

## Eierstrukturen på Oslo Børs

Denne temaartikkelen er hentet fra  
Folketrygdfondets årsrapport for 2008



## Folketrygdfondet

Haakon VIIs gate 2  
Pb. 1845 Vika, 0123 Oslo  
Tlf: 23 11 72 00  
Faks: 23 11 72 10  
e-post: [folketrygdfondet@ftf.no](mailto:folketrygdfondet@ftf.no)

---

# EIERSTRUKTUREN PÅ OSLO BØRS

**Med tidens gang følger minneverdige hendelser, datoer og år. 2008 vil bli et år som vil bli husket for finanskrisen og dramatiske kursfall i aksjemarkedet. Etter som årene går, finner det også sted andre endringer, endringer som kan synes ubetydelige i det korte løp, men desto viktigere, kanskje også tankevekkende, i det lange perspektiv, etter hvert som noen av endringene avtegner seg som trender i utviklingen. Eiersammensetningen på Oslo Børs er en ganske annen i dag enn den var på begynnelsen av 1990-tallet. Det har sammenheng både med enkeltstående hendelser og generelle utviklingstrender. På oppdrag for Folketrygdfondet har Samfunns- og Næringslivsforskning AS gjennomført et forskningsprosjekt om utviklingen i eierstrukturen på Oslo Børs i perioden 1994–2007. I nedenstående artikkel vil noen av hovedresultatene bli beskrevet.**

## 1. Fra krise til krise

Folketrygdfondet (FTF) kjøpte sine første aksjer i august 1991, noen få dager etter at landets nest største forretningsbank, Kredittkassen, hadde måttet kunngjøre at den hadde tapt det meste av sin egenkapital og – omtrent på dagen – et år før landets største forsikringsselskap, Storebrand, ble satt under offentlig administrasjon.

Finanskrisen på begynnelsen av 90-tallet fant sted i kjølvannet av en generell og alvorlig økonomisk nedgangsperiode. En svak økonomisk vekst og en høy arbeidsløshet hadde påført bankene større tap på lån til bedrifter og husholdninger enn egenkapitalsituasjonen tålte. Virkningen i aksjemarkedet av den økonomiske nedgang og finanskrisen ble deretter. Aksjekursene falt med over 40 prosent fra august 1991 til august 1992. Kursnedgangen i forhold til forrige kurstopp var på 55 prosent. Endringer på valutaområdet førte til at rentenivået året etter ble halvert og aksjekursene økte med over 60 prosent.

Nå er det finanskrisen på ny, men av et annet slag og andre årsaker. Dagens finanskrisen er ikke utløst av en langvarig nedgang i realøkonomien, men av en oppgang som har vært

sterk i realøkonomien og for sterk i finanssektoren. Denne gang er det finanskrisen som er i ferd med å utløse en nedgang i realøkonomien. Men allerede før nedgangen i realøkonomien har inntrådt, har aksjekursene igjen falt meget og enda mer enn de gjorde på 90-tallet. Fra siste toppnivå (i juli 2007) til siste bunnivå (i november 2008) var fallet i aksjekursene på nesten 65 prosent.

De mellomliggende årene har heller ikke vært uten dramatiske innslag og omslag i aksjemarkedet. I 1997 og 1998 førte Asia-krise og internasjonal valutauro til en volatil utvikling i aksjemarkedet. I løpet av bare et halvt års tid i 1998 ble aksjekursene nesten halvert. Deretter fulgte en periode med nærmest euforiske tilstander i aksjemarkedet knyttet til sterkt optimistiske fremtidsforventninger til IT-selskaper. I løpet av knapt to år ble aksjekursene mer enn fordoblet. Da luften gikk ut av det som viste seg å ha vært en IT-boble, og de økonomiske konjunktorene svekket seg, ble resultatet at aksjekursene i løpet av to og et halvt år (frem til februar 2003) falt med mer enn 55 prosent. Deretter fulgte flere år preget av realøkonomisk vekst og sterk oppgang i aksjekursene. I løpet av litt over fire år ble aksjekursene mer enn femdoblet.

