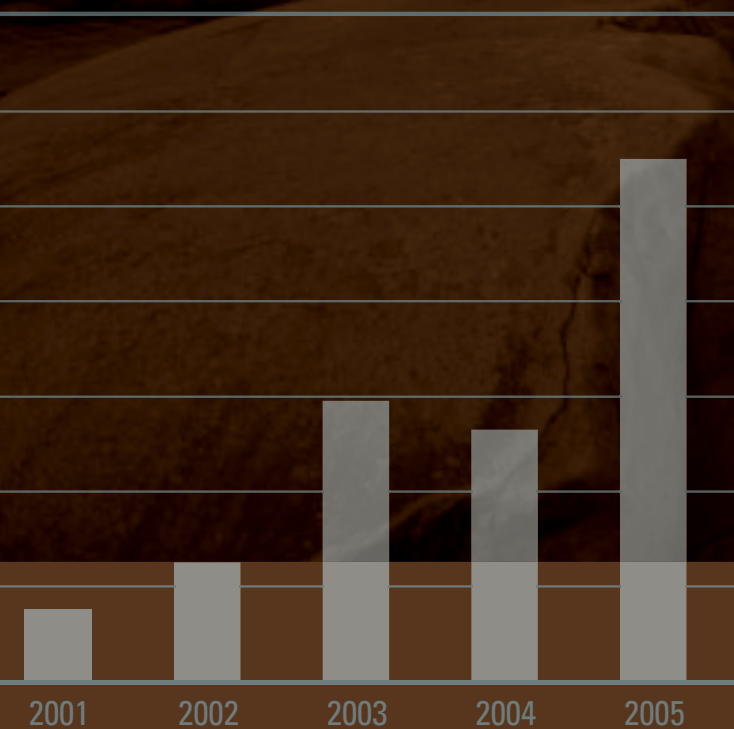


05



|                                                        |          |
|--------------------------------------------------------|----------|
| <b>Statens pensjonsfond – Utland. Nøkkeltall 2005.</b> | <b>2</b> |
| <b>Forord.</b>                                         | <b>3</b> |
| <b>Innledning.</b>                                     | <b>4</b> |

**Beregningsdel**

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 1. Mandat.                                         | 10 |
| 2. Hovedtall for avkastningen i 2005               | 12 |
| 3. Renteforvaltningen                              | 17 |
| 4. Aksjeforvaltningen                              | 19 |
| 5. Utøvelse av eierskap i aksjeselskaper           | 23 |
| 6. Risiko                                          | 28 |
| 7. Organisering av forvaltningen                   | 31 |
| 8. Kostnader i forvaltningen                       | 33 |
| 9. Regnskapsrapportering                           | 34 |
| Revisjonsansvar for Statens pensjonsfond – Utland. | 36 |
| Uttalelse fra Norges Banks revisjon.               | 36 |

**Temadel**

|                                              |           |
|----------------------------------------------|-----------|
| <b>1. Analyse av Norges Banks resultater</b> | <b>38</b> |
| <b>2. Eierskapsutøvelse og etikk</b>         | <b>47</b> |
| <b>3. Aksjonærenes rettigheter</b>           | <b>55</b> |

[www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)

|                                                                          |           |
|--------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Tidligere publiserte artikler</b>                                     | <b>62</b> |
| Artiklene finnes på Norges Banks internettsider under Kapitalforvaltning |           |

**Dokumentasjonsdel**

|                                                |           |
|------------------------------------------------|-----------|
| <b>Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2005</b> | <b>64</b> |
| <b>Obligasjoner pr. 31. desember 2005</b>      | <b>79</b> |
| <b>Ord og uttrykk</b>                          | <b>84</b> |

## Statens pensjonsfond – Utland. Nøkkeltall 2005

### Markedsverdi pr 31.12.2005

|                  |                  |
|------------------|------------------|
| Totalporteføljen | 1399 mrd. kroner |
| Aksjeporteføljen | 582 mrd. kroner  |
| Renteporteføljen | 817 mrd. kroner  |

### Overføringer fra Finansdepartementet i 2005

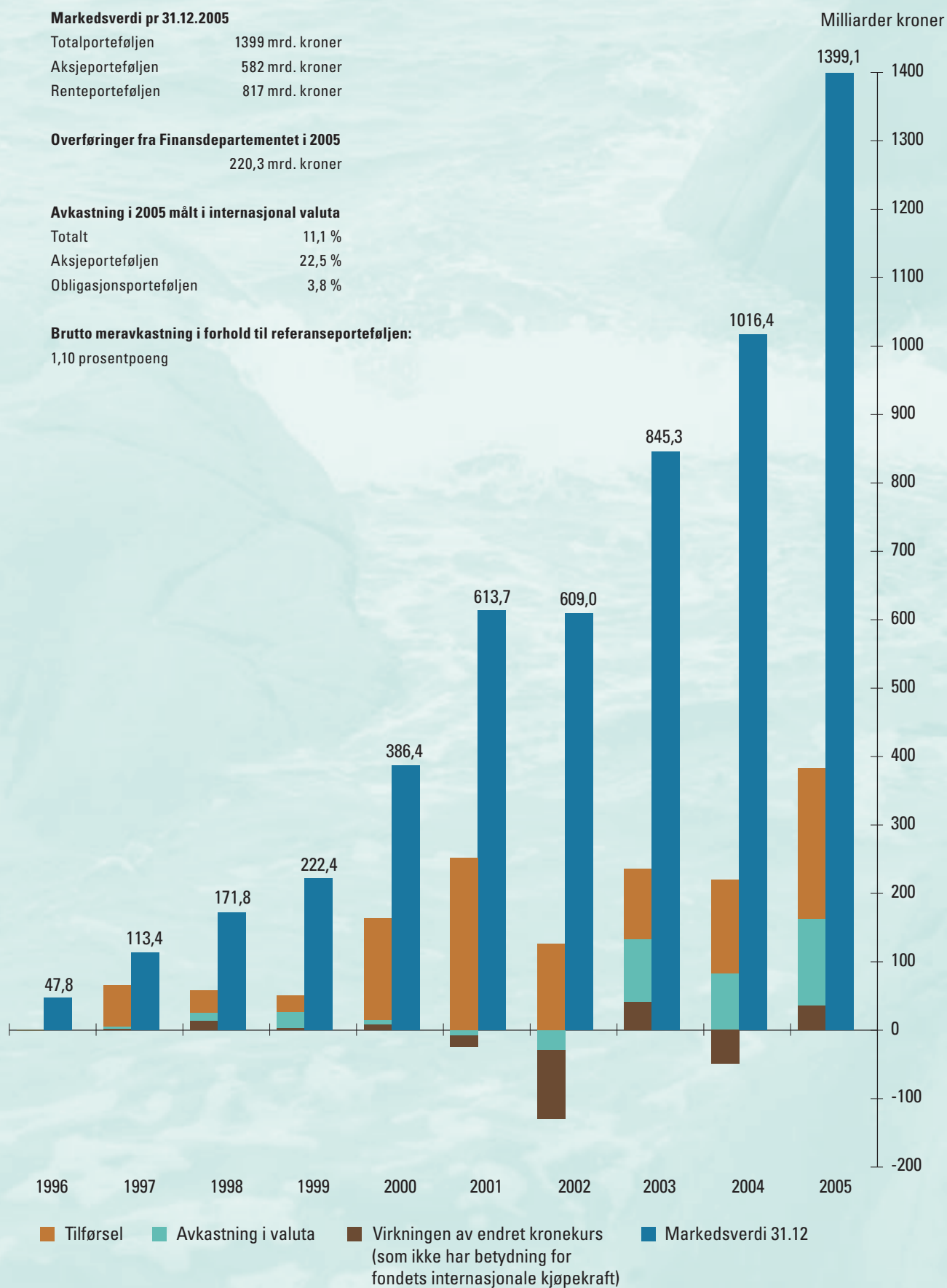
220,3 mrd. kroner

### Avkastning i 2005 målt i internasjonal valuta

|                        |        |
|------------------------|--------|
| Totalt                 | 11,1 % |
| Aksjeporteføljen       | 22,5 % |
| Obligasjonsporteføljen | 3,8 %  |

### Brutto meravkastning i forhold til referanseporteføljen:

1,10 prosentpoeng



## Et mer aktivt eierskap

Verdien av Statens pensjonsfond – Utland steg med 383 milliarder kroner i 2005. Dette er den største årlige tilveksten siden fondet ble tilført de første midlene i 1996. Ved utgangen av 2005 var fondets markedsverdi 1 399 milliarder kroner.

Pensjonsfondet fikk i fjor tilført 220 milliarder kroner fra Finansdepartementet. Avkastningen var 162 milliarder kroner. Av dette skyldtes 36 milliarder at kronekursen svekket seg, noe som ikke har betydning for Pensjonsfondets internasjonale kjøpekraft.

Aksjekursene viste sterk vekst for tredje året på rad. Avkastningen var 22,5 prosent. Siden bunnåret 2002 har samlet avkastning på fondets aksjeplasseringer vært 70 prosent. For obligasjoner var avkastningen i fjor 3,8 prosent. Samlet for Pensjonsfondet var avkastningen 11,1 prosent målt i internasjonal valuta. Det er det tredje beste årsresultatet hittil.

Siden 1997 er Pensjonsfondets gjennomsnittlige årlige netto realavkastning 4,5 prosent. Nominell samlet avkastning i denne perioden er 309 milliarder kroner.

Det meste av forventet avkastning og risiko i Pensjonsfondet er bestemt av den strategien som Finansdepartementet har fastlagt – og som er definert i form av en referanseportefølje. Norges Banks forvaltning måles mot denne referanseporteføljen. I 2005 oppnådde banken en meravkastning på 1,10 prosentpoeng, tilsvarende 12 milliarder kroner. Dette er et svært godt resultat sett i forhold til den risikoen som banken har anvendt i den aktive forvaltningen. Nær alle viktige grupper av eksternt og intern forvaltning viste meget gode resultater.

Norges Bank har oppnådd meravkastning i forvaltningen hvert år, og bidraget er i gjennomsnitt på 0,52 prosentpoeng. Dette tilsvarer 26 milliarder kroner brutto og 24 milliarder kroner når det justeres for merkostnadene ved å drive aktiv forvaltning. Likevel har ikke den aktive forvaltningen i Norges Bank økt den samlede risikoen for Pensjonsfondet. Det skyldes at den aktive forvaltningen er spredd på mange ulike typer aktiviteter som ikke samvarierer med avkastningen på referanseporteføljen.

