at vi opptrer korrekt i forhold til god eierstyring og selskapsledelse. Av den grunn retter vi vår oppmerksomhet mot selskapenes styre og ledelse når det gjelder spørsmål om etikk. Det er styret og toppledelsens holdninger og engasjement som setter standarden for hvordan selskapets organisasjon forholder seg til disse problemstillingene.

FTF er en selektiv investor som søker å investere i selskaper med god kvalitet på drift og ledelse. Dette innebærer høy kvalitet på selskapets holdninger og handlinger i forbindelse med etiske problemstillinger. I den forbindelse er det viktig at selskapene har etablert et godt rammeverk på området, og at dette gjøres kjent og følges opp i organisasjonen. I internasjonal sammenheng er det etablert anerkjente prinsipper og retningslinjer som FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper.

Stortinget har fastsatt at Folketrygdfondet ikke skal foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at Statens pensjonsfond medvirker til uetiske handlinger eller unnlatelser. En slik medvirkning vil redusere en bærekraftig utvikling, langsiktig verdiskaping og derigjennom kunne redusere Folketrygdfondets avkastning over tid.

## **Arbeidet med etikk i den norske aksjeporteføljen**

I FTFs forvaltningsmetodikk inngår både kvantitative og kvalitative vurderingskriterier. Etiske forhold er definert som en del av de kvalitative investeringskriteriene som ligger til grunn for investeringsbeslutningene. Folketrygdfondets etiske prinsipper for investeringsvirksomheten har som utgangspunkt at lover og forskrifter overholdes, og at selskapene opptrer innenfor allment aksepterte etiske normer. Vi ser gjerne at selskapene har signert internasjonale konvensjoner som FNs

Global Compact eller OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper. I våre etiske prinsipper er det definert et sett med problemstillinger som vi vurderer særskilt. Disse temaene omfatter korrupsjon, menneskerettigheter, barnearbeid og miljø.

I forvaltningen av norske aksjer har Folketrygdfondet valgt positiv utvelgelse og eierskapsutøvelse som virkemidler i arbeidet. Vi mener at disse virkemidlene er mest hensiktsmessige basert på den investeringsfilosofi og -profil FTF har som en ansvarlig, finansiell og langsiktig investor i det norske aksjemarkedet.

**Positiv utvelgelse** betyr at vi aktivt velger å investere i de selskapene som tilfredsstillt våre krav. Dette betyr at selskapene også må tilfredsstille våre krav på det etiske området.

For å vurdere om et selskap driver i strid med de normene vi har definert i våre etiske prinsipper, vurderer vi den informasjonen selskapet gir gjennom rapportering eller annen offentlig tilgjengelig informasjon. I tillegg er etiske problemstillinger tema i møter med selskapets ledelse. For en nærmere vurdering av selskapets etiske standard har vi også sendt et spørreskjema til de selskapene som inngår i vår norske aksjeportefølge. Dette spørreskjemaet omfatter temaer som selskapets overordnede prinsipper og retningslinjer i forbindelse med etiske spørsmål, ansvarsforhold, kommunikasjon og organisasjon knyttet til etikkområdet. Toppledelsens holdninger til miljø, menneskerettigheter, korrupsjon og uetisk atferd er også omhandlet i spørreskjemaet. God selskapsledelse er et samspill mellom holdninger, prinsipper og retningslinjer innenfor en ramme av klare ansvarsforhold og styringssystemer. Vi legger derfor særlig vekt på disse tre hovedaspektene i våre henvendelser til selskapene.

**Eierskapsutøvelse** er et viktig virkemiddel for at vi skal ivareta våre investeringer på en best mulig måte. Dersom det oppstår situasjoner som gir grunnlag for å stille spørsmål ved hvordan selskaper vi er investert i håndterer etiske problemstillinger, tar vi dette opp med selskapets ledelse. På den måten

ønsker vi å påvirke selskapet til å rette opp uakseptable forhold. Det er gjennom denne formen for eierskapsutøvelse vi vil ivareta Folketrygdfondets interesser og sikre gjennomslag for vårt syn. Dersom det er hensiktsmessig vil vi også samarbeide med andre investorer. Det er primært gjennom dialog med selskapene vi fremmer våre argumenter, men dersom dette ikke fører frem vurderer vi om problemstillingen skal tas opp på generalforsamling. Dersom heller ikke en slik prosess fører frem, må vi til slutt vurdere salg av vår aksjepost i selskapet. Vi vurderer imidlertid aktuelle tiltak ut fra et vesentlighetskriterium i den enkelte sak.

### Aktiviteter i 2007 og 2008

Folketrygdfondets etiske prinsipper for investeringsvirksomheten ble utarbeidet i 2004, og er senest gjennomgått og revidert høsten 2007. I tillegg til at våre etiske prinsipper for investeringsvirksomheten er gjengitt her i eierrapporten, finnes de også på FTFs internettside [www.ftf.no](http://www.ftf.no).

Våre etiske prinsipper gjelder for hele Folketrygdfondets portefølje. Vi benytter imidlertid forskjellige metoder i oppfølgingen av de ulike deler av porteføljen.