Selv om de første tegn på at oppgangen var i ferd med å kulminere begynte å gjøre seg gjeldende allerede i 2007, var det andre tegn som indikerte at oppgangen både i realøkonomien og i aksjemarkedet ville vedvare. Etter et forbigående sterkt kursfall i begynnelsen av 2008 steg aksjekursene mot tidligere toppnivå utover våren, før det ble klart at man sto overfor en omfattende internasjonal finanskrisen. Da det viste seg at finanskrisen også fikk virkninger for norske banker, ble konsekvensen en kursnedgang på det norske aksjemarkedet som skjedde raskere og gikk dypere enn noen gang tidligere.

De store variasjoner i kursutviklingen som har funnet sted på Oslo Børs siden Folketrygdfondet gjorde sine første aksjeinvesteringer i 1991, har ikke bare hatt konsekvenser for avkastningen fra år til år. De skiftende forhold i aksjemarkedet har også vært ledsaget av vesentlige endringer i eiersammensetningen til de norske børsnoterte aksjeselskaper. Noen av disse endringer følger de sykliske svingninger i børskursene, andre er av mer strukturell og trendmessig karakter og atter andre er utslag av spesifikke foreteelser som har endret eiersammensetningen (og selskapsammensetningen) på Oslo Børs.

Folketrygdfondet har utviklet seg til å bli en betydelig finansiell investor på det norske aksjemarkedet, og er blant de største aksjonærer i mange av de største børsnoterte selskaper. Det har medført at Folketrygdfondet nødvendigvis må ha en bevisst holdning til utøvelse av eierskap for å ivareta fondets finansielle interesser. For å få bedre kunnskap om hvordan eiersammensetningen på Oslo Børs har utviklet seg og de konsekvenser endringene kan ha for eierskapsutøvelsen, gjennomførte Samfunns- og Næringslivsforskning AS (SNF) i 2008 på oppdrag av Folketrygdfondet et forskningsprosjekt om eierskapsutviklingen på Oslo Børs i perioden 1994–2007. Prosjektets formål var å kvantifisere og analysere de ulike investorgruppens porteføljer og eiersammensetningen i de børsnoterte selskaper, for å gi en bedre forståelse av investorenes involvering i de enkelte selskaper og sektorer/bransjer. I det følgende vil noen av de viktigste resultater fra undersøkelsen bli omtalt. I et eget avsnitt vil en dessuten kommentere de endringer som har skjedd i eiersammensetningen på Oslo Børs i 2008.

## 2. Vekst og omstillinger

Det har skjedd betydelige endringer på Oslo Børs siden begynnelsen av 90-tallet. Det reflekterer at omstillingene har vært store i norsk næringsliv og at kapitalmarkedene har endret seg meget i denne perioden. Oslo Børs er imidlertid fortsatt en liten børs med bare et par hundre børsnoterte selskaper. I hele perioden har børsen vært preget av en meget skjev selskapsstruktur. Skjevheten er heller ikke blitt mindre med årene. Ved utgangen av 2007 svarte de ti største selskapene for 72,4 prosent av samlet børsverdi mot 61,5 prosent i 1994. I

1994 representerte det største selskapet (Norsk Hydro) 24,9 prosent av børsverdien. I 2007 svarte det største selskapet (StatoilHydro) for 28,0 prosent av samlet børsverdi.

Samtidig har denne perioden vært preget av store selskapsendringer. Få av de største selskapene er å finne blant de største i dag eller, hvis de gjør det, er det med en annen virksomhets-sammensetning enn før. Det tidligere industrikonglomeratet Norsk Hydro er i dag et rendyrket aluminiumsselskap etter at gjødselvirksomheten er blitt utskilt i et eget børsnotert selskap (Yara), olje- og gassvirksomheten er innfusjonert i Statoil og fiskerioppdrettsvirksomheten er solgt til utlandet. Oljeselskapet Saga Petroleum ble overtatt av Norsk Hydro i 1999 før Hydros oljevirkosmhet ble overtatt av Statoil i 2007. Orkla har solgt sin medie- og bryggerivirkosmhet til utlandet, mens det er blitt stor eier i energiselskapet REC og har økt sitt engasjement innen aluminiumsprodukter. Hafslund Nycomed ble

splittet opp i 1997 og farmasivirkosmheten solgt til utlandet. IT-boblen førte til at enkelte selskaper i en kort periode i 1999–2000 ble meget store i børsverdi før mesteparten av verdien ble borte i det etterfølgende kursfall.