Finansdepartementet fastsatte nye etiske retningslinjer for Pensjonsfondet ved utgangen av 2004. Ett av virkemidlene er aktiv utøvelse av eierskap. Norges Bank har i 2005 trappet denne virksomheten opp betydelig. Fra og med 2005 er all stemmegivning i de eksternt forvaltede porteføljene flyttet til Norges Bank, og banken stemte på mer enn 20 000 saker på over 2 700 generalforsamlinger. Det er etablert en egen gruppe innen aksjeforvaltningen for å følge opp eierskapet i bedriftene. Gruppen har bred kompetanse innen etikk, finans og bedriftsledelse.

Hovedmålet for Norges Banks utøvelse av eierskap er å sikre fondets finansielle interesser. For en langsiktig investor er det ofte sammenfall mellom finansielle og etiske hensyn. I denne årsrapporten belyses dette samspillet nærmere. Det gjøres også rede for hvordan banken vil utvikle eierskapsutøvelsen videre.

Rapporten gir også en utførlig gjennomgang av resultatene i forvaltningen og av hvordan forvaltningen er organisert og drevet.



Svein Gjedrem  
Sentralbanksjef



Knut N. Kjær  
Direktør Norges Bank  
Investment Management

## Innledning

Statens pensjonsfond ble opprettet av Stortinget ved lov av 20. desember 2005. Fondet består av to deler: Statens pensjonsfond - Utland (tidligere Statens petroleumsfond, etablert i 1990) og Statens pensjonsfond - Norge (Folkestrygdfondet, etablert i 1967).

Statens pensjonsfond – Utland er en videreføring av Statens petroleumsfond. I denne beretningen benyttes det nye navnet Statens pensjonsfond – Utland, selv om beretningen i hovedsak omhandler resultater fra perioden da navnet var Statens petroleumsfond.

## Hovedtall

I 2005 var *avkastningen* på Statens pensjonsfond – Utland 11,1 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen på aksjeporteføljen var 22,5 prosent og avkastningen på porteføljen av rentebærende instrumenter 3,8 prosent. Målt i norske kroner var fondets avkastning 14,3 prosent i 2005. Forskjellen mellom avkastning målt i internasjonal valuta og avkastning målt i norske kroner er kursutviklingen på norske kroner, som ikke

har noen betydning for fondets langsiktige internasjonale kjøpekraft.

Siden 1997 har den gjennomsnittlige årlige avkastningen vært 6,3 prosent målt i internasjonal valuta. Den akkumulerte avkastningen utgjør 309 milliarder kroner. Etter fradrag for prisstigning og forvaltningskostnader er netto årlig realavkastning 4,5 prosent.

Norges Banks *meravkastning* var i 2005 1,10 prosentpoeng sett i forhold til den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Fra 1998, som var det første hele året med aksjer i fondets portefølje, har gjennomsnittlig årlig meravkastning vært 0,52 prosentpoeng. Dette utgjør 26,3 milliarder kroner samlet for hele perioden.

Finansdepartementet har gitt Norges Bank en ramme for å utøve aktiv forvaltning med sikte på å oppnå meravkastning. Siden 1998 har markedsrisikoen på den faktiske porteføljen kun vært marginalt høyere enn markedsrisikoen på referanseporteføljen. Dermed har den aktive forvaltningen vært gjennomført med små kostnader i form av høyere risiko.

Gjennom den aktive forvaltningen har fondet hatt noe høyere kostnader enn om porteføljen var forvaltet nær opptil referanseporteføljen. Den reelle verdiskapingen ved aktiv forvaltning er anslått til 0,48 prosentpoeng i årlig gjennomsnitt.

*Informasjonsraten* er et enkelt mål på dyktighet i kapitalforvaltning. Den kan beregnes som forholdstallet mellom den årlige meravkastningen og den merrisiko som er tatt i forhold til referanseporteføljen (relativ volatilitet). Informasjonsraten viser med andre ord hvor høy meravkastning man får igjen for hver risikoenhet. I gjennomsnitt siden 1998 har informasjonsraten vært 1,32.

Ved utgangen av 2005 var fondets *markedsverdi* 1 399 milliarder kroner. Samlet tilførsel av midler fra Finansdepartementet siden 1996 har vært 1 154 milliarder kroner. Av dette ble 220 milliarder kroner tilført fondet i 2005.

## Avkastning 1997 – 2005

Avkastningen på Statens pensjonsfond – Utland er vist i tabell 1. Siden 1997 har

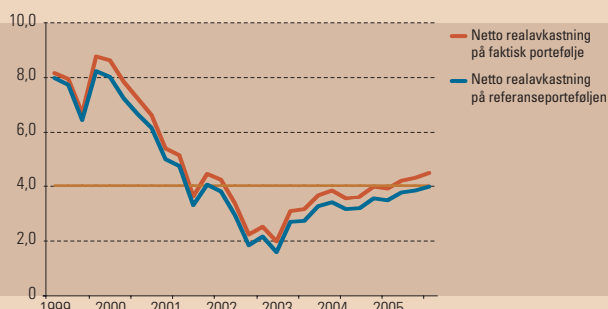
**Tabell 1: Årlig nominell og reell avkastning målt i fondets valutakurv 1997-2005. Prosent**

|                          | 1997 | 1998  | 1999  | 2000  | 2001   | 2002   | 2003  | 2004  | 2005  | Gj.snitt. 1997-2005 |
|--------------------------|------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|---------------------|
| Nominell avkastning      |      |       |       |       |        |        |       |       |       |                     |
| - på aksjeporteføljen    | -    | 12,86 | 34,81 | -5,82 | -14,59 | -24,37 | 22,83 | 13,00 | 22,49 | 5,89*               |
| - på renteporteføljen    | 9,07 | 9,31  | -0,99 | 8,41  | 5,04   | 9,90   | 5,25  | 6,10  | 3,82  | 6,16                |
| - på totalporteføljen    | 9,07 | 9,25  | 12,44 | 2,50  | -2,47  | -4,74  | 12,59 | 8,93  | 11,09 | 6,34                |
| Prisstigning**           | 1,75 | 0,92  | 1,28  | 2,02  | 1,18   | 1,89   | 1,36  | 2,43  | 2,22  | 1,70                |
| Reell avkastning         | 7,19 | 8,25  | 11,02 | 0,47  | -3,61  | -6,51  | 11,08 | 6,35  | 8,68  | 4,56                |
| Forvaltningskostnader*** | 0,04 | 0,06  | 0,09  | 0,11  | 0,07   | 0,09   | 0,10  | 0,11  | 0,11  | 0,09                |
| Netto realavkastning     | 7,15 | 8,19  | 10,93 | 0,36  | -3,68  | -6,60  | 10,98 | 6,24  | 8,58  | 4,47                |

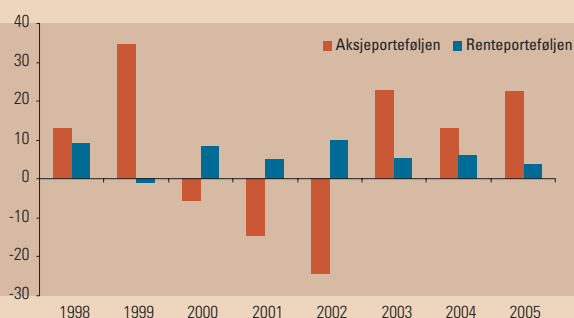
\* 1998-2005

\*\* Veid gjennomsnitt av konsumprisstigningen i de land som i vedkommende år inngår i fondets referanseportefølje

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



**Figur 1: Gjennomsnittlig årlig netto realavkastning fra 1997. Prosent**



**Figur 2: Årlig avkastning i aksje- og renteporteføljene målt i fondets valutakurv 1998-2005. Prosent**

den gjennomsnittlige årlige nominelle avkastningen vært 6,34 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen har vært positiv i syv og negativ i to av disse årene. I 1997 var fondet kun investert i rentebærende statspapiere, mens porteføljen siden 1998 har bestått av både aksjer og rentebærende verdipapirer. Som gjennomsnitt for årene 1998-2005 har den nominelle årlige avkastningen på rente- og aksjeforføljen vært henholdsvis 5,80 prosent og 5,89 prosent.

Realavkastningen er nominell avkastning fratrasket prisstigning. For hele fondet har den årlige realavkastningen siden 1997 vært 4,56 prosent. Forvaltningskostnadene har i gjennomsnitt vært 0,09 prosent av forvaltningskapitalen. Siden 1997 er dermed årlig netto realavkastning fratrasket forvaltningskostnader 4,47 prosent. Figur 1 viser utviklingen i gjennomsnittlig årlig netto realavkastning for den faktiske porteføljen og for referanseporteføljen. Forskjellen mellom de to kurvene uttrykker meravkastningen i Norges Banks forvaltning.

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

Fondets avkastning siden 1997 som absolutt beløp regnet i norske kroner og i fondets valutakurv, er vist i figur 3. Ved utgangen av 2005 var akkumulert avkastning målt i valutakurven 309 milliarder kroner, og 244 milliarder kroner regnet i norske kroner. Lavere avkastning målt i

norske kroner siden 1997 kan forklares ved en sterkere kronekurs. Når kronen styrker seg i forhold til investeringsvalutene, blir avkastningen lavere målt i kroner enn i valuta.

For de tre årene 2001, 2002 og 2004 samlet bidro en sterkere kronekurs til å redusere fondets verdi med vel 166 milliarder kroner. For hele perioden reduserte en sterkere krone fondets kroneverdi med omlag 65 milliarder kroner. Dette har imidlertid ikke betydning for den internasjonale kjøpekraften av fondet.

Figur 4 viser utviklingen fra 1998 til 2005 av 100 kroner investert i aksjer og 100 kroner investert i rentebærende verdipapirer. Verdiene er her målt i fondets valutakurv. Ved utgangen av 2005 ville både verdien på aksjeinvesteringer og renteinvesteringer vært 157 kroner, det vil si en oppgang på 57 prosent over disse årene. Mens renteforføljen har hatt en noenlunde jevn

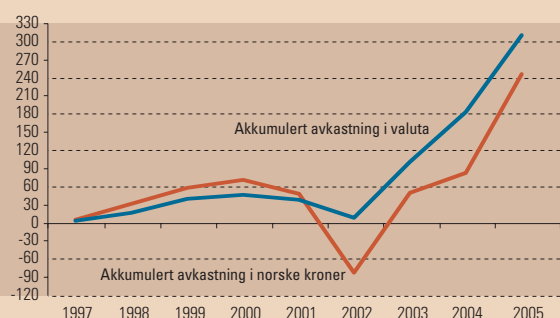
avkastning, er svingningene store for aksjeavkastningen. Figuren illustrerer at den relativt svake utviklingen i aksjemarkedene i årene 2000-2002 var reversert ved utgangen av 2005. For en kombinert portefølje med samme sammensetning av aksjer og rentebærende verdipapirer som i Pensjonsfondet ville den akkumulerte avkastningen siden 1998 ha vært på 59 prosent.