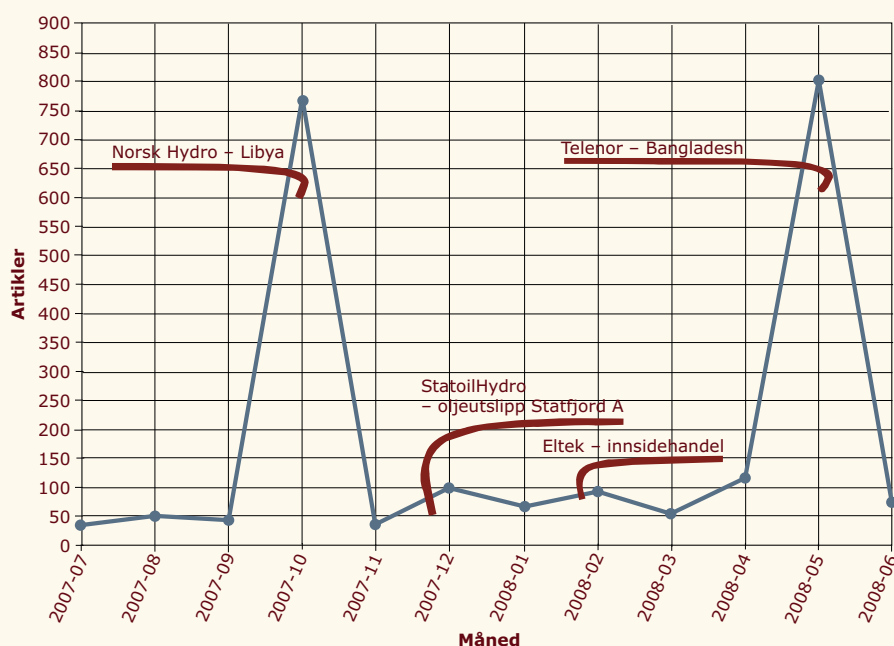
FTFs investeringsprofil tilsier at eierskapsutøvelse er det mest hensiktsmessige virkemiddelet for å følge opp den norske aksjeforføljen. Dersom det oppstår situasjoner som gir grunnlag for å stille spørsmål ved et selskap vi er investert i, tar vi problemstillingen opp med selskapet. På denne måten ønsker vi å påvirke selskapet til å rette opp uakseptable

forhold. Renteplasseringer gir ikke samme eierrettigheter og innebærer dermed ikke samme eieransvar som aksjeplasseringer. FTF forholder seg likevel både til etiske og andre problemstillinger også når det gjelder våre renteinvesteringer, og dersom brudd på FTFs investeringsprinsipper avdekkes vil aktuelle tiltak bli vurdert og iverksatt. For norske selskaper hvor vi har både aksje- og renteplasseringer, vil tiltak vi velger å gjennomføre omfatte begge plasseringsformer.

For investeringer i nordiske aksjer eller rentebærende papirer utstedt av nordiske selskaper, følges de beslutninger Finansdepartementet tar på bakgrunn av anbefalingene fra Etikkrådet for Statens pensjonsfond – Utland. Dette betyr at dersom Finansdepartementet beslutter at det er selskaper Statens pensjonsfond – Utland ikke skal investere i, så trekkes disse verdipapirene også ut av FTFs investeringsunivers.

### Internettsøk

Folketrygdfondets porteføljeforvaltere overvåker kontinuerlig aksje- og kredittporteføljen gjennom et systematisk og elektronisk basert internettsøk i redaksjonelle kilder verden over. Per i dag overvåkes mer enn 80 000 kilder, og over en halv million nyhetsartikler gjennomføres daglig. Søkene er systematisert, og FTF får melding dersom de selskaper vi har i porteføljen knyttes til sentrale temaer for etikk som korrupsjon, menneskerettigheter, barnarbeid og miljø. Dette gjør det mulig for oss å følge med på om selskapene etterlever sine egne retningslinjer på etikkområdet. Tilsvarende overvåking er også etablert for alle våre kredittinvesteringer.



### Internettsøk – mottatte artikler

Figuren viser antall artikler Folketrygdfondet har mottatt per måned som følge av internettsøket knyttet til den norske aksjeforføljen. Figuren viser også hvilke saker som har hatt særlig mediadekning det siste året.

Gjennom det kontinuerlige internettsøket er antall treff for perioden 1. juli i fjor til 30. juni i år på 2245 nyheter fra mer enn 400 kilder. Disse nyhetene er i 8 av 10 tilfeller hentet fra norske medier. I nordisk sammenheng dominerer Sverige. I den europeiske dekningen dominerer tyske medier klart over engelske medier. Det er interessant å merke seg at nyheter om hendelser i norske selskaper dekkes i en slik grad i utenlandske medier. I hovedsak er det økonomiske tidsskrifter som hyppigst tar opp etiske hendelser.

Følgende saker har fått størst mediaoppmerksomhet siste året:

- Norsk Hydros aktiviteter i Libya – oktober 2007
- StatoilHydros oljeutslipp på Statfjord A – desember 2007
- Elteks ledelse blir siktet for innsidehandel – februar 2008
- Telenors aktiviteter i Bangladesh – mai 2008

Folketrygdfondet har fulgt opp disse sakene slik vi har fastsatt i våre etiske prinsipper. Selskapene har redegjort for problemstillingene og beskrevet hvilke tiltak de har iverksatt for å løse situasjonene. FTF har foreløpig tatt dette til orientering.

### *Spørreundersøkelse*

Oppfølgingen ovenfor selskapene er en vesentlig del av arbeidet med etikk. I 2006 ble det foretatt en omfattende spørreundersøkelse blant selskapene i den norske aksjeporteføljen. I 2008 er det arbeidet med en tilsvarende spørreundersøkelse rettet mot de selskapene som er nye i porteføljen. I tillegg er selskaper som ikke besvarte henvendelsen i 2006 fulgt opp med ny henvendelse. Dette arbeidet er under gjennomføring, og det er derfor for tidlig å presentere resultater fra denne undersøkelsen.

Gjennom 2007 og 2008 har spørreundersøkelsen fra 2006 vært brukt som grunnlag i oppfølgingen av selskapene vi er investert i. I møter med selskapenes ledelse har vi benyttet selskapenes besvarelse fra undersøkelsen til å følge opp spesielle temaer. Selskapene med de laveste resultatene har fått størst oppmerksomhet fra vår side.