Utviklingen har også vært 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 etter hvert 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 statlige eierandel igjen ble redusert i forbindelse med fusjonen med Sparebanken NOR i 2003.

Mens både de enkelte selskaper og næringslivet har vært preget av store endringer, er selskaps- og eiersammensetningen på Oslo Børs blitt endret i større grad enn endringene i næringslivet i og for seg skulle tilsi. To

Hovedindeks Oslo Børs



I det lange løp gir investeringer i aksjer erfaringsmessig høyere avkastning enn investeringer i renteinstrumenter. Men aksjemarkedet er et volatilt marked og Oslo Børs er mer volatil enn de fleste børser. Siden 1990 har aksjekursene blitt omtrent halvert ved fire anledninger. Den siste tidens kursfall har ført til at aksjekursene nå er om lag tre ganger så høye som på begynnelsen av 90-tallet. For bare ett år siden var kursene mer enn syv ganger så høye.

forskjellige forhold ligger til grunn for dette. Som ledd i EØS-avtalen ble den begrensning som tidligere gjaldt for utlendingers adgang til å eie aksjer i norske selskaper opphevet fra 01.01.1995. Det har naturlig nok medført at utlendingene har økt sin eierandel på Oslo Børs, hvilket for såvidt bare reflekterer den internasjonalisering som har funnet sted på kapitalmarkedene. Det andre forhold som i særlig grad har påvirket eiersammensetningen er mer særnorsk og har direkte sammenheng med samtidige selskapsendringer. Som følge av delprivatisering og børsnotering av tidligere heleide statlige selskaper, har statens eierskap økt betydelig i løpet av de siste ti årene og er vesentlig høyere på Oslo Børs enn i andre vestlige land. Børsnoteringen av Statoil og Telenor i 2000 og 2001 førte således til at statens eierandel økte fra 14,7 prosent i september 2000 til 38,8 prosent i september 2001. Etter fusjonen mellom DnB og Sparebanken NOR i 2003 samt statlige nedsalg i Statoil og Telenor, etableringen av Yara i 2004, delprivatiseringen og børsnoteringen 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. Endringene i statens eierskap i 2008 vil bli omtalt i et eget avsnitt.

Det høye statlige eierskap på Oslo Børs skyldes ikke at staten er deleier i mange selskaper, men at de selskaper der staten har eierandeler, er blant de aller største på Oslo Børs. Mens delprivatiseringen av tidligere heleide statlige selskaper innebærer at statens eierskap i næringslivet er blitt redusert, har børsnoteringen av selskapene medført at det statlige eierskap på

Oslo Børs er økt betydelig. Selv om det er mindre enn fem prosent av de børsnoterte selskapene som har staten (ved Næringsdepartementet eller Olje- og energidepartementet) som aksjonær, svarte disse selskapene (hvor statens eierandel i 2007 varierte fra 14,5 prosent i SAS til 62,5 prosent i StatoilHydro) for ca 50 prosent av samlet børsverdi ved utgangen av 2007.

Oslo Børs er ikke bare kjennetegnet ved en skjev selskapsstruktur, men også av en skjev bransjestruktur. Oslo Børs var tidligere kjent som en betydelig shippingbørs. Noen av shippingsselskapene er blitt tatt av børs, mens andre er kommet til. Etter at bransjeinndelingen på Oslo Børs ble endret i 2001 og tilpasset internasjonale standarder, inngår shippingsselskapene i sektoren Energi eller Industri. Energisektoren har økt sterkt både i antall selskaper og markedsverdi, og svarte ved utgangen av 2007 for 47 prosent av samlet børsverdi.