Figuren viser at den totale akkumulerte avkastningen er noe høyere enn den akkumulerte avkastningen til hver av aktivaklassene. Dette har sammenheng med hvordan midler blir tilført. I henhold til retningslinjene for rebalansering av fondet tilføres midler til den aktivaklassen som har hatt den svakeste utviklingen og dermed fått en undervekt. Dersom denne aktivaklassen i ettertidd får en kraftig oppgang, vil den akkumulerte totalavkastningen kunne overstige avkastningen til hver av aktivaklassene.

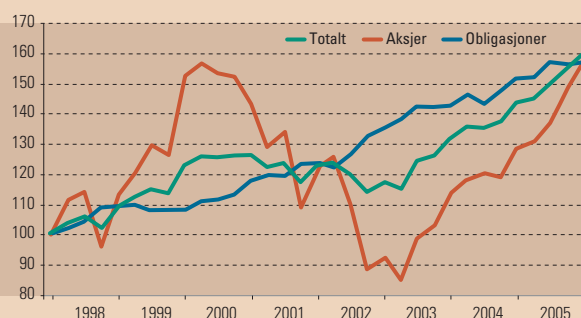
**Tabell 2: Tilførsler 1995-2005. Millioner kroner**

| Regnskapsår          | Faktisk tilførsel i løpet av året * | Endelig avsetning i statsregnskapet | Andel av statens oljeinntekter som blir værende igjen i fondet. Prosent |
|----------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 1995                 | -                                   | 1 981                               | 5                                                                       |
| 1996                 | 47 476                              | 44 213                              | 63                                                                      |
| 1997                 | 60 900                              | 64 019                              | 71                                                                      |
| 1998                 | 32 837                              | 27 982                              | 62                                                                      |
| 1999                 | 24 423                              | 26 133                              | 59                                                                      |
| 2000                 | 149 838                             | 150 519                             | 94                                                                      |
| 2001                 | 251 189                             | 257 017                             | 99                                                                      |
| 2002                 | 125 354                             | 115 828                             | 68                                                                      |
| 2003                 | 103 911                             | 110 819                             | 64                                                                      |
| 2004                 | 138 162                             | 132 539                             | 65                                                                      |
| 2005                 | 220 286                             |                                     | 78**                                                                    |
| <b>Sum 1995-2005</b> | <b>1 154 376</b>                    |                                     |                                                                         |

\* Fratrasket forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank  
\*\* Foreløpig anslag



**Figur 3: Akkumulert avkastning, regnet i milliarder kroner og i fondets valutakurv 1997-2005**



**Figur 4: Indeks for akkumulert avkastning i fondets aktivaklasser 1998-2005. Fondets valutakurv pr 31.12.97=100**

## Tilførsler av nye midler 1995-2005

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

Tabell 2 viser at endelig avsetning i statsregnskapet fra og med 1996 har variert fra om lag 26 milliarder kroner i 1999 til mer enn 250 milliarder i 2001. I 2005 var faktisk tilførsel 220 milliarder kroner. Samlet for årene 1995–2005 er fondet tilført 1 154 milliarder kroner.

Tabellen viser også andelen av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten som blir igjen i fondet. I årene 2000 og 2001 ble nesten hele kontantstrømmen værende i fondet, mens i årene 2002–2004 var denne andelen omlag to tredjedeler av kontantstrømmene. Det foreløpige anslaget for 2005 er 78 prosent.

## Norges Banks bidrag til forvaltningsresultatet

Finansdepartementet har fastsatt en referanseportefølje for forvaltningen av fondet. Referanseporteføljen er sammensatt slik at den uttrykker fondets overordnede investeringsstrategi, og gjør det mulig å måle Norges Banks bidrag som forvalter. Norges Bank kan bidra til forvaltningsresultatet ved å velge en faktisk portefølje som avviker fra referanseporteføljen.

Et enkelt mål for Norges Banks bidrag til avkastningen er forskjellen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Første linje i tabell 3 viser at meravkastningen hvert år har vært positiv, med et gjennomsnitt på 0,52 prosentpoeng siden 1998. Regnet i beløp var dette i sum for perioden 26,3 milliarder kroner.

Den andre linjen i tabell 3 viser estimert netto verdiskaping ved aktiv forvaltning. Dette er et uttrykk for hvor mye merverdi Norges Bank skaper i forvaltningen sammenlignet med et alternativ der hele porteføljen forvaltes på billigste måte tettetst mulig opp mot referanseporteføljen (indeksforvaltning). Ved beregning av netto verdiskaping tas det hensyn til at også ren indeksforvaltning ville ha ført med seg noen transaksjons- og forvaltningskostnader. Det gjøres på

den annen side fradrag både for ekstra forvaltningskostnader ved aktiv forvaltning og for inntekter fra utlån av verdipapirer som også ville ha kommet ved passiv forvaltning. I kapittel 2.2 i beretningsdelen er det gjort nærmere rede for beregningene.

Norges Banks netto bidrag til verdiskapingen ved aktiv forvaltning i 2005 var 1,05 prosentpoeng. Som gjennomsnitt over perioden 1998–2005 var nettobidraget til meravkastningen 0,48 prosentpoeng. Regnet i beløp var dette 24,3 milliarder kroner.

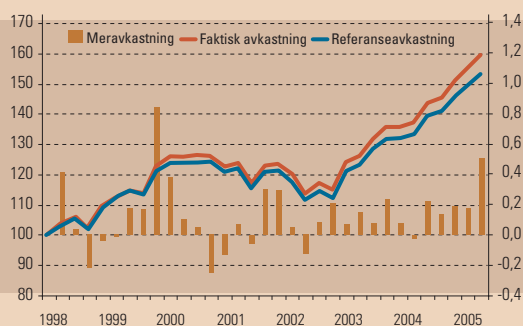
Meravkastning hvert kvartal fra og med 1998 er vist i figur 5. Norges Bank har oppnådd meravkastning i 24 av 32 kvartaler siden fondet første gang plasserte midler i aksjer. Figuren viser også akkumulert faktisk avkastning og akkumulert referanseavkastning. Differansen mellom de to avkastningsseriene akkumuleres for hele perioden til en brutto meravkastning på 6,19 prosentpoeng.

Sammenhengen mellom meravkastningen for hver måned og avkastningen på referanseporteføljen i samme måned for perioden fra 1998 til 2005 er vist i figur 6. Denne figuren viser ikke noe klart mønster. Den indikerer derfor at den meravkastning som Norges Bank har oppnådd, er uavhengig av avkastningen på den referanseporteføljen som er fast-

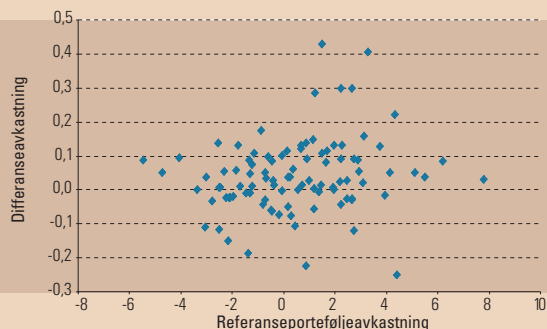
**Tabell 3: Norges Banks bidrag til fondets avkastning. Prosentpoeng**

| Total                                | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | Gj.snitt. 1998-2005 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------------------|
| Meravkastning                        | 0,20 | 1,25 | 0,28 | 0,15 | 0,25 | 0,59 | 0,53 | 1,10 | 0,52                |
| Verdiskaping ved aktiv forvaltning * | 0,19 | 1,18 | 0,20 | 0,11 | 0,21 | 0,54 | 0,49 | 1,05 | 0,48                |

\* Estimert meravkastning med fradrag for aktive forvaltningskostnader og utlånsinntekter, men med tillegg for transaksjonskostnader som følger av vanlig indeksering og innfasing av nye midler, se kapittel 2.2.



**Figur 5: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (venstre akse), og kvartalsvis meravkastning i prosentpoeng (høyre akse) 1998-2005**



**Figur 6: Sammenheng mellom meravkastning og avkastning på referanseporteføljen i perioden 1998-2005. Månedstall. Prosent**

**Tabell 4: Informasjonsrater**

| Periode           | Fondet | Aksjer | Renter |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 2005              | 2,55   | 2,07   | 2,32   |
| Siden 2002 (3 år) | 2,29   | 1,56   | 3,06   |
| Siden 1999 (6 år) | 1,45   | 1,21   | 1,94   |

satt av Finansdepartementet.

For å vurdere kvaliteten av Norges Banks aktive forvaltning, må resultatene sees i sammenheng med den relative risikoen som er tatt. Figur 7 viser utviklingen i relativ volatilitet (se ramme i kapittel 6 i beretningsdelen) som faktisk portefølje har hatt i forhold til referanseporteføljen siden 1999.

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

Informasjonsraten er et enkelt mål på dyktighet i kapitalforvaltning. Den kan

beregnes som forholdstallet mellom årlig brutto meravkastning og markedsrisiko målt ved relativ volatilitet. Informasjonsraten viser med andre ord hvor høy meravkastning man får igjen for hver risikoenhet. For perioden 1998-2005 har fondet hatt en gjennomsnittlig informasjonsrate på 1,32. Tabell 4 viser en historisk oversikt over informasjonsraten for samlet portefølje og fordelt på aktivaklasser.

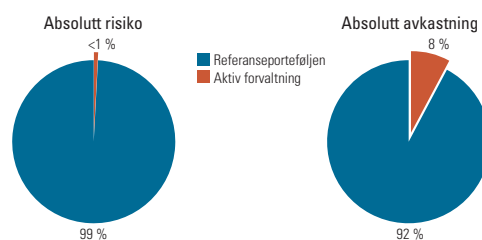
Høyre del av figur 8 illustrerer hvor mye av den samlede avkastningen siden 1998 som skyldes bidraget fra aktiv forvaltning (meravkastningen). Bidraget er om lag 8 prosent av samlet avkastning. Venstre del av figuren illustrerer hvor mye av den samlede risikoen som kan tilskrives den aktive forvaltningen. Andelen er mindre enn 1 prosent, det vil si at den aktive forvaltningen i svært liten grad har hatt en kostnad i form av økt total risiko. I en egen temaartikkel i denne årsberetningen gis det en gjennomgang av resultatene fra aktiv forvaltning i denne perioden.