### *Tilslutning til FNs PRI*

Folketrygdfondet har i 2008 formelt sluttet seg til og signert FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (FNs PRI). FNs prinsipper for ansvarlige investeringer er et initiativ av United Nations Environment Programme Finance Initiative og FNs Global Compact. Initiativet er rettet mot kapitaleiere, kapitalforvaltere og deres profesjonelle servicepartnere, som alle oppfordres til å signere prinsippene. Etter vårt syn kan prinsippene bidra til å bevisstgjøre finansmarkedene på områder det er viktig å ivareta som et ledd i arbeidet med å sikre en betryggende, langsiktig verdiskaping i næringslivet. Prinsippene handler om det å være en ansvarlig og aktiv eier

ved å integrere «Environmental, Social and Corporate Governance»-tema i forvaltningsarbeidet og i eierskapsutøvelsen. Ved å signere FNs prinsipper for ansvarlige investeringer forplikter organisasjonen seg til et «følg eller forklar»-prinsipp. I eierrapporten har vi i egen artikkel redegjort for hvordan Folketrygdfondet følger opp FNs prinsipper.

### *Etisk samarbeidsprosjekt med andre finansielle investorer*

Folketrygdfondet har besluttet å delta i et samarbeidsprosjekt sammen med flere andre store, finansielle investorer. Prosjektet heter Bærekraftig verdiskaping – Investorsamarbeid for å fremme en bærekraftig utvikling og langsiktig verdiskaping i norske, børsnoterte selskaper. Prosjektets formål er å aktivt påvirke norske børsnoterte selskaper til en ansvarlig, bærekraftig utvikling, fordi dette er en viktig forutsetning for langsiktig verdiskaping. Innenfor begrepet bærekraftig verdiskaping er målet at selskapene skal skape økonomiske, miljø- og samfunnsmessige verdier. Hensynet til selskapenes interessenter skal også ivaretas på en ansvarlig måte. God eierstyring og selskapsledelse er et viktige element for å sikre en bærekraftige verdiskaping.

Prosjektet sender, på vegne av investorene, ut en spørreundersøkelse til alle selskaper som inngår i Oslo Børs Benchmark Index. Eksempel på spørsmål selskapene blir bedt om å besvare er om de har retningslinjer som omfatter sentrale elementer innefor en ansvarlig og bærekraftig forretningsdrift, hvem disse retningslinjene gjelder for, hvor de er forankret, hvordan de er implementert og rapportering om etterlevelse. Styrets ansvarlighet for disse områder er også et tema i undersøkelsen. De investorene som støtter initiativet er DnB NOR Kapitalforvaltning, Vital, Nærings- og handelsdepartementet, Alfred Berg, StatoilHydro Kapitalforvaltning, Nordea, Odin, Storebrand, Gjensidige og KLP i tillegg til Folketrygdfondet.

### *Kompetanseoppbygging*

Fordi Folketrygdfondets etiske prinsipper for investeringsvirksomheten er en integrert del av vår forvaltningsmetodikk og derfor en del av det daglige forvaltningsarbeidet, er det viktig at forvalterne har en grunnleggende og god kompetanse på området. Det er også viktig at vi har en felles forståelse om hva problemstillingene omfatter. For ytterligere å bevisstgjøre ansatte og videreutvikle porteføljeforvalternes kompetanse på dette området, har FTF i 2008 gjennomført interne seminarer hvor etiske problemstillinger har vært tema. Arbeidet med å utvikle stadig bedre kompetanse på etikkområdet er en vesentlig og kontinuerlig del av forvaltningsorganisasjonens kultur og investeringsfilosofi i Folketrygdfondet.

# ETISKE PRINSIPPER

## for investeringsvirksomheten

1. Folketrygdfondet skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at Statens pensjonsfond medvirker til uetiske handlinger eller unnlatelser. En slik medvirkning vil redusere en bærekraftig utvikling, langsiktig verdiskaping og derigjennom kunne redusere Folketrygdfondets avkastning over tid.
2. Folketrygdfondet er en selektiv investor som søker å investere i selskaper med høy kvalitet på drift og ledelse. Dette innbefatter også høy kvalitet på selskapets etiske holdninger og handlinger.
3. Folketrygdfondet legger til grunn at de virksomheter det investeres i holder seg innenfor lover og forskrifter.
4. Folketrygdfondet legger til grunn at selskapene opererer innenfor internasjonalt anerkjente konvensjoner som FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper.
5. Folketrygdfondet vurderer virksomhetens ledelse og praksis knyttet til menneskerettigheter, barnearbeid, korrupsjon og miljø. Disse forholdene vurderes i lys av de produkter som fremstilles, selve produksjonen, produksjonsstedet, kundeforbindelser, bedriftskultur/ledelseskultur, selskapets eierstruktur og eierinteresser. Blant annet vurderer Folketrygdfondet om selskaper selv, eller gjennom enheter de kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper.
6. Folketrygdfondet foretar vurderinger på basis av offentlig tilgjengelig informasjon og informasjon gitt av selskapene selv. I vurderingene vektlegges ledelsens holdning, og selskapets bevissthet og styring av de ovennevnte forhold.
7. Ved investeringer i norske aksjer bruker Folketrygdfondet positiv utvelgelse og eierskapsutøvelse for å bidra til at de selskapene det er investert i har tilfredsstillende kvalitet på sine etiske holdninger og handlinger. Folketrygdfondet kan selge seg ut av selskapet dersom nødvendige endringer ikke gjennomføres.
8. Folketrygdfondet overvåker alle kredittinvesteringer. Selskaper som bryter Folketrygdfondets etiske prinsipper utelukkes fra investeringsuniverset dersom forholdene ikke rettes opp.
9. Ved investeringer i nordiske aksjer eller rentebærende papirer utstedt av nordiske selskaper, hensyntar Folketrygdfondet de beslutninger Finansdepartementet tar på bakgrunn av anbefalingene fra Etikkrådet for Statens pensjonsfond – Utland. Folketrygdfondet vil derfor ikke investere i selskaper som Finansdepartementet har besluttet at det ikke skal investeres i.
10. Folketrygdfondet skal årlig offentliggjøre resultatene av arbeidet med etisk forsvarlige investeringer. Det skal utvises aktsomhet og skjønn i rapporteringen og selskapssensitiv informasjon skal ikke offentliggjøres.