### **3. SNF-rapporten: Noen hovedresultater**

Det forhold at børsnoteringen av tidligere heleide statlige selskaper har ført til en markert økning i det statlige eierskap på Oslo Børs er et viktig trekk ved utviklingen de siste 9-10 årene. Det er imidlertid også et aspekt som gjør det vanskeligere å analysere hvilke andre endringer som har funnet sted i disse årene og i et lengre perspektiv. I SNF-rapporten har man derfor holdt de (del-) privatiserte selskapene (Statoil, Telenor og Cermaq) utenfor analysen. I tillegg har man også sett bort fra de selskaper som bare er delregistrert på Oslo Børs da den fullstendige eiersammensetningen i disse selskapene ikke vil være kjent. Det innebærer at

de selskapene som analysen omfatter, svarte for ca 57,4 prosent av samlet børsverdi for alle de selskaper som var notert på Oslo Børs ved utgangen av 2007. Den alt vesentlige del av bortfallet av børsverdi som følge av det reduserte selskapsutvalg, skyldes ekskluderingen av de privatiserte selskapene. I denne forbindelse skal bemerkes at den store forskjellen i børsverdi mellom alle noterte selskaper og de selskaper som analysen omfatter, også vil være påvirket av kursutviklingen for de ulike grupper av selskaper. For Statoil/StatoilHydro spesielt bør således nevnes at selskapsverdien ikke bare har økt betydelig som følge av overtakelsen av Hydros olje- og gassvirksomhet, men også som følge av at oljeprisen fra begynnelsen av 2000 til utgangen av 2007 økte fra litt over USD 20 til ca USD 90 per fat.

Når selskapene StatoilHydro, Telenor og Cermaq holdes utenfor, er det først og fremst utlendingenes sterkt økte eierandel som preger utviklingen. Utlendingenes eierandel økte fra 27,6 prosent i 1994 til 43,7 prosent i 2007. Økningen var særlig stor for kategorien nomineregitrerte aksjonærer, dvs. utenlandske aksjonærer som investerer via forvalterkonti, som økte fra 7,6 til 26,7 prosent. Økningen i den utenlandske eierandelen har vært særlig stor i årene 2004–07, dvs. under den siste sterke oppgangssperioden i aksjemarkedet. 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 aksjonærgruppe som har økt sin eierandel betydelig, er kategorien private selskaper. Denne eiergruppen, som hovedsakelig består av aksjeselskaper, har økt sin eierandel

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 utlendinger og norske private selskaper for 72 prosent av eierskapet på Oslo Børs (når altså StatoilHydro, Telenor 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 kommuner (offentlig sektor) falt fra 21,8 til 13,9 prosent fra januar 1994 til desember 2007. I denne eierkategorien inngår også Folketrygdfondet, som svarte for en eierandel på 3,6 prosent i 1994 og 3,0 prosent i 2007.

Den offentlige eierandel har imidlertid ikke vært jevnt synkende. Eierandelen falt markert frem til 1998-99, hvorefter den økte til nærmere 25 prosent i 2004 før den igjen ble nesten halvert frem til 2007. Den ujevne utvikling har sammenheng både med selskaps- og markedsmessige forhold. Nedgangen i eierandelen på 90-tallet har sammenheng med statens nedsalg i bankene, men må også ses i lys av kursutviklingen i de ulike bransjer, bl. a. den spesielt sterke kursøkningen for IT-selskapene frem til 2000. Økningen i årene etterpå reflekterer tilsvarende den ulike bransjevise kursutviklingen under nedgangsperioden fra høsten 2000 til begynnelsen av 2003, i tillegg til at Folketrygdfondet økte sin eierandel i denne perioden til over fem prosent i 2003. Nedgangen i den statlige eierandel 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

Statoils overtakelse av olje- og gassvirksomheten til Norsk Hydro) og ulik bransjevise kursutvikling.

For to grupper av institusjoner 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 2000-03 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 2004-07 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 betydelig i løpet av 90-tallet, mens eierandelen på Oslo Børs holdt seg noenlunde uforandret på knapt 10 prosent. Livsforsikringsselskapene reduserte sin eierandel noe, hvilket ble oppveid av at pensjonskassenes eierandel økte. 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 delvis at livsforsikringsselskapene reduserte sine aksjeinvesteringer betydelig under nedgangsårene 2000-03 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 det 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 blitt utarbeidet skriftlige standarder og retningslinjer på dette felt 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.)

SNF-rapporten inneholder også 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 siste to-tre årene av undersøkelsesperioden. Også i denne del av analysen er de privatiserte selskapene Telenor, StatoilHydro og Cermaq holdt utenfor.