### Intern og ekstern forvaltning

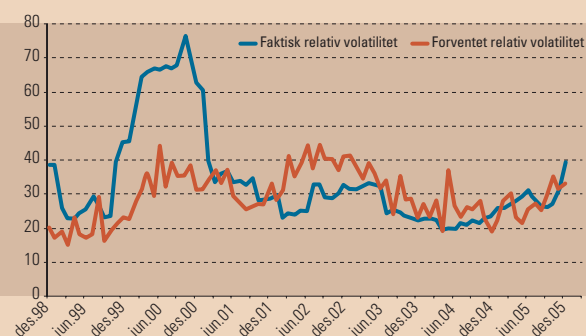
Norges Bank forvalter fondet etter en investeringsfilosofi basert på at merav-

kastningen skal oppnås ved et stort antall enkeltbeslutninger som er mest mulig uavhengige av hverandre. Investeringsfilosofien er beskrevet nærmere i temaartikler i årsberetningene for 2003 og 1999. Fondets midler forvaltes av både interne og eksterne porteføljeforvaltere. Ansvar for å fatte beslutninger er delegert til enkeltpersoner internt og til eksterne forvaltningsorganisasjoner i form av investeringsmandater. Valg mellom intern og ekstern forvaltning styres etter forventet lønnsomhet. Norges Bank lar eksterne forvaltere med spesialisert kompetanse stå for mye av den samlede aktive risikotakingen, mens banken gjennom sin internforvaltning prøver å utnytte de stordriftsfordeler som følger av fondets størrelse, og i tillegg driver aktiv forvaltning på utvalgte områder.

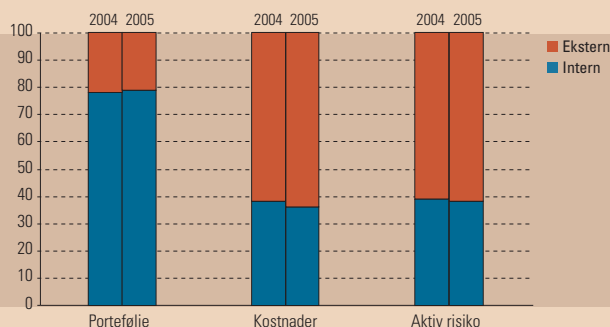
Som gjennomsnitt for 2005 ble om lag 80 prosent av fondet forvaltet internt i Norges Bank. Kostnadene ved den interne forvaltningen var om lag 36 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den eksterne forvaltningen er dyrere enn den interne. Forvaltningskostnadene er henholdsvis 0,31 og 0,05 prosent av forvaltet beløp. Den interne forvaltningen stod for om lag 38 prosent av den samlede risikoen knyttet til aktiv forvaltning. Det



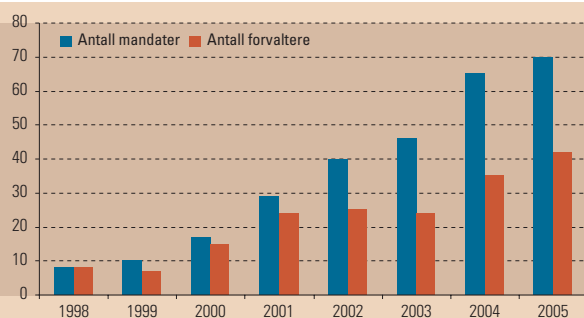
**Figur 8 : Meravkastning og referanseporteføljens avkastning og risikobidraget fra aktiv forvaltning**



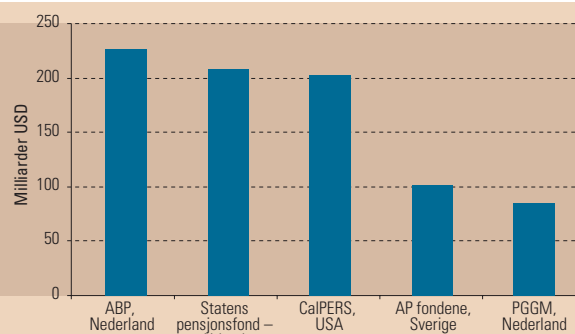
**Figur 7: Forventet og faktisk relativ volatilitet målt ved utgangen av hver måned 1999-2005. Prosentpoeng**



**Figur 9: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko mellom intern og ekstern forvaltning 2004-2005. Prosent**



**Figur 10: Eksterne forvaltere og antall eksterne forvaltningsmandater (antall)**



**Figur 11: Størrelsen på store internasjonale fond 2005. Milliarder USD**

Kilde: Fondenes nettsteder

finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen i figuren bygger på en summering av risikoen (VaR) i interne og eksterne mandater, uten hensyn til korrelasjon mellom de ulike mandatene. Fordelingen er illustrert i figur 9.

Figur 10 viser at tallet på eksterne mandater har økt i løpet av 2005. Ved utgangen av 2005 hadde 43 eksterne forvaltere til sammen 70 ulike forvaltningsoppgaver.

### Størrelsen på Statens pensjonsfond - Utland i et internasjonalt perspektiv

Ved utgangen av 2005 var fondets markedsverdi 1 399 milliarder kroner. Siden dette er en formue, blir det misvisende å sammenligne størrelsen med for eksempel årlige statsutgifter eller årlig verdiskaping i Norge. Vi kan imidlertid se på hvor mye av fondet som kan brukes årlig, uten at realverdien av formuen går ned. Om vi, som i regjeringens handlingsregel for bruk av petroleumsinntekter, legger til grunn 4 prosent som et anslag på langsiktig realavkastning, tilsvarer dette om lag 8,8 prosent av utgiftene på statsbudsjettet for 2005.

Fondet er stort sammenlignet med de største internasjonale pensjonsfondene. I figur 11 sammenlignes fondet med det største pensjonsfondet i Amerika, de to største fondene i Europa og med samlet forvaltningskapital for de svenske AP-fondene. Det største europeiske fondet (ABP fra Nederland) var i 2005 fortsatt større, mens det største amerikanske fondet (CalPERS fra California) var noe mindre.

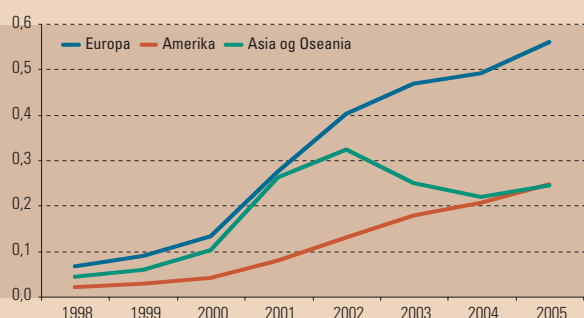
Sammenlignet med alle kapitalforvalterne i verden er imidlertid Pensjonsfondet ikke blant de største. Den største internasjonale kapitalforvalteren (UBS, Sveits) hadde ved utgangen av 2004 en kapital på over 1 975 milliarder dollar. Verdens største pensjonsfond er et statlig pensjonsfond i Japan (*Government Pension Investment Fund*). Dette fondet investerer to tredeler av sin kapital i japanske obligasjoner (hovedsakelig statsobligasjoner). Ved utgangen av mars 2005 hadde dette fondet en kapital på USD 817 milliarder. En rekke sentralbanker investerer også betydelige midler i de internasjonale kapitalmarkeder gjennom sine valutareserver. Ved utgangen av 2005 hadde både den japanske og kinesiske sentralbanken valutareserver

på over USD 800 milliarder.

Fondets gjennomsnittlige eierandeler for børsnoterte aksjer i tre geografiske regioner er vist i figur 12. Andelen er beregnet i forhold til markedsverdien av de selskaper som inngår i FTSE-indeksen i de land der fondet er plassert. Ved utgangen av 2005 var den gjennomsnittlige eierandelen i europeiske selskaper 0,56 prosent, mens andelen i henholdsvis Amerika og Asia/Oseania var 0,25 prosent.

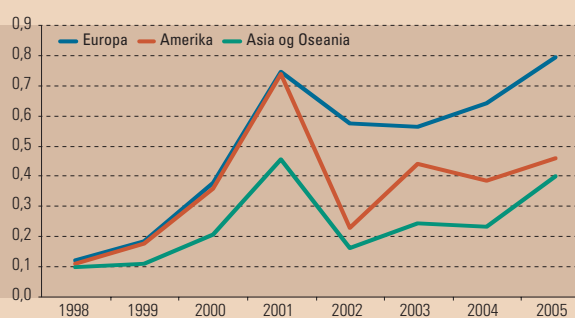
Fondets eierandeler i de ulike rentemarkedene i hver av de tre geografiske regionene er vist i figur 13<sup>1</sup>. Andelen er regnet i forhold til de papirer som inngår i Lehman Global Aggregate-indeksen i de valutaer fondet er plassert. Eierandelen er høyest i Europa, der fondet ved utgangen av 2005 eide 0,79 prosent av alle utestående papirer. Andelen i Amerika og Asia/Oseania var på henholdsvis 0,46 og 0,40 prosent.

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



**Figur 12: Fondets eierandeler i aksjemarkedene, som prosent av markeds kapitaliseringen i FTSE-indeksene**

Kilde: FTSE og Norges Bank



**Figur 13: Fondets eierandel i rentemarkedene ved utgangen av årene 1998-2005, i prosent av markeds kapitaliseringen i Lehman-indeksene**

Kilde: Lehman Brothers



## 1. Mandat

Statens pensjonsfond – Utland er en videreføring av Statens petroleumsfond, som ble opprettet i 1990. Fondets inntekter kommer fra tre kilder; avkastningen av fondets formue, kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som blir overført via statsbudsjettet, og netto finanstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten. Det er bare Stortinget som kan vedta å overføre midler fra fondet til statsbudsjettet. Stortinget har tidligere trukket opp retningslinjer for Statens pensjonsfond - Utland. Disse retningslinjene innebærer at det over tid er den forventede realavkastningen av fondets kapital ved inngangen til budsjettåret som kan overføres til bruk i statsbudsjettet. Det innebærer at realverdien av fondet skal bevares.

Etter loven har Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av Pensjonsfondet. Den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland er delegert til Norges Bank, som plasserer midlene i samsvar med retningslinjer og utfyllende bestemmelser fastsatt av Finansdepartementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale som ytterligere regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter.

Norges Bank skal etter forskriften søke å oppnå høyest mulig avkastning gitt de rammer som gis i forskriften og utfyllende bestemmelser. Midlene kan ikke plasseres i norske kroner eller i verdipapirer utstedt av norske selskaper. Bankens strategi for å oppnå meravkastning er presentert i tidligere årsberetninger. Finansdepartementet holdes orientert om forvaltningen gjennom kvartals- og årsrapporter, som også offentliggjøres.