# **FNs** PRINSIPPER

for ansvarlige investeringer

**Folketrygdfondet (FTF) har i 2008 signert FNs prinsipper for ansvarlige investeringer. Prinsippene er et godt initiativ som kan bidra til å bevisstgjøre finansmarkedene på områder det er viktig å ivareta som et ledd i arbeidet med å sikre en langsiktig verdiskaping i næringslivet.**

**Etter initiativ fra UNEPs Finance Initiative og FNs Global Compact ble FNs prinsipper for ansvarlige investeringer lansert den 27. april 2006. Prinsippene tar utgangspunkt i at man som en ansvarlig eier og investor integrerer temaer som omfatter miljø, sosiale forhold og virksomhetsstyring (Environmental, Social and Corporate Governance (ESG)) i forvaltningen.**

**FNs seks prinsipper for ansvarlige investeringer er gjengitt nedenfor. I tilknytning til hvert prinsipp har vi kommentert hva Folketrygdfondet gjør for å følge opp prinsippet.**

## **1. Vi skal innarbeide ESG-temaer i investeringsanalyser og beslutningsprosesser**

Folketrygdfondet har utarbeidet etiske prinsipper for investeringsvirksomheten og integrert disse i investeringsmetodikken og det løpende forvaltningsarbeidet.

## **2. Vi skal være aktive eiere og innarbeide ESG-temaer i vår eierskapsutøvelse**

De prinsippene FTF legger til grunn for eierskapsutøvelsen er fastsatt i Eierprinsipper for Folketrygdfondet. Dette danner basis for vårt arbeid med oppfølging av eierstyring og selskapsledelse samt etiske problemstillinger. Eierprinsippene er offentlig tilgjengelig på FTFs internettside.

## **3. Vi skal arbeide for tilfredsstillende rapportering av ESG-temaer fra de selskaper vi er investert i**

FTF har gjennomført en spørreundersøkelse hvor vi har bedt selskaper vi har eierinteresser i informere om selskapets interne retningslinjer relatert til etiske problemstillinger. Vi legger blant annet til grunn at de selskapene vi har eierinteresser i opererer innenfor FNs Global Compact. Dette tilsier at selskapene skal rapportere hvordan de arbeider i forhold til ESG-temaer.

## **4. Vi skal fremme aksept for, og implementering av, prinsippene i finansmarkedet**

Folketrygdfondet har fastsatt etiske prinsipper for investeringsvirksomheten. Av prinsippene fremgår det blant annet at FTF vurderer selskapenes ledelse og praksis knyttet til menneskerettigheter, barnarbeid, korrupsjon og miljø. Prinsippene er offentlig tilgjengelig på FTFs internettside.

## **5. Vi skal samarbeide for å sikre en effektiv gjennomføring av prinsippene**

FTF samarbeider med andre investorer for å ivareta våre interesser. Dette er nedfelt i Eierprinsipper for Folketrygdfondet. Et slikt samarbeid kan omfatte etiske problemstillinger når det er hensiktsmessig.

## **6. Vi skal rapportere om våre aktiviteter og utviklingen i arbeidet med implementering av prinsippene**

Folketrygdfondet utarbeider en årlig rapport om vår eierskapsutøvelse. I rapporten orienterer vi blant annet om hvilke aktiviteter FTF har utført for å ivareta våre eier- og investorinteresser.

# DELTADELSE I STYRENDE ORGANER

**I henhold til Folketrygdfondets eierprinsipper kan Folketrygdfondet (FTF) være representert i selskapers valgkomiteer, representantskap og bedriftsforsamlinger. FTF skal ikke være representert i selskapers styre. Oversikten nedenfor er oppdatert per juni 2008 og viser hvilke verv ansatte i Folketrygdfondet har.**

## Bedriftsforsamlinger:

Norske Skog ASA	- Porteføljeforvalter Ann Kristin Brautaset	<i>medlem</i>
Norsk Hydro ASA	- Viseadm. direktør Lars Tronsgaard	<i>medlem</i>
Orkla ASA	- Adm. direktør Olaug Svarva	<i>medlem</i>
	Porteføljeforvalter Ann Kristin Brautaset	<i>varamedlem</i>
StatoilHydro ASA	- Adm. direktør Olaug Svarva	<i>leder</i>
Telenor ASA	- Adm. direktør Olaug Svarva	<i>nestleder</i>

## Representantskap:

DnBNOR ASA	- Direktør Nils Bastiansen	<i>medlem</i>
DnBNOR Bank ASA	- Direktør Nils Bastiansen	<i>medlem</i>
DnBNOR Boligkreditt AS	- Direktør Nils Bastiansen	<i>varamedlem</i>
Vital Forsikring ASA	- Direktør Nils Bastiansen	<i>medlem</i>
Storebrand ASA	- Adm. direktør Olaug Svarva	<i>medlem</i>
	Viseadm. direktør Lars Tronsgaard	<i>varamedlem</i>

## Valgkomité:

EDB Business Partner ASA	- Direktør Nils Bastiansen	<i>medlem</i>
Orkla ASA	- Adm. direktør Olaug Svarva	<i>medlem</i>
Oslo Børs ASA	- Adm. direktør Olaug Svarva	<i>medlem</i>
Prosafe SE	- Direktør Nils Bastiansen	<i>varamedlem</i>
Schibsted ASA	- Direktør Nils Bastiansen	<i>medlem</i>
StatoilHydro ASA	- Adm. direktør Olaug Svarva	<i>leder</i>
Storebrand ASA	- Adm. direktør Olaug Svarva	<i>medlem</i>
Veidekke ASA	- Adm. direktør Olaug Svarva	<i>medlem</i>
Yara ASA	- Adm. direktør Olaug Svarva	<i>medlem</i>