Analysen av eierkonsentrasjonen 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 selskapene hadde største aksjonær en eierandel på over 50 prosent ved utgangen av 2007, mot 13,0 i 1994. I halvparten av selskapene eide største aksjonær mer enn en fjerdedel av aksjene.

Også når en ser på samlet eierandel for de fem største aksjonærene viser tallene at det har skjedd en økt konsentrasjon. For alle selskaper, uavhengig av størrelse, har de fem

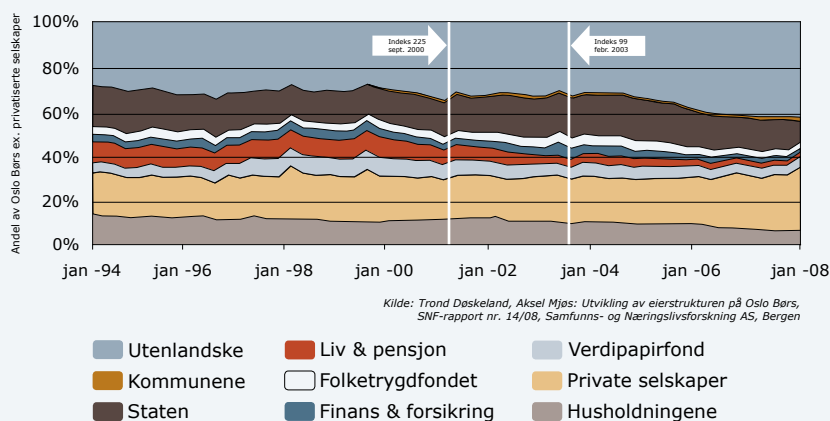
største aksjonærers samlede eierandel (i gjennomsnitt) økt fra 51,8 prosent i 1994 til 54,8 i 2007. Hvis en verdiveier selskapene er den samlede eierandel til de fem største aksjonærer økt fra 48,8 til 56,5 prosent, hvilket reflekterer at de fem største aksjonærenes eierandel har økt mer i de store enn 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 i 2007. I tillegg til at de 10 største aksjonærene i gjennomsnitt i 2007 svarte 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 11,2 prosent.

En annen måte å belyse den eiermessige konsentrasjon på er etter antall aksjonærer som kreves for å nå opp til gitte eierandeler. Forskjellene kan være store mellom selskapene, men gjennomsnittstallene viser en klar tendens: De største aksjonærene eier en større andel av aksjene enn de gjorde på begynnelsen av 90-tallet. Mens det i 1994 krevdes 4,75 aksjonærer (når aksjonærene rangeres etter størrelse) for å nå opp i en eierandel

### Utviklingen i eiersammensetningen på Oslo Børs 1994–2007. Hovedregistrerte selskaper ekskl. Statoil/StatoilHydro, Telenor og Cermaq.



Et av de mest markerte trekk ved utviklingen i eiersammensetningen på Oslo Børs er den betydelige økningen i utlendingenes eierandel. Når en ser bort fra de delprivatiserte selskapene Statoil/StatoilHydro, Telenor og Cermaq har den utenlandske eierandel i selskaper som er hovedregistrert på Oslo Børs økt fra 27,6 til 43,7 prosent i perioden 1994 – 2007. Eiergruppen private selskaper har også økt sin andel betydelig, særlig de siste årene, fra 18,7 prosent i 1994 til 28,3 prosent i 2007. Eierandelen til det offentlige (stat, kommuner, Folketrygdfondet) har i samme periode falt fra 21,8 til 13,9 prosent.

på 34 prosent (når selskapene verdiveies), krevdes det i 2007 bare 2,33 aksjonærer. Når selskapene ikke veies etter størrelse, blir endringen vesentlig mindre, fra 3,97 i 1994 til 3,23 i 2007, hvilket innebærer at utviklingen i retning av økt eierkonsentrasjon har vært sterkere i de store enn i de små selskapene.

Forskjellen mellom store og små selskaper blir enda tydeligere hvis en ser på hvor mange av de største aksjonærene som i gjennomsnitt kreves for å nå opp i 50 prosent eierandel. Når selskapene verdiveies, reduseres antallet fra 10,67 i 1994 til 6,05 i 2007. For de små selskapene øker derimot antallet fra 6,89 til 7,37 aksjonærer.