Den viktigste rammebetingelsen som Finansdepartementet har fastsatt for fondets investeringer, er referanseporteføljen (se egen ramme) og Norges Banks muligheter til å avvike fra denne ved aktiv forvaltning. Fondet kan bare plasseres i aksjer som er notert på regulerte og anerkjente markedsplasser i land som er godkjent av departementet, og i rentebærende instrumenter (obligasjoner, bankinnskudd, o.l.) utstedt i en valuta til

**Tabell 1: Referanseportefølje pr. 31. desember 2005. Prosent**

| Land for aksjereferanseporteføljen<br>Valuta for rentereferanseporteføljen | Aksjer                         |                             | Renteinstrumenter              |                             |
|----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
|                                                                            | Strategisk referanseportefølje | Faktisk referanseportefølje | Strategisk referanseportefølje | Faktisk referanseportefølje |
| <b>Vekt aktivklasser</b>                                                   | <b>40,0</b>                    | <b>41,3</b>                 | <b>60,0</b>                    | <b>58,7</b>                 |
| Belgia                                                                     |                                | 0,7                         |                                |                             |
| Finland                                                                    |                                | 0,9                         |                                |                             |
| Frankrike                                                                  |                                | 7,4                         |                                |                             |
| Hellas                                                                     |                                | 0,5                         |                                |                             |
| Irland                                                                     |                                | 0,5                         |                                |                             |
| Italia                                                                     |                                | 3,2                         |                                |                             |
| Nederland                                                                  |                                | 2,6                         |                                |                             |
| Portugal                                                                   |                                | 0,2                         |                                |                             |
| Spania                                                                     |                                | 3,0                         |                                |                             |
| Tyskland                                                                   |                                | 5,4                         |                                |                             |
| Østerrike                                                                  |                                | 0,3                         |                                |                             |
| Euroområdet (EUR)                                                          |                                | 24,8                        |                                | 44,6                        |
| Storbritannia (GBP)                                                        |                                | 17,3                        |                                | 8,4                         |
| Danmark (DKK)                                                              |                                | 0,6                         |                                | 0,8                         |
| Sveits (CHF)                                                               |                                | 5,0                         |                                | 0,5                         |
| Sverige (SEK)                                                              |                                | 1,8                         |                                | 0,9                         |
| <b>Sum Europa</b>                                                          | <b>50,0</b>                    | <b>49,5</b>                 | <b>55,0</b>                    | <b>55,2</b>                 |
| USA (USD)                                                                  |                                | 34,5                        |                                | 32,9                        |
| Brasil (BRL)                                                               |                                | 0,6                         |                                |                             |
| Canada (CAD)                                                               |                                | 2,1                         |                                | 1,9                         |
| Mexico (MXN)                                                               |                                | 0,4                         |                                |                             |
| Sør-Afrika (ZAR)                                                           |                                | 0,6                         |                                |                             |
| <b>Sum Amerika / Afrika</b>                                                |                                |                             | <b>35,0</b>                    | <b>34,8</b>                 |
| Australia (AUD)                                                            |                                | 1,6                         |                                | 0,4                         |
| Hong Kong (HKD)                                                            |                                | 0,8                         |                                |                             |
| Japan (JPY)                                                                |                                | 7,5                         |                                | 9,0                         |
| New Zealand (NZD)                                                          |                                | 0,1                         |                                | 0,1                         |
| Singapore (SGD)                                                            |                                | 0,3                         |                                | 0,4                         |
| Sør-Korea (KRW)                                                            |                                | 1,1                         |                                |                             |
| Taiwan (TWD)                                                               |                                | 0,8                         |                                |                             |
| <b>Sum Asia / Oseania</b>                                                  |                                |                             | <b>10,0</b>                    | <b>9,9</b>                  |
| <b>Sum Amerika / Afrika / Asia / Oseania</b>                               | <b>50,0</b>                    | <b>50,5</b>                 |                                |                             |

et land som er godkjent av departementet. Fondet kan også plasseres i derivater som er utstedt med utgangspunkt i børsnoterte aksjer, børsindekser eller renteinstrumenter.

Med virkning fra 2005 vedtok Finansdepartementet å ta inn inflasjonsindekserte statsobligasjoner i referanseporteføljen. Dette er obligasjoner utstedt av nasjonalstater (f.eks. USA og

Storbritannia) der avkastningen på verdipapirene består av en nominell rente og en faktor som varierer med inflasjonen i disse landene. I 2005 avsluttet Norges Bank innfasing av nye regionvekter i referanseporteføljen for aksjer. Endringen ble vedtatt i 2003 og innebar at de to geografiske regionene Amerika og Asia/Oseania ble slått sammen til en region. Fra 2004 ble også Afrika lagt til denne

## Fondets investeringer

(land og valutaer som inngår i referanseporteføljen pr 31.12.2005 er kursivert):

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

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

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

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

Afrika: *Sør-Afrika*

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

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

Amerika: *Canada, Mexico og USA.*

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

Afrika: *Sør-Afrika.*

ene regionen. Den andre regionen inneholder aksjer utstedt av europeiske selskaper. Begge regionene har en andel på 50 prosent i referanseporteføljen for aksjer, jf. omtale i egen ramme.

Samtidig som Statens pensjonsfond ble opprettet 1. januar 2006, endret Finansdepartementet retningslinjene for forvaltningen av fondet. De viktigste endringene var økt maksimal eierandel i aksjeselskaper til 5 prosent (tidligere 3 prosent), opphevelse av minimum kredittvurdering for selskapsobligasjoner (tidligere krav om minimum BBB-vurdering "investment grade", jf. beskrivelse i kapittel 6) og at råvarebaserte kontrakter og fondsandeler er tillatt for investeringer.

I november 2004 vedtok Finansdepartementet etiske retningslinjer for fondets investeringer. Det etiske grunnlaget skal fremmes gjennom tre virkemidler; eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning, negativ filtrering og uttrekk av selskaper for å unngå å medvirke til uakseptable brudd

på grunnleggende etiske normer. Det etiske grunnlaget for forvaltningen blir omtalt nærmere i en egen temaartikkel i denne årsberetningen.

Norges Bank har ansvaret for eierskapsutøvelsen, i samsvar med departementets retningslinjer. Hovedstyret i

## Dokumentasjon på Internett

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

Norges Bank har vedtatt prinsipper for denne eierskapsutøvelsen. Norges Banks utøvelse av eierskapet i 2005 er omtalt i kapittel 5, og belyst videre i to av temaartiklene i denne rapporten. Regjeringen har oppnevnt et etikkråd som skal gi tilrådning til Finansdepartementet om negativ filtrering og uttrekk av selskaper. Departementet fatter endelig vedtak om uttrekk av selskaper og gir instruks om dette til Norges Bank.

Finansdepartementet besluttet i 2005 å utelukke til sammen 16 selskaper fra fondets investeringsunivers. Beslutningene var basert på anbefalinger fra

**Tabell 2: Selskaper som Finansdepartementet har utelukket fra investeringsuniverset**

| Dato              | Årsak                                                    | Selskap                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-------------------|----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 26. april 2002    | Produksjon av antipersonell landminer                    | Singapore Technologies, Singapore                                                                                                                                                                                                                                               |
| 31. mai 2005      | Kartlegging av petroleumsforekomster utenfor Vest-Sahara | Kerr-McGee Corporation, U.S.A.                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 31. august 2005   | Produksjon av sentrale komponenter til klasevåpen        | Alliant Techsystems Inc., U.S.A.<br>EADS Company N.V., Nederland<br>EADS Finance B.V., Nederland<br>General Dynamics Corporation, U.S.A.<br>L-3 Communications Holdings Inc., U.S.A.<br>Lockheed Martin Corporation, U.S.A.<br>Raytheon Company, U.S.A.<br>Thales SA, Frankrike |
| 31. desember 2005 | Involvert i produksjon av kjernevåpen                    | BAE Systems Plc, Storbritannia<br>Boeing Company, U.S.A.<br>Finmeccanica SpA, Italia<br>Honeywell International Inc., U.S.A.<br>Northrop Grumman Corp., U.S.A.<br>Safran SA, Frankrike<br>United Technologies Corp., U.S.A.                                                     |

## Sammensetningen av referanseporteføljen

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

Den strategiske referanseporteføljen for Statens pensjonsfond - Utland er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for store og mellomstore selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindekser i valutaene til 21 land (se separat ramme på side 10). Aksjer

utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen for fondet, mens rentebærende instrumenter utgjør 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på børser i Europa 50 prosent og Amerika/Asia/Oseania/Afrika 50 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 55 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 10 prosent i Asia/Oseania.

Aktivaklasse- og regionvektene endres fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på de papirer som inngår i referanseporteføljen. Til og med 2001 ble vektene i referanseporteføljen alltid brakt tilbake til det strategiske utgangspunktet i forbindelse med kvartalsvise tilførsler av nye midler til fondet. Fra januar 2002 endret Finansdepartementet retningslinjene slik at tilførsler av nye midler skjer månedlig. De månedlige tilførselene skal brukes til å bringe aktiva-

klasse- og regionvektene så langt tilbake mot de opprinnelige vektene som mulig, men ikke slik at det blir nødvendig å selge noe fra den eksisterende porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midler bli noe forskjell mellom den strategiske referanseporteføljen beskrevet ovenfor og den faktiske referanseporteføljen. Den siste er det løpende grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen i fondet.

Dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen, utløses full rebalansering. Det ble ikke gjennomført slik rebalansering i 2005.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen pr 31. desember 2005 er vist i tabell 1. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

etikkrådet. Bakgrunnen for uttrekkene er nærmere omtalt i pressemeldinger fra departementet. Tilrådingene fra rådet er

gjengitt på [www.etikkradet.no](http://www.etikkradet.no). Tabell 2 gir en oversikt over de selskaper som er utelukket. Samlet verdi av investeringene

på tidspunktet for beslutning om uttrekk var 5,7 milliarder kroner.

## 2. Hovedtall for avkastningen i 2005

### 2.1 Bakgrunn: Den makroøkonomiske utviklingen i 2005

2005 var preget av fortsatt høy økonomisk vekst globalt. Særlig var dette tilfellet i USA og i Asia. I USA var høy konsum-vekst, lav sparerate, økte realinvesteringer og økt offentlig forbruk vesentlige faktorer bak veksten. I Japan var veksten i stor grad drevet av økt innenlands etterspørsel, fordelt både på privat forbruk og investeringer. I Kina og i India var veksten dels drevet av en stadig økning i eksporten av varer og tjenester, og dels av en sterk innenlands investeringsvekst. Den økonomiske utviklingen i Europa var langt svakere, selv om det var en viss oppgang mot slutten av året.

Finanspolitikken i USA var fremdeles ekspansiv i 2005. Bevilgninger til opera-

sjonene i Irak og til gjenoppbyggingen etter orkanene som rammet flere sørstater, var viktige faktorer. De ulike komponentene som utgjør veksten i bruttonasjonalproduktet, var relativt stabile gjennom året. Årsveksten i forbruket i USA var stabil på om lag 4 prosent, noe som skyldtes både økt sysselsetting og stabil lønnsvekst. Sparingen var fremdeles lav, og til dels fallende, noe som hadde sammenheng med vekst i boligprisene og kursoppgang i verdipapir-markedene.

Den økonomiske utviklingen i Europa var svakere enn i USA. I Europa var det imidlertid store forskjeller landene imellom. Utviklingen i Spania, Frankrike og Irland var i sterkere grad preget av stigende boligpriser og vekst i syssel-

settingen, enn i Tyskland og Italia.