# UTVIKLING AV EIERSTRUKTUREN

på Oslo Børs i perioden 1994-2007

**Folketrygdfondet (FTF) har vært investert i norske aksjer siden 1991 og er en av de større finansielle investorene på Oslo Børs. Det ble allerede tidlig på 90-tallet etablert eierprinsipper og bevisst holdning til utøvelse av eierskapet for å ivareta fondets finansielle interesser. Siden den gang har det norske aksjemarkedet vært gjennom store endringer. For å få bedre kunnskap om endringene og konsekvensene det har for eierutøvelsen, har Samfunns- og Næringslivsforskning (SNF) gjennomført et forskningsprosjekt som fokuserer på utviklingen av eierskap på Oslo Børs i perioden 1994–2007. Målsettingen for prosjektet er å kvantifisere og analysere de ulike investorgruppenes porteføljer og eiersammensetning i de børsnoterte selskaper, for å gi en bedre forståelse av investorenes eierinvolvering i de enkelte selskaper og sektorer/bransjer. I det følgende omtales noen hovedfunn fra undersøkelsen. Hele rapporten er lagt ut på [www.ftf.no](http://www.ftf.no) og [www.snf.no](http://www.snf.no).**

## Undersøkelsen

Prosjektet er gjennomført på oppdrag fra Folketrygdfondet. Bakgrunnen er at aksjemarkedet i Norge, som i andre land, har vært gjenstand for store endringer siden begynnelsen av 1990-tallet. Kapitalmarkedene er blitt deregulert og internasjonalsert, begrensningen på utlendingers eierandel er opphevet, investorene er blitt mer profesjonalsert, kravene til selskapsstyring (corporate governance) er blitt skjerpet, etiske krav til selskaper og investorer er kommet i fokus og tilsyns- og overvåkningssystemene er blitt utbygd. Det har også funnet sted store strukturelle endringer i næringslivet. Statlige selskaper er blitt (del)privatiserte og børsnotert, og aksjemarkedet har vært preget av både sterke oppgangsperioder og kraftige kursfall.

Undersøkelsen fra SNF har ikke som siktemål å belyse alle disse utviklingstrekk. Den fokuserer på utviklingen av eierstrukturen i perioden 1994–2007. Målsettingen er å kvantifisere og analysere de ulike investorgruppenes porteføljer og eiersammensetningene i de børsnoterte selskaper for å gi en bedre forståelse av investorenes eierinvolvering i de enkelte selskaper og sektorer/bransjer.

Staten har siden år 2000 delvis privatisert Statoil, Telenor og Cermaq. Disse selskapenes samlede verdi og statens fortsatte eierandel gjør at alle gjennomsnittlige analyser av eiersammensetningen på børsen blir sterkt påvirket. Selv om privatiseringen innebærer økt privat og redusert statlig eierskap i disse selskapene, innebærer børsnoteringen av selskapene en sterk økning i den samlede statlige eierandel på Oslo Børs. Av hensyn til sammenlignbarheten over tid er derfor disse tre selskapene holdt utenfor i de analyser som er gjort for perioden som helhet. Også utenlandske selskaper som bare er delregistrert i VPS er holdt utenfor i undersøkelsen siden man ikke kan få oversikt over hele deres eierskap.

## Generelle utviklingstrekk på Oslo Børs i perioden 1994–2007

For å belyse hovedtrekkene i undersøkelsen, kan det være hensiktsmessig å gi bakgrunnsinformasjon om den generelle utviklingen på Oslo Børs i perioden som er undersøkt.

Perioden 1994–2007 kan inndeles i tre adskilte perioder av omtrent lik lengde. Perioden 1994–97 var preget av god økonomisk vekst og kursoppgang på Oslo Børs. Deretter fulgte en meget volatil periode i årene 1998–2002. Disse årene var preget av svakere økonomisk vekst, et kraftig kursfall i 1998, sterk kursoppgang (i stor grad knyttet til en IT-boble) i 1999, og en sterk kursnedgang i 2000–2002. Siden 2003 har utviklingen vært preget av høy økonomisk vekst og sterk kursoppgang i aksjemarkedet. Antallet børsnoterte selskaper har variert i takt med kursutviklingen fra 124 selskaper på det laveste (ved begynnelsen av 1994) til 213 på det høyeste (i 1998) og 210 selskaper ved utgangen av 2007, hvorav 185 hovedregistrerte selskaper.

Oslo Børs har vært preget av en meget skjevvektet selskapsstruktur i hele perioden. De 10 største selskapene svarte i 1994 for 61,5 prosent av børsverdien for de norske selskapene og for 72,4 prosent av børsverdien ved utgangen av 2007 (inkludert de delprivatiserte selskapene StatoilHydro, Telenor og Cermaq). I 1994 var Norsk Hydro det suverent største selskap på Oslo Børs og utgjorde 24,7 prosent av børsverdien av de norske selskaper. Etter utskillingen av gjødselvirksomheten i Yara og innfusjoneringen av olje- og gassvirksomheten i Statoil, svarte Hydro for 5,0 prosent av samlet børsverdi for de norske selskaper ved utgangen av 2007, mens StatoilHydro og Telenor svarte for henholdsvis 28,0 og 11,3 prosent ved utgangen av 2007.

Utviklingen på hele 90-tallet var preget av store endringer innen finansnæringen. Ved inngangen til 1994 satt staten som følge av bankkrisen med store eierinteresser i flere banker. Staten solgte seg etterhvert helt ut av Fokus Bank og Kreditkassen som begge ble overtatt av utenlandske banker. Statens eierandel i DnB ble også redusert, men økte betydelig i 1999 da DnB overtok Postbanken, før den igjen ble redusert i forbindelse med fusjonen med Sparebanken NOR i 2003.