De her nevnte endringer i eierkonsentrasjon reflekterer ikke bare endringer på eiersiden på Oslo Børs, men også endringer i antall børsnoterte selskaper over årene som igjen avhenger av kursutviklingen. Antall børsnoterte selskaper har variert i takt med kursutviklingen fra 124 på det laveste (i 1994) til 213 på det høyeste (i 1998) og 210 selskaper ved utgangen av 2007 (hvorav 185 var hovedregistrerte selskaper). De fleste av de nye børsnoterte selskaper er relativt små.

I SNF-rapporten er det foretatt en egen undersøkelse av hvordan eiersammensetningen utvikler seg i de første 2,5 årene etter at selskapene børsnoteres. Gjennomsnittstallene vitner om at det skjer en klar konsentrasjon av eierskapet i denne perioden ved at den største aksjonæren får en stadig økende eierandel. Gjennomsnittlig eierandel for største aksjonær økte således fra 27,6 prosent ved børsnotering til 38,8 prosent etter 2,5 år. Antall aksjonærer som kreves for å

nå opp til 50 prosent av aksjene falt samtidig markert fra ca. 6,5 ved børsnotering til ca. 3,5 etter 2,5 år. Denne utvikling indikerer et kjent fenomen, nemlig at mange aksjonærer som tegner aksjer i forbindelse med en børsnotering selger seg ut i løpet av et par års tid. I tillegg indikerer tallene at kjøperne av de aksjene som selges kort tid etter børsnotering er investorer som ønsker å bygge opp større posisjoner i selskapet. Dette resulterer i at de 25 største aksjonærer i nynoterte selskaper etter 2,5 år i gjennomsnitt eier ca. 85 prosent av aksjene.

Selv om gjennomsnittstall kan dekke over store forskjeller, illustrerer disse tall en eierstruktur som er nokså typisk for børsnoterte norske selskaper. Tallene indikerer således også at det i ”de gjennomsnittlige” børsnoterte selskaper er et nokså lite antall eiere som har en så stor eierandel at den gir en oppfordring om å utøve aktivt eierskap. I dette forhold ligger ikke bare en utfordring for selve aksjonærdemokratiet, men også en styrings- og kontrollmessig svakhet for såvidt som dominerende eiere tradisjonelt oppfattes å utgjøre en risiko for forfordeling i disfavør av minoritetsaksjonærene og i verste fall kan medføre en kontrollrabatt i aksjekursen.

#### 4. Året derpå

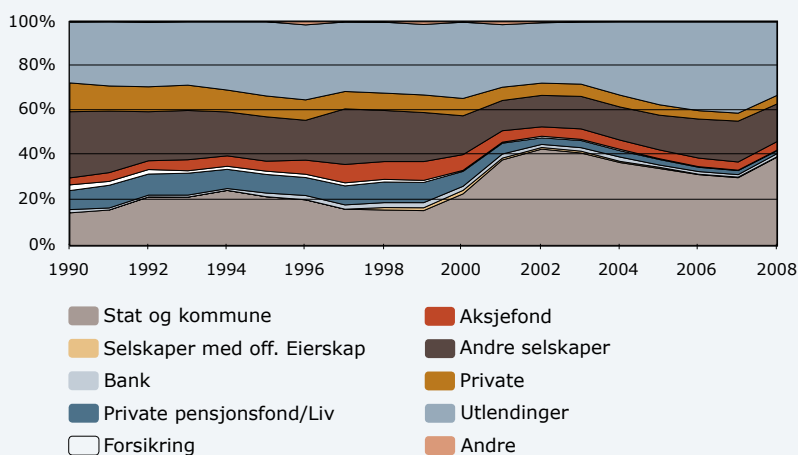
SNFs rapport ble ferdigstilt i august 2008. På dette tidspunkt var det ikke kjent, heller ikke forventet, at man bare en måneds tid senere skulle stå foran en omfattende finanskrisen og en nedgang i internasjonal økonomi som nå ser ut til å kunne bli større og mer alvorlig enn på svært mange tiår. For Oslo Børs ble konsekvensen en kursnedgang på 54 prosent i løpet av året, et større kursfall i ett enkelt år enn man har hatt noen gang siden

andre verdenskrig. Kursfallet ville kanskje vært enda større om ikke staten og Folketrygdfondet hadde økt sine eierandeler i løpet av året.