Veksten i Japans bruttonasjonalprodukt skyldtes i større grad enn tidligere økt privat forbruk og vekst i private investeringer. Det var fortsatt en nedgang i offentlige investeringer. Japansk eksport har vist sterk vekst de siste årene, hjulpet av høy etterspørsel etter maskiner, elektronikk og transportmidler. Overskuddet på handelsbalansen i Japan var rekordhøyt, og de øvrige asiatiske landene er blitt stadig viktigere handelspartnere for Japan.

Sterk etterspørsel fra Kina, India og andre land i Asia var hovedårsaken til den kraftige oppgangen i metall- og energiprisene i 2005. Til tross for høy import av disse varene hadde mange land i Asia overskudd på handelsbalansen. Av disse

**Tabell 3: Fondets markedsverdi i 2005. Millioner kroner**

|                  | 31.12.2004 | 31.03.2005 | 30.06.2005 | 30.09.2005 | 31.12.2005 |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Aksjeporteføljen | 416 298    | 435 467    | 472 436    | 522 691    | 582 304    |
| Renteporteføljen | 600 104    | 654 674    | 711 491    | 758 454    | 816 746    |
| Totalporteføljen | 1 016 402  | 1 090 141  | 1 183 927  | 1 281 146  | 1 399 050  |

landene står Kina i en særstilling ved at handelsoverskuddet i 2005 ble omtrent tredoblet til ca 100 milliarder dollar.

Til tross for en viss avmatting etter at myndighetene strammet til pengepolitikken på våren, var den økonomiske utviklingen i Kina sterk også i 2005. Bakgrunnen for tilstramningen var forventninger om økende inflasjon, og for rask utbygging av produksjonskapasitet i viktige industrisektorer som stål og aluminium. Ut over sommeren ble flere av tiltakene som ble innført våren 2005 avviklet, og aktiviteten tok seg raskt opp igjen, spesielt i bygg og anlegg. Priser på en rekke viktige metaller steg derfor utover høsten som følge av økt etterspørsel fra Kina.

## 2.2. Fondets avkastning

Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland var 1 399,1 milliarder kroner ved utgangen av 2005. Dette var en økning på 382,6 milliarder kroner fra inngangen til året. Fondet fikk tilført midler for 220,3 milliarder kroner fra Finansdepartementet, og avkastningen på investeringene bidro med en verdiøkning på 126,7 milliarder kroner. Verdien av de valutaene fondet er investert i, økte i forhold til norske kroner, noe som bidro til en økning av fondet med 35,6 mil-

liarder kroner. Endringer i kronekursen har imidlertid ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Tabell 3 viser størrelsen på aksje- og renteporteføljene på ulike tidspunkter i 2005.

Finansdepartementet overførte i løpet av året 220,3 milliarder kroner til fondets kronekonto, og motverdien av dette ble samtidig tilført fondets portefølje av internasjonale verdipapirer. Fordelingen av tilførselen mellom de to delporteføljene tar sikte på å opprettholde aksje- og renteandeler på 40 og 60 prosent i fondet (jf. omtale av rebalanserings-

regimet i kapittel 1). Dette fører til at fondet normalt kjøper mer av den aktivaklassen som har hatt den svakeste verdiutviklingen. Tabell 4 viser at det meste av overføringene i 2005 ble investert i rentemarkedene, men at det også ble investert betydelige beløp i aksjemarkedene.

Overføringene gjennom året er basert på anslag for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. Avvik mellom budsjettanslaget og endelig regnskap blir korrigert i det påfølgende år. I 2004 ble det overført 4,0 milliarder

**Tabell 4: Overføringer til Statens Pensjonsfond - Utland i 2005. Milliarder kroner**

|              | Til aksjeporteføljen | Til renteporteføljen | Totalt til fondet |
|--------------|----------------------|----------------------|-------------------|
| Januar       | 3,6                  | 18,4                 | 22,0              |
| Februar      |                      | 10,5                 | 10,5              |
| Mars         |                      | 13,3                 | 13,3              |
| April        | 14,9                 | 2,7                  | 17,6              |
| Mai          | 1,4                  | 17,5                 | 18,9              |
| Juni         |                      | 18,6                 | 18,6              |
| Juli         |                      | 18,8                 | 18,8              |
| August       | 4,7                  | 16,9                 | 21,6              |
| September    | 9,3                  | 15,6                 | 24,9              |
| Oktober      | 15,9                 | 11,9                 | 27,8              |
| November     |                      | 26,3                 | 26,3              |
| Desember     |                      |                      |                   |
| Sum for 2005 | 49,8                 | 170,5                | 220,3             |

**Tabell 5: Avkastningen av fondet for hvert kvartal og for året 2005. Prosent**

|                | Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv |                     | Avkastning målt i norske kroner |                     | Meravkastning |
|----------------|----------------------------------------------------|---------------------|---------------------------------|---------------------|---------------|
|                | Faktisk portefølje                                 | Referanseportefølje | Faktisk portefølje              | Referanseportefølje |               |
| Første kvartal | 1,03                                               | 0,90                | 2,76                            | 2,63                | 0,13          |
| Andre kvartal  | 3,83                                               | 3,65                | 3,44                            | 3,26                | 0,18          |
| Tredje kvartal | 3,21                                               | 3,03                | 2,62                            | 2,44                | 0,18          |
| Oktober        | -1,36                                              | -1,34               | -2,27                           | -2,25               | -0,02         |
| November       | 2,07                                               | 1,86                | 4,55                            | 4,33                | 0,22          |
| Desember       | 1,91                                               | 1,61                | 2,54                            | 2,24                | 0,30          |
| Fjerde kvartal | 2,60                                               | 2,11                | 4,77                            | 4,27                | 0,50          |
| Året 2005      | 11,09                                              | 10,03               | 14,28                           | 13,19               | 1,10          |

kroner for mye, og dette tok Finansdepartementet hensyn til ved fastsetting av overføringene for 2005.

I 2005 var fondets avkastning 11,1 prosent målt i den valutakurven som defineres av landvektene i referanseporteføljen.

Avkastningen var positiv i alle kvartalene i 2005 (jf. tabell 5). Siste kolonne i tabellen viser differansen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Det var særlig høy meravkastning i fjerde kvartal, og for året sett under ett var meravkastningen 1,10 prosentpoeng. I beløp var dette om lag 12 milliarder kroner.

Både aksje- og renteforvaltningen bidro positivt til meravkastningen i 2005 (jf. tabell 6). Aksjeforvaltningen bidro

med om lag 79 prosent av den samlede meravkastningen. Den eksterne forvaltningen bidro klart mest, men det var også et betydelig bidrag fra den interne aksjeforvaltningen. På rentesiden var det klart størst bidrag fra den interne forvaltningen, men det var også positivt bidrag fra den eksterne renteforvaltningen.

Tabell 7 viser meravkastningsbidragene etter fratrekk av påløpte driftskostnader for 2005. Samlede driftskostnader for forvaltningen av fondet var 1 239 millioner kroner eller 10,6 basispunkter av gjennomsnittlig forvaltet beløp i 2005 (se nærmere omtale i kapittel 8). Meravkastningen etter fratrekk for påløpte driftskostnader utgjør om lag 10,8 milliarder kroner.

I løpet av de siste tre årene har den

annualiserte meravkastningen vært 0,73 prosent (jf. tabell 8). Aksjeforvaltningen samlet har bidratt med om lag 60 prosent av meravkastningen.

Tabell 9 viser meravkastningsbidragene etter fratrekk av påløpte driftskostnader for treårsperioden 2003-2005. Samlede driftskostnader for forvaltningen av fondet var 2 984 millioner kroner eller 10,5 basispunkter av gjennomsnittlig forvaltet beløp i perioden.

Informasjonsraten beregnes som forholdet mellom meravkastning og markedsrisiko. Den viser hvor høy meravkastning som er oppnådd, sett i forhold til den risikoen som er benyttet. Tabell 10 viser informasjonsraten, eller risikojustert meravkastning, for de ulike resultatområdene i perioden 2003-2005.

**Tabell 6: Bidragene til brutto meravkastning i 2005. Prosentpoeng**

|                    | Ekstern forvaltning | Intern forvaltning | Totalt | Meravkastning innen hver aktivaklasse |
|--------------------|---------------------|--------------------|--------|---------------------------------------|
| Aksjeforvaltningen | 0,65                | 0,20               | 0,86   | 2,24                                  |
| Renteforvaltningen | 0,05                | 0,20               | 0,24   | 0,37                                  |
| Samlet             | 0,70                | 0,40               | 1,10   |                                       |

**Tabell 7: Bidragene til brutto meravkastning etter fratrekk av driftskostnader i 2005. Prosentpoeng**

|                    | Ekstern forvaltning | Intern forvaltning | Totalt | Meravkastning innen hver aktivaklasse |
|--------------------|---------------------|--------------------|--------|---------------------------------------|
| Aksjeforvaltningen | 0,60                | 0,18               | 0,79   | 2,06                                  |
| Renteforvaltningen | 0,04                | 0,18               | 0,21   | 0,32                                  |
| Samlet             | 0,64                | 0,36               | 1,00   |                                       |

**Tabell 8: Annualisert bidrag til brutto meravkastning 2003-2005. Prosentpoeng**

|                    | Ekstern forvaltning | Intern forvaltning | Totalt | Meravkastning innen hver aktivaklasse |
|--------------------|---------------------|--------------------|--------|---------------------------------------|
| Aksjeforvaltningen | 0,35                | 0,12               | 0,47   | 1,22                                  |
| Renteforvaltningen | 0,07                | 0,18               | 0,26   | 0,41                                  |
| Samlet             | 0,43                | 0,30               | 0,73   |                                       |

**Tabell 9: Bidragene til brutto meravkastning etter fratrekk av driftskostnader 2003-2005. Prosentpoeng**

|                    | Ekstern forvaltning | Intern forvaltning | Totalt | Meravkastning innen hver aktivaklasse |
|--------------------|---------------------|--------------------|--------|---------------------------------------|
| Aksjeforvaltningen | 0,30                | 0,10               | 0,40   | 1,04                                  |
| Renteforvaltningen | 0,06                | 0,16               | 0,23   | 0,36                                  |
| Samlet             | 0,36                | 0,26               | 0,63   |                                       |

## Utlån av verdipapirer

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

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

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

Verdiskapingen ved aktiv forvaltning er et estimat for hvilket netto bidrag dette valget har gitt til fondets avkastning i 2005. Estimert netto verdiskaping ved aktiv forvaltning er vist i tabell 11. Utgangspunktet er fondets brutto meravkastning. Ved passiv indeksering påløper transaksjonskostnader når innholdet av verdipapirer i referanseporteføljen endres. Normale transaksjonskostnader for å vedlikeholde indekseringen hvert år er estimert til om lag 0,04 prosent av totalporteføljen, jf. omtale i tidligere årsberetninger.