Undersøkellesperioden har videre vært preget av store selskapsmessige endringer. Få av de største selskapene fra 1994 er å finne blant de største i dag eller har, hvis de gjør det, ikke helt den samme produktportefølje. Industrikonglomeratet Norsk Hydro er i dag et rendyrket aluminiumsselskap. HafslundNycomed ble oppsplittet i 1997, og farmasivirksomheten ble solgt til utlandet. Orklas medie- og bryggerivirksomhet er solgt til utlandet, mens selskapet har overtatt Elkem og er blitt stor eier i energiselskapet REC. Oljeselskapet Saga ble overtatt av Hydro i 1999 før Hydros olje- og gassvirksomhet ble overtatt av Statoil i 2007. Selskapene Aker og Kværner har både solgt ut deler av sin virksomhet og fusjonert andre deler av virksomheten. IT-boblen førte til at enkelte selskaper i en kort periode ble meget store i børsverdi før mesteparten av verdien ble borte i det etterfølgende kursfall.

Oslo Børs var tidligere kjent som en betydelig shippingbørs. Noen av shippingselskapene (Bergesen og Høegh) er tatt av børs, mens andre har kommet til (som f.eks. Frontline). Etter at bransjeinndelingen på Oslo Børs ble endret i 2001, og tilpasset internasjonale standarder, inngår shippingselskapene i sektoren Energi. Energisektoren har økt sterkt, både i antall selskaper og i markedsverdi, ikke minst som følge av en uvanlig sterk økning i oljeprisen, og sektoren svarte ved utgangen av 2007 for 47 prosent av samlet børsverdi.

### **SNF-rapporten – noen hovedresultater**

Beregningsresultatene i SNF-rapporten gir en tallmessig illustrasjon av de store og viktige endringer som har funnet sted på det norske aksjemarkedet i løpet av de 14 år som analysen omfatter.

#### *Eiersektorer*

Selv om Oslo Børs adskiller seg i flere henseende fra de internasjonale aksjebørser, er en del av de endringer som har funnet sted uttrykk for utviklingstendenser som i større eller mindre grad også har preget de internasjonale markeder. Det viktigste unntaket er den betydelige økningen i det statlige eierskapet som følge av delprivatiseringen av Statoil og Telenor i 2000 og 2001. Det førte til at statens eierandel økte

fra 14,7 prosent i september 2000 til 38,8 prosent i september 2001. Etter etableringen av Yara i 2004, delprivatiseringen av Cermaq i 2005 og Statoils overtakelse av olje- og gassvirksomheten til Norsk Hydro i 2007 var statens eierandel redusert til 28,7 prosent ved utgangen av 2007.

Holdes de privatiserte selskapene Telenor, Statoil og Cermaq utenfor analysen, fremstår et noe annerledes utviklingsbilde. Det som da først og fremst preger utviklingen av eiersammensetningen i tiden etter 1994, er utlendingenes store og jevnt økende eierandel, fra 27,6 prosent i 1994 til 43,7 prosent i 2007. Økningen har vært særlig stor for kategorien nominee-registrerte aksjonærer, dvs. utenlandske investorer som investerer via forvalterkonti, som har økt fra 7,6 til 26,7 prosent. Innen gruppen av utenlandske aksjonærer finnes også utenlandske selskaper eid av nordmenn, men hvor stor andel av eierskapet disse representerer er ikke kjent.

En annen gruppe som har økt sin eierandel betydelig, er kategorien private selskaper. Denne eiergruppen, som hovedsakelig består av aksjeselskaper, har økt sin andel fra 18,7 til 28,3 prosent i perioden 1994–2007, hvorav mesteparten av økningen har funnet sted i de siste årene.

Ved utgangen av 2007 svarte således utlendingene og (norske) private selskaper for 72 prosent av eierskapet på Oslo Børs (når altså Telenor, StatoilHydro og Cermaq holdes utenfor). Det innebærer at statens øvrige eierskap relativt sett har gått ned siden 1994. Det illustreres ved at eierandelen til gruppen stat og kommune (offentlig sektor) har falt fra 21,8 til 13,9 prosent fra januar 1994 til desember 2007. I denne eiergruppen inngår også Folketrygdfondet, som svarte for en eierandel på 3,6 prosent i 1994 og 3,0 prosent i 2007.

Det bør bemerkes at den offentlige eierandel ikke har vært jevnt synkende. Tvertimot falt eierandelen fra 1994 fram til 1998–99, hvoretter den økte til nærmere 25 prosent i 2004 før den igjen ble nesten halvert i løpet av de neste tre årene. Den ujevne utviklingen har sammenheng både med selskaps- og markedsmessige forhold. Nedgangen i eierandelen på 90-tallet har bl.a. sammenheng med statens nedsalg i bankene, men må også ses i sammenheng med kursutviklingen i de ulike bransjer, bl.a. den særlig sterke kursutviklingen i IT-selskaper frem til 2000. Økningen i statens eierandel frem til 2004 reflekterer tilsvarende den ulike bransjevise kursutvikling i nedgangsperioden på børsen fra høsten 2000 til begynnelsen av 2003. I tillegg til selskapsmessige endringer (bl.a. DnBs overtakelse av Postbanken), økte også Folketrygdfondet sin eierandel i denne perioden. Nedgangen i den statlige eier-

andel etter 2004 har tilsvarende sammenheng med at statens eierandel relativt sett er blitt redusert som følge av selskapsmessige endringer (bl.a. DnBs fusjon med Sparebanken NOR og utskillingen av Yara og olje- og gassvirksomheten fra Norsk Hydro) og ulik bransjevis kursutvikling.