Slik det tidligere har skjedd, har det store omslaget i kursutviklingen også ført til endringer i eiersammensetningen på børsen.

Endringer i eiersammensetningen under oppgangs- og nedgangstider skyldes ikke bare at forskjellige grupper av investorer kjøper seg opp eller selger seg ned i ulik grad, men også at kursutviklingen varierer mellom bransjer og at ulike investorgrupper vokter seg ulikt i de enkelte bransjer. Noen investorgrupper – særlig finansielle investorer som forsikringsselskaper, pensjonskasser og aksjefond – opererer i stor grad som indeksinvestorer, og endringer i deres eierandel reflekterer derved at de har økt eller redusert sitt engasjement i aksjemarkedet. Eiergruppen private selskaper er derimot i hovedsak engasjert i et mindre antall selskaper og har konsentrert sitt engasjement til enkelte sektorer. Utenlandske aksjonærer som er registrert på nomineekonti vil trolig i stor grad investere i selskaper notert på Oslo Børs med utgangspunkt i en internasjonal aksjeindeks. Det vil i så fall innebære at disse utenlandske investorer ikke er indeksevirket på Oslo Børs. Av SNF-rapporten fremgår da også at de utenlandske nomineekonti er overvektet innen energisektoren på Oslo Børs. I denne forbindelse kan bemerkes at utenlandske aksjonærer er den helt dominerende eiergruppe utenom staten (ved Næringsdepartementet og Olje- og energidepartementet) i de delprivatiserte selskapene Statoil-Hydro, Telenor og Cermaq. Utledningen andel av det ikke-statlige

### Eiersammensetningen på Oslo Børs 1991–2008



Eierstrukturen på Oslo Børs har vært gjenstand for store endringer siden begynnelsen av 90-tallet. Den mest markerte endring er økningen i eierandelen til stat og kommuner (inkl. Folketrygdfondet). Mens det offentlige eierandel i 1990 var på 14,5 prosent, var eierandelen ved utgangen av 2008 på 39,5 prosent. Økningen har først og fremst sammenheng med bankkrisen på begynnelsen av 90-tallet, delprivatisering og børsnotering av tidligere heleide statlige selskaper og Folketrygdfondets økte engasjement i aksjemarkedet. For øvrig har også utlendingenes eierandel økt, men andelen har variert betydelig over årene og falt meget i 2008. Ellers kan bemerkes at eierandelen til livsforsikringsselskaper og pensjonskasser er blitt sterkt redusert det siste tiåret.

eierskap i disse selskaper (sett under ett) har også økt fra ca. 60 prosent i 2000 (da Statoil ble børsnotert) til ca. 80 prosent ved utgangen av 2007 (da Statoil hadde overtatt Hydros olje- og gassvirksomhet).

Ved inngangen til 2008 var den offentlige (stat og kommune, inklusive Folketrygdfondet) eierandel i alle hoved- og delregistrerte selskaper på Oslo Børs på 30,3 prosent. Den offentlige eierandel økte nokså jevnt utover året frem til utgangen av september da eierandelen var på 34,7 prosent. Fra slutten av september til utgangen av oktober økte eierandelen betydelig, til 38,3 prosent, hvorefter den økte til 39,5 prosent ved utgangen

av 2008. Motstykket til den sterke økningen i det offentlige eierandel i de siste månedene av 2008 var en reduksjon i utlendingenes eierandel fra 37,9 til 32,8 prosent.