Ved beregning av brutto meravkastning er det dessuten ikke tatt hensyn til kostnader knyttet til innfasing av nye midler i markedene, tilpasning av den faktiske porteføljen når Finansdepartementet ekskluderer selskaper fra investeringsuniverset, og ved andre endringer i referanseporteføljen. Dermed er den målte meravkastningen lavere enn den ville vært uten disse kostnadene. Metodegrunnlaget for beregning av slike kostnader er beskrevet i en egen temaartikkel i årsberetningen for 2004 og i en egen ramme i dette kapitlet.

For 2005 har Norges Bank estimert kostnadene ved innfasing av nye midler til om lag 421 millioner kroner. Dette utgjorde 0,19 prosent av overføringsbeløpet på 220 milliarder kroner og 0,036 prosent av fondets markedsverdi.

Kostnadene til nedslag i forbindelse med uttrekk av selskaper har Norges Bank estimert til om lag 35 millioner kroner i 2005. Dette tilsvarer 0,003 prosent av fondets markedsverdi.

**Tabell 10: Informasjonsraten 2003-2005.**

|                     | Ekstern forvaltning | Intern forvaltning | Totalt |
|---------------------|---------------------|--------------------|--------|
| Aksje-forvaltningen | *                   | *                  | 1,56   |
| Rente-forvaltningen | 2,54                | 2,59               | 3,06   |
| Samlet              | 1,94                | 2,00               | 2,29   |

\* Ikke fordelt på intern og ekstern forvaltning fordi noen av de interne porteføljene er satt opp for å overføre midler til og mellom eksterne forvaltere

**Tabell 11: Estimert netto verdiskaping ved aktiv forvaltning 2005. Prosentpoeng**

|                                             |             |
|---------------------------------------------|-------------|
| <b>Brutto meravkastning</b>                 | <b>1,10</b> |
| + Transaksjonskostnader ved indeksering     | 0,04        |
| + Andre transaksjonskostnader               | 0,04        |
| - Ekstra kostnader ved aktiv forvaltning    | 0,07        |
| - Utlånsinntekter ved indeksforvaltning     | 0,06        |
| <b>= Verdiskaping ved aktiv forvaltning</b> | <b>1,05</b> |

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

Avkastningsberegningene følger internasjonalt anerkjente standarder.

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

I beregningene er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbytte og kildeskatt periodisert. For inngåtte, ikke oppgjorte transaksjoner, benyttes handle dato for periodisering.

Innbetalinger til fondet og overføringer mellom aksje- og renteporteføljene gjøres siste virkedag i hver måned. Avkastningen for hver måned kan da beregnes ved å se på månedlige

endringer i markedsverdi, justert for inn- og utbetalinger. For lengre perioder, som kvartals-, års- og hittil i år avkastning, benyttes geometrisk avkastning. Det vil si at avkastningsindeksene for hver delperiode multipliseres. Denne avkastningen er således en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

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

Avkastningen målt i lokal valuta fremkommer ved å kalkulere den geometriske differansen mellom fondets avkastning målt i norske kroner og valutakurvens avkastning. Valutakurvens innhold tilsvarer referanseporteføljens valutavekter og avkastningen forteller hvor mye kronen har styrket/svekket seg målt mot referan-

seporteføljens valutafordeling.

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

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

<sup>1</sup>) For en mer detaljert fremstilling av avkastningsberegningene henvises det til temaartikkel 2 i Årsrapport 1999.

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

<sup>3</sup>) WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London tid.

## Driftsoppgaver i forvaltningen

Driftsoppgavene kan i hovedsak deles i fire grupper:

- *Investering av nye midler i markedet.*  
I 2005 ble 220,3 milliarder kroner i nye midler investert i de internasjonale kapitalmarkedene. Norges Bank legger stor vekt på å holde transaksjonskostnadene ved disse kjøpene så lave som mulig, og bruker betydelige ressurser til denne oppgaven.
- *Løpende indeksering av porteføljen.*  
Forvaltningen av fondet foregår med en indeksportefølje i bunnen. Indeksporteføljen skal hele tiden ligge svært nær den referanseporteføljen Finansdepartementet har definert, og som bygger på anerkjente aksje- og renteindekser. Det skjer stadig end-

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

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

Nedsalget er i disse beregningene forutsatt å skje over en periode på 40 dager, som er i samsvar med de prosedyrer

Finansdepartementet har fastsatt for uttrekk av selskaper. Norges Bank har også estimert transaksjonskostnader ved

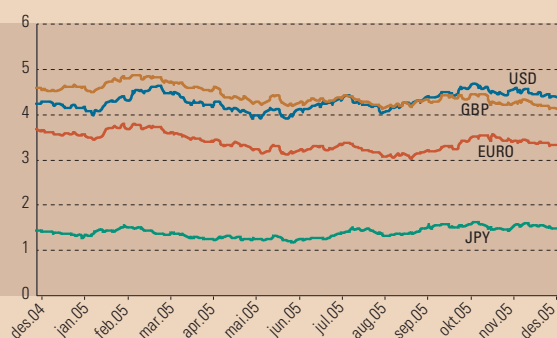
ulike nedsalgsperioder. Dersom nedsalget hadde skjedd i løpet av én handledag, viser modellen at de indirekte transaksjonskostnadene ville vært ca. 60 mill. kroner høyere. Her vil det være en viss feilmargin i estimatene grunnet svært høye salgsvolumer sammenlignet med daglig handlevolum i den enkelte aksje.

Ved passiv indeksering av porteføljen ville fondet hatt et minimum av driftskostnader i forvaltningen. For fondet er normale forvaltningskostnader ved indeksering anslått til 0,04 prosent av totalporteføljen. I 2005 utgjorde totale forvaltningskostnader 0,11 prosent, det vil si at kostnader knyttet til aktiv forvaltning er estimert til 0,07 prosent.

På den annen side ville fondet også ved passiv forvaltning ha hatt en del

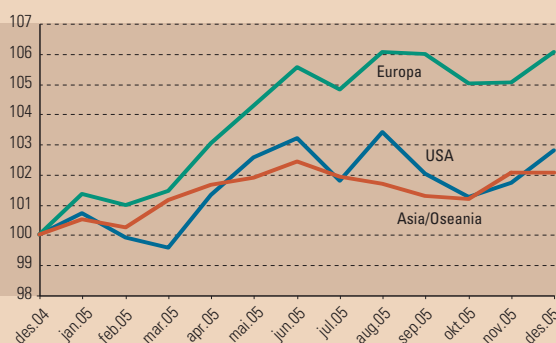
## Transaksjonskostnader

Norges Bank estimerer transaksjonskostnader ved innfasing av nye midler til fondet. Nye midler blir overført i form av kontanter. Når midlene blir investert i verdipapirer (aksjer og obligasjoner), vil en pådra seg både direkte og indirekte kostnader. I tråd med vanlig markedspraksis er det fra og med 2005 valgt en modell der direkte og indirekte transaksjonskostnader beregnes hver for seg. Indirekte transaksjonskostnader består av tre hovedkomponenter; likviditetskostnader, markedspåvirkninger og alternativkostnader. Norges Banks modell beregner transaksjonskostnadene i renteporteføljen ved full "bid-ask spread". Indirekte transaksjonskostnader i aksjeporteføljen estimeres ved StockFactsPro®. Markedspåvirkning i rentemarkedet er en funksjon av sektor, markedsforhold, transaksjonsstørrelse, størrelse på utstedt lån og likviditeten til utsteder. I de fleste tilfeller er bidragene fra disse variablene neglisjerbare.



Figur 1: Utviklingen i de viktigste rentemarkedene i 2005. Rentene på tiårs statspapirer. Prosent pr. år

Kilde: Bloomberg



Figur 2: Verdiutvikling på Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene i 2005. (31.12.2004 = 100)

Kilde: Lehman Brothers

### 3. Renteforvaltningen

utlånsinntekter fra verdipapirene i porteføljen. Inntektene fra utlån av verdipapirer utgjorde i 2005 0,06 prosent av totalporteføljen tilsvarende 744 millioner kroner. For fondet samlet tilsvarer dette anslagsvis de inntektene en ville ha oppnådd ved en mer passiv forvaltningsstil.

Med disse estimatene anslås netto verdiskaping ved aktiv forvaltning i 2005 til 1,05 prosentpoeng (jf. tabell 11). I beløp utgjør det omlag 11,4 milliarder kroner.

Fondets avkastning målt i ulike valutaer er vist i tabell 12. Avkastningen målt i valutakurven var 11,1 prosent, mens den målt i kroner var 14,3 prosent. Forskjellen skyldes at valutakurven ble om lag 3,2 prosent mer verdt i norske kroner i løpet av 2005. Endring i kronens internasjonale verdi har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Regnet i euro var avkastningen på 17,8 prosent, mens avkastningen i dollar var på 2,2 prosent. Den store forskjellen skyldes at dollarkursen steg i forhold til de fleste andre valutaer og særlig overfor euro i løpet av 2005.

**Tabell 12: Total avkastning i 2005 målt mot ulike referansevalutaer. I prosent**

| Avkastning målt mot:             | Totalporteføljen |
|----------------------------------|------------------|
| Referanseporteføljens valutakurv | 11,09            |
| Importveid valutakurv            | 15,05            |
| Amerikanske dollar               | 2,22             |
| Euro                             | 17,80            |
| Norske kroner                    | 14,28            |

#### 3.1 Utviklingen i rentemarkedene

Rentene på statsobligasjoner med ti års løpetid falt med om lag 0,3 prosentpoeng i euroområdet og med 0,25 prosentpoeng i Storbritannia i løpet av 2005. I Japan var rentenivået omlag uendret året sett under ett, mens det var en oppgang med 0,2 prosentpoeng i USA. Figur 1 viser at tiårsrentene falt i de tre første kvartalene av året, mens det var små endringer i siste kvartal.

I flere land satte sentralbankene opp styringsrentene i løpet av året. I USA ble styringsrenten satt opp med 2 prosentpoeng, mens den europeiske sentralbanken satte opp renten med 0,25 prosentpoeng. Bank of Japan holdt styringsrenten uendret, mens Bank of England satte ned renten med 0,25 prosentpoeng.

Figur 2 viser utviklingen i verdien på Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindekser i 2005. I USA var avkastningen i 2005 2,8 prosent, i Europa 6,1 prosent, og i Asia 2,1 prosent

Normalt øker det langsiktige rentenivået når sentralbankene hever styringsrentene. Dette har sammenheng med at styringsrentene vanligvis blir satt opp fordi inflasjonen ventes å øke. Inflasjonen målt ved konsumprisindeksen steg i de fleste land i løpet av 2005 som følge av høyere priser på metall og energi. Kjerneinflasjonen (konsumpriser unntatt energi og matvarer) var imidlertid stabil i de største økonomiene i løpet av året. Lønnsveksten i USA og Japan tiltok, men var likevel lav sett i et historisk perspektiv. I Europa, og spesielt i Tyskland, la store omstillinger og sterkere krav til fleksibilitet fra arbeids-

giverne, en demper på lønnsveksten.