For to grupper av institusjonelle investorer viser utviklingen siden 1994 til dels likeartede, men for øvrig meget bemerkelsesverdige, utviklingstrekk. Det gjelder gruppene verdipapirfond og livsforsikringsselskaper/pensjonsfond. Fra 1994 økte verdipapirfondene sin eierandel betydelig frem til slutten av 1999 da eierandelen utgjorde nærmere 9 prosent. Dette reflekterte at verdipapirfondene ble tilført betydelige sparemidler i disse årene, hvilket på den annen side innebar at eierandelen til eierkategorien privatpersoner ble redusert år for år (slik trenden har vært i mange år). Under nedgangsårene 2000–2003 falt verdipapirfondenes eierandel betydelig som følge av at store beløp ble trukket ut av fondene.

Fondenes eierandel på Oslo Børs har imidlertid vært fallende også under den sterke oppgangen som fant sted i årene 2004–2007 og utgjorde ved utgangen av 2007 bare 4,7 prosent, til tross for at verdipapirfondene er blitt tilført betydelige midler i disse årene. Nedgangen i eierandelen har formodentlig sammenheng med at norskforvaltede verdipapirfond i økende grad investerer sin kapital i utenlandske markeder.

Eiergruppen livsforsikringsselskaper/pensjonskasser økte sine investeringer i aksjer i løpet av 90-tallet, mens eierandelen på Oslo Børs holdt seg noenlunde uforandret på knapt 10 prosent. Livsforsikringsselskapene reduserte sin eierandel noe, mens pensjonskassenes eierandel økte noe. Siden begynnelsen av 2000 har eierandelen til disse grupper falt sterkt, fra vel 9 prosent i slutten av 1999 til bare 2,1 prosent ved utgangen av 2007. Nedgangen skyldes dels at livsforsikringsselskapene reduserte sine aksjeinvesteringer betydelig under nedgangsårene 2000–2003 og at livsforsikringsselskapene og pensjonskassene – som verdipapirfondene – har plassert en større andel av aksjeinvesteringene på utenlandske børser. I sum har verdipapirfondene og livsforsikringsselskapene/pensjonskassene siden slutten av 90-tallet redusert sin eierandel på Oslo Børs til under det halve og svarte ved utgangen av 2007 for en eierandel på bare 6,8 prosent. Nedgangen i eierandel til disse to grupper er av omtrent samme størrelse som økningen i utlendingenes eierandel i samme periode.

I SNF-rapporten konkluderes med at de endringer som har skjedd i eiersammensetningen på Oslo Børs siden 1994 har

medført at andelen av antatt Eiermessig aktive aksjonærgrupper har falt fra rundt 45 prosent til rundt 25 prosent. Med aktive eiere menes eiere som deltar i generalforsamlinger, tar styreverv eller på andre måter aktivt søker å påvirke den forretningsmessige styringen av selskapene.

Denne konklusjonen bør ses i sammenheng med et annet utviklingstrekk. Siden midten av 90-tallet har det funnet sted en økende grad av bevissthet, både blant investorene og i de enkelte selskaper, om betydningen av god Eierstyring og selskapsledelse (corporate governance), og i Norge – som i andre land – er det utarbeidet skriftlige standarder og retningslinjer for god Eierstyring og selskapsledelse som de børsnoterte selskaper er forutsatt å følge etter prinsippet «følg eller forklar». Dette tema er ikke behandlet i SNFs rapport om Eierstrukturen på Oslo Børs.

### *Eierkonsentrasjon*

SNF-rapporten inneholder analyser av graden av Eierkonsentrasjon på Oslo Børs. Det konkluderes her med at det synes å ha funnet sted en betydelig økning av Eierkonsentrasjonen på Oslo Børs, særlig i de to-tre siste årene av undersøkelsesperioden. Også i denne del av analysen er de privatiserte selskapene Telenor, StatoilHydro og Cermaq holdt utenfor.

Analysen av Eierkonsentrasjon viser bl.a. at gjennomsnittlig eierandel til den største aksjonær for alle børsnoterte norske selskaper har økt fra 27,2 til 29,2 prosent fra januar 1994 til desember 2007. Hvis en markedsverdiveier selskapene, blir økningen for største eier noe større, fra 27,2 til 30,3 prosent i gjennomsnitt. Gjennomsnittlig eierandel for største aksjonær har videre økt mer for små selskaper (fra 26,6 til 31,2 prosent) enn i store selskaper (fra 27,5 til 28,0 prosent). Som små selskaper regnes de minste selskapene som samlet utgjør 10 prosent av markedsverdien, mens de øvrige børsnoterte selskaper regnes som store.

Det kan i denne forbindelse nevnes at i 16,8 prosent av de børsnoterte selskaper har største aksjonær en eierandel på over 50 prosent.

Også når en ser på samlet eierandel for de fem største aksjonærene viser tallene at det har skjedd en økt konsentrasjon. For alle børsnoterte selskaper har de fem største aksjonærs samlede eierandel økt fra 51,8 prosent i 1994 til 54,8 i 2007. Hvis en verdiveier selskapene er den samlede eierandel til de fem største aksjonærer økt fra 48,4 til 56,5 prosent, hvilket reflekterer at de fem største aksjonærenes eierandel har økt mer i de store enn i de små selskapene.

Det samme bilde avtegner seg hvis en ser på den samlede eierandelen til de 10 største aksjonærene. For alle selskaper har den gjennomsnittlige eierandel økt fra 63,4 prosent i 1994 til 66,0 prosent i 2007. I tillegg til at de 10 største aksjonærene i gjennomsnitt svarer for nærmere to tredjedeler av eierskapet, viser tallene at den gjennomsnittlige eierandel er raskt fallende innen gruppen av de største eiere. Mens største eier i gjennomsnitt hadde en eierandel på 29,2 prosent, svarte eierne fra nr 2 til 5 for en eierandel på til sammen 25,6 prosent, mens eierne fra nr 6 til 10 til sammen svarte for bare 11,4 prosent. Selv om gjennomsnittstall kan dekke over store forskjeller, illustrerer disse tall en eierstruktur som er nokså typisk for børsnoterte norske selskaper. Gjennomsnittstallene indikerer således også at det i «de gjennomsnittlige» børsnoterte selskaper er et nokså lite antall eiere som samlet har en så stor eierandel at den gir en oppfordring til å utøve aktivt eierskap. Motforestillingen er at dominerende eiere tradisjonelt oppfattes å utgjøre en risiko for forfordeling i disfavør av minoritetsaksjonærene og i verste fall kan medføre en kontrollrabatt i aksjekursen.