Disse endringene må ses i sammenheng med at den internasjonale finanskrisen for alvor gjorde seg gjeldende fra midten av september. I økonomisk urolige tider har utlendinger generelt en tilbøyelighet til å trekke seg ut av små og volatile aksjemarkeder. I tillegg kommer at oljeprisen, som er av stor betydning for den energitunge Oslo Børs og viktig for utenlandske investorers engasjement på det norske aksjemarked, samtidig falt betydelig. På

den annen side hadde staten som siktemål å øke sin eierandel i Statoil-Hydro og var derfor en aktiv kjøper av de aksjer som utlendingene ønsket å selge. I tillegg til at staten ved Olje- og energidepartementet økte sin eierandel i Statoil-Hydro fra 62,5 til 66,4 prosent i løpet av 2008, økte Folketrygdfondet – slik det har gjort under tidligere nedgangstider – sin eierandel på Oslo Børs i løpet av året fra 2,9 til 4,1 prosent. Endelig må bemerkes at det offentlige eierandel i 2008 også økte som følge av at kursfallet gjennomgående var mindre i de selskaper hvor det offentlige har eierinteresser enn for andre selskaper. Et uttrykk for dette er eksempelvis at Folketrygdfondet i 2008 hadde en avkastning på sin portefølje av norske aksjer som var 4,9 prosentpoeng bedre enn for hovedindeksen på Oslo Børs.

Eiersammensetningen på Oslo Børs ble i noen grad også påvirket av at antall børsnoterte selskaper ble redusert, hvilket bidro til at eiergruppen "Andre (private) selskaper"s eierandel ble redusert fra 18,3 prosent ved årets begynnelse til 15,7 prosent ved slutten av året. Som i tidligere sterke kursfallsperioder reduserte også gruppen livsforsikringsselskaper/pensjonskasser sin eierandel på Oslo Børs i årets siste måneder.

### 5. Folketrygdfondet

Folketrygdfondet er en av de største finansielle investorer på Oslo Børs med en portefølje på om lag 39 mrd. kroner. Det medfører at FTF ofte vil være blant de 5-10 største aksjonærer i de selskaper hvor det eier 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, og 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. (Ved utgangen av 2008 omfattet FTFs portefølje 49 selskaper og i fem av selskapene var eierandelen på over 10 prosent og i 16 selskaper på mellom 5 og 10 prosent).

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, og 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 selskaperes ledelses- og organisasjonsmessige kvalitet. Vurdering av selskaperes

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 og i erkjennelse av at FTF som stor investor og aksjonær verken kan avstå fra å ivareta sine økonomiske interesser eller unnlate å utøve et minimum av eierskapsansvar.

## 6. Oppsummering

Prosjektet utført av SNF viser at det i løpet av perioden som er analysert, er skjedd 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, har økt. Norske finansielle investorer, som livsforsikringselskaper og verdipapirfond, har redusert sin andel på Oslo Børs tilsvarende. Disse har i stedet økt sine investeringer i andre verdipapirmarkeder. Samtidig har konsentra-

sjonen 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 et 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 selskaper hvor det eier aksjer for å sikre sine 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.

*Forskningsrapporten er i sin helhet tilgjengelig på Folketrygdfondets nettside [www.ftf.no/rapporter.html](http://www.ftf.no/rapporter.html)*

---

FF

---

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond – Norge og Statens obligasjonsfond

Kategori	Måling	2004		2003		2002
		mll. kroner	prosent	mll. kroner	prosent	
Statens pensjonsfond Norge	Referanseporteføljens totalt	17 146	10,6	15 861	17 385	10 428
	Akkumulert norsk aksjportefølje	10,6	12,9	9,0	11,1	9,8
	Referanseportefølje norske aksjer	36,5	38,5	40,5	32,1	16,4
	Akkumulert nordisk aksjportefølje	18,9	19,6	25,1	32,4	11,5
	Referanseportefølje norske renter	5,2	7,2	24,5	25,3	3,0
	Akkumulert nordisk rentportefølje	2,8	3,7	1,3	0,7	0,4
	Referanseportefølje nordiske renter	2,7		2,7		2,5
Statens obligasjonsfond	Markedsverdier	33 738	19,3	41 895	52 471	60 253
	Norske aksjer	7 058	4,0	8 679	10 937	51,6
	Norske obligasjoner	134 249	76,7	140 741	45 640	9 821
	Nordiske obligasjoner	21,6		45,7		6,4
	Utlendinger					39 896

Folketrygdfondet

Haakon VIIs gate 2

Pb. 1845 Vika, 0123 Oslo

Tlf: 23 11 72 00

Faks: 23 11 72 10

e-post: folketrygdfondet@ftf.no