### **Folketrygdfondet**

Folketrygdfondet er en av de større finansielle investorer på Oslo Børs med en portefølje på omlag 60 mrd. kroner. Det medfører at FTF ofte vil være blant de ti største aksjonærer i de selskaper hvor vi har aksjer.

Etter de regler som gjelder, kan Folketrygdfondet ikke eie mer enn 15 prosent av aksjekapitalen i det enkelte selskap. I de fleste selskaper vil FTFs eierandel være på under 10 prosent, men i enkelte selskaper preget av spredt eierskap har FTF tidvis vært største aksjonær. Ved utgangen av 2007 hadde FTF aksjer i 48 selskaper. I fire av selskapene var eierandelen på over 10 prosent. Ved inngangen til 1994 omfattet aksjeporteføljen 39 selskaper. Også den gang var eierandelen på over 10 prosent i fire av selskapene. Mer enn halvparten av selskapene som inngikk i porteføljen i 1994 er ikke å finne i porteføljen i dag. Det skyldes i de fleste tilfeller at selskapene er tatt av børs, i en del tilfeller at de er blitt fusjonert med eller kjøpt opp av andre norske eller utenlandske selskaper.

Folketrygdfondet søker å opptre som en langsiktig aksjonær og en investor som foretar selskapsvalg ut fra en fundamental vurdering av avkastningsperspektiv, risikoforhold og selskapenes ledelses- og organisasjonsmessige kvalitet. Vurdering av selskapenes eierstyring, selskapsledelse og etiske bevissthet har inngått som en integrert del av den totale investeringsvurdering. FTF utarbeidet allerede tidlig på 90-tallet retningslinjer for utøvelsen av eierskap. Retningslinjene ble utformet med utgangspunkt i erfaringer høstet i konkrete investerings- og selskapsaker vi ble stilt overfor og i erkjennelse av at FTF som stor investor og aksjonær hverken kunne avstå fra å ivareta våre økonomiske interesser eller unnlate å utøve et minimum av eierskapsansvar.

### **Oppsummering**

Prosjektet utført av SNF viser at det i løpet av perioden som er analysert har vært vesentlige endringer i eiersammensetningen på Oslo Børs og i investorenes porteføljer. Endringene innebærer at det nå vurderes å være færre aktive eiere i det norske markedet. Andelen utenlandske aksjonærer, og i særlig grad de som investerer via forvalterkonti, øker. Norske finansielle investorer, som livsforsikringsselskap og verdipapirfond, har redusert sin andel på Oslo Børs tilsvarende. Disse har i stedet investert i andre verdipapirmarkeder. Samtidig har konsentrasjonen blant aksjonærene økt, og i snitt er det et nokså lite antall eiere som har en så stor eierandel at den gir oppfordring til å utøve aktivt eierskap. Dette er forhold som får betydning for Folketrygdfondet, idet utøvelsen av eierskapet er påvirket av den øvrige aksjonærsammensetningen og hvorledes de øvrige aksjonærer utøver sitt eierskap. I så måte er analysen et nyttig grunnlag for forståelsen av den eierrolle FTF har og har hatt.

Videre understreker utviklingen nødvendigheten av at Folketrygdfondet tar et eieransvar i de selskapene vi er investert i for å sikre våre finansielle verdier. Både for Statens pensjonsfond – Norge, og de selskaper hvor kapitalen er investert, er det viktig med en ansvarsbevisst, forutsigbar og god eierskapsutøvelse fra Folketrygdfondets side.

## ANNEN RELEVANT INFORMASJON

### **Følgende dokumenter finnes på Folketrygdfondets nettside [www.ftf.no](http://www.ftf.no):**

- Lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens Pensjonsfond
- Lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet
- Vedtekter for særlovsselskapet Folketrygdfondet
- Forskrift 7. november 2007 nr. 1228 om forvaltning av Statens pensjonsfond – Norge
- Retningslinjer for forvaltningen av Statens Pensjonsfond – Norge
- Forvaltningsavtale for Statens pensjonsfond – Norge
- Folketrygdfondets eierprinsipper
- Folketrygdfondets etiske prinsipper for investeringsvirksomheten
- Folketrygdfondets prinsipper for kompensasjonsmodeller

### **På Finansdepartementets nettside, [www.finansdepartementet.no](http://www.finansdepartementet.no), finner man blant annet lenker til:**

- Statsbudsjettet for 2008
- St.meld. nr. 16 (2007–2008) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007
- Ot.prp. nr. 2 (2005–2006) Om lov om Statens pensjonsfond
- Ot.prp. nr. 49 (2006–2007) Om lov om Folketrygdfondet
- Informasjon om Etikkrådet for Statens pensjonsfond – Utland

### **Nettstedet [www.nues.no](http://www.nues.no) inneholder blant annet:**

- Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse

### **Nettstedet [www.unpri.org](http://www.unpri.org) kan gi mer utfyllende informasjon om:**

- FNs prinsipper for forsvarlige investeringer
- FNs Global Compact

### **På [www.oecd.org](http://www.oecd.org) kan man finne informasjon om:**

- OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse
- OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

## Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter



### Folketrygdfondet

Haakon VIIIs gate 2  
Pb. 1845 Vika, 0123 Oslo  
Tlf: 23 11 72 00  
Fax: 23 11 72 10  
e-post: folketrygdfondet@ftf.no