Det har vært en stadig sterkere globalisering av produksjon og handel de siste årene. En økende andel av forbruksvarene i verden blir produsert i Asia. Prisene på denne typen varer har ikke økt vesentlig til tross for at lønnsveksten i et land som Kina var over 10 prosent i 2005. Kostnadseffektiv produksjon har sammen med mer effektiv distribusjon gjennom bruk av bl.a. Internett bidratt til å holde prisene nede på en rekke produkttyper. Økende bruk av informasjonsteknologi har gjort det mulig effektivisere produksjonen av fysiske varer, men har også gjort det mulig å overføre flere arbeidsoppgaver innenfor serviceindustrien til land som India.

Globaliseringen har hatt en dempende effekt på lønnsvekst, kjerneinflasjon og globale obligasjonsrenter. Samtidig har de økende overskuddene på Kinas og de oljeproduserende lands handelsbalanser bidratt til å holde obligasjonsrentene lave. Mye av overskuddene i Asia er blitt sirkulert tilbake til USA hovedsakelig i form av kjøp av obligasjoner utstedt av amerikanske institusjoner.

Renteforskjellen mellom kreditt- og statsobligasjoner har ikke endret seg vesentlig i 2005 sett under ett. Forskjellen ble mindre fram til mars, for deretter å stige markant i april. Den økte differansen i rentene fra mars til april var en følge av at den finansielle stillingen til de to store amerikanske bilprodusentene Ford og General Motors (GM) ble stadig svakere. Dette fikk markedet til å spekulere i at kredittvurderingsselskapene ville foreta en nedgradering av disse selskapene.

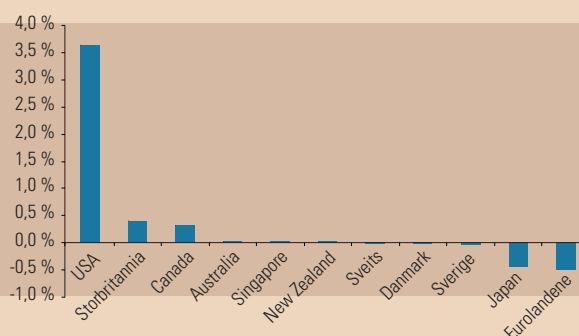
GM ble senere nedgradert, og flere



**Figur 3: Differansen mellom renten på kreditt- og statspapirer (kredittspredsen) i USA 2005. Basispunkter**

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

Kilde: Lehman Brothers



**Figur 4: De enkelte lands bidrag til renteavkastningen målt i prosent mot valutakurven i 2005**

aktører med posisjoner i kredittinstrumenter fikk store tap. Dette førte til forventninger om at flere investorer ville velge å selge verdipapirer med dårligst kredittverdighet for å unngå ytterligere tap. I annet halvår var utviklingen i renteforskjellen mer stabil.

Figur 4 viser hvordan bidragene til renteavkastningen regnet mot valutakurven fordelte seg på de valutaer som fondets midler var investert i. Det klart største positive bidraget kom fra investeringene i USA, noe som har sammenheng med at dollaren steg i verdi mot de øvrige valutaene i kurven i løpet av året. Bidragene fra de øvrige valutaområdene var små. De største negative bidragene kom fra investeringene i Japan og i euro-landene.

Figur 5 viser avkastningen i rentemarkedene hvert år siden 1980. I denne perioden var avkastningen i gjennomsnitt 8,8 prosent pr. år. Avkastningen i 2005 var 3,5 prosent.

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

### 3.2 Gjennomføringen av renteforvaltningen

Markedsverdien av fondets renteportefølje steg fra 600 til 817 milliarder kroner i 2005. I løpet av året ble porteføljen tilført 171 milliarder kroner i nye midler. Positiv avkastning i rentemarkedene bidro med 25 milliarder kroner, mens en

svakere norsk krone i forhold til investeringsvalutaene bidro til å øke verdien på renteporteføljen med 21 milliarder kroner.

Ved utgangen av 2005 var om lag 91 prosent av renteporteføljen forvaltet internt i Norges Bank. Den interne forvaltningens andel av renteforvaltningens samlede risikobruk var imidlertid lavere med om lag 75 prosent. Den lavere risikoandelen internt skyldes at hoveddelen av de eksterne mandatene er aktive med høy risiko.

Forvaltningen er delt mellom to hovedområder. På den ene siden arbeides det med indeksering og med aktiv forvaltning som er direkte knyttet til indekseringsoppgaven. Slik utvidet indeksering har som mål å vedlikeholde en portefølje som ligger svært nær referanseporteføljen, og samtidig utnytte spesielle prisingssituasjoner til å oppnå meravkastning. Indekseringen utføres i tre delporteføljer, for henholdsvis statsgaranterte rentepapirer, rentepapirer utstedt av private selskaper og pantsikrede rentepapirer. De tre delporteføljene indekseres internt, med unntak for pantsikrede rentepapirer i USA, som forvaltes eksternt.

Den aktive forvaltningen følger en investeringsfilosofi basert på spesialisering og delegering av beslutninger, og utføres av både interne og eksterne forvaltere. For å oppnå målsetningen om spesialisering er det etablert en gruppestruktur der hver gruppe har fått et oppdrag med et begrenset posisjonsunivers. Gruppene "spisses" for å oppnå en effektiv risikoanvendelse (gjennom diversifikasjonsgevinster). I praksis er

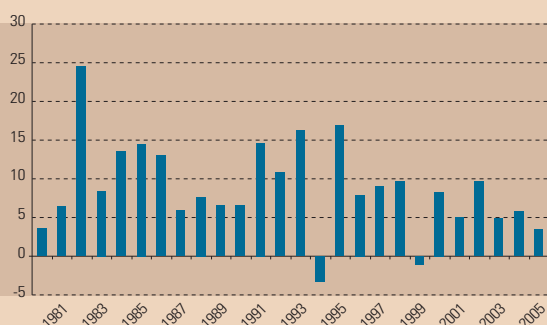
dette ikke tilstrekkelig for å oppnå lønnsomhet fordi både kvaliteten (informasjonsraten) og skaleringsmulighetene varierer mellom grupper. Lønnsom forvaltning krever således både effektiv diversifikasjon, dynamisk risikoallokering mellom grupper (i henhold til informasjonsfortrinn) og kritisk gjennomgang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

I renteforvaltningen går hovedskillene mellom mikro- og makroposisjoner, og grad av kredittrisiko. Dette er reflektert i renteforvaltningens gruppestruktur (både internt og eksternt). Så langt har resultatene vært relativt best innenfor mikrostrategiene (relative verddivureringer). Dette er imidlertid et felt med klare skaleringsbegrensninger. Ønske om maksimering av inntekt fremfor informasjonsrate (IR) gjør at store deler av posisjonsuniverset blir utnyttet selv om kvaliteten (målt som IR) varierer.

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

I 2005 var det gjennomgående svært høy treffsannsynlighet på gruppe-, mandat- og personnivå. Dette mer enn oppveide den relativt konservative risikoanvendelse gjennom året, og er konsistent med tidligere erfaringer preget av høy kvalitet og moderat risikoanvendelse.

Siden 1999 er samlet brutto meravkastning i renteporteføljen 8,9 milli-



Figur 5: Avkastning i rentemarkedene 1980-2005 med fondets referanseportefølje og målt i prosent mot valutakurven. Prosent pr. år

arder kroner. Av dette er 24 prosent, eller 2,1 milliarder bidrag fra eksterne forvaltere. Til og med 2005 utgjør andelen spesialistenheter (eksterne mandater og interne grupper) som har levert positive resultater siden oppstart, mer enn 80 prosent.

Et viktig element i investeringsstrategien er å diversifisere mellom mange uavhengige posisjoner. Norges Bank oppnår denne diversifiseringen ved å velge uavhengige spesialister, både internt og eksternt. Ved utgangen av 2005 er det 35 spesialistmandater innenfor renteforvaltningen, hvorav 8 er interne. I 2005 ble det tildelt 6 nye eksterne mandater, og det ble etablert et eget internt mandat for forvaltning av realrentelån.

Valg av eksterne forvaltere anses av Norges Bank som en investeringsbeslutning, der ulike mandater tildeles midler eller avvikles ut fra analyser om likviditet og forventet fremtidig meravkastning. Ved utgangen av 2005 har Norges Bank 27 ulike eksternt forvaltede mandater. Av disse er majoriteten regionale spesialistmandater.

Avkastningen på renteporteføljen i 2005 var 3,82 prosent målt i fondets valutakurv (jf. tabell 13). Det var negativ avkastning i tredje kvartal, mens det var positiv avkastning i de øvrige kvartalene.

Forvaltningen gav meravkastning i hvert kvartal i 2005. Samlet ble avkastningen på renteporteføljen 0,37 prosentpoeng høyere enn referanseavkastningen. Omlag 20 prosent av meravkastningen kom fra eksternt forvaltning, mens bidraget fra den interne forvaltningen i Norges Bank var omlag

## Eksterne renteforvaltere pr 31.12.2005

Ved utgangen av året forvaltet 19 eksterne renteforvaltere med 27 mandater en forvaltningskapital på til sammen 78 milliarder kroner.

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

80 prosent. Samlet bidrag utgjør om lag 2,5 milliarder kroner i 2005.

Avkastningstallet inneholder inntekter fra utlån av rentebærende verdipapirer,

men er ikke korrigert for kostnader ved investering av tilførte midler i markedene.

## 4. Aksjeforvaltningen

### 4.1 Utviklingen i aksjemarkedene

Kursoppgangen i de globale aksjemarkedene som startet våren 2003, fortsatte også gjennom 2005. Avkastningen på fondets referanseportefølje ble 20,3 prosent i 2005 mot 12,2 prosent i 2004. Oppgangen var særlig sterk i Japan og i Europa, der kursene steg med henholdsvis 43,9 og 26,6 prosent. Også i USA var utviklingen i aksjemarkedet positiv, med

en kursoppgang på 6,3 prosent. En indeks bestående av 24 fremvoksende aksjemarkeder steg med 31,4 prosent i 2005. For de fleste markedene var kursutviklingen særlig sterk i andre halvår.

Den ekstraordinære kursoppgangen i Japan i andre halvår hadde sammenheng med en sterk innenlandsk økonomi og høyere internasjonal etterspørsel etter japanske varer. Japanske bedrifter er

**Tabell 13: Renteavkastningen i prosent for hvert kvartal og for året 2005**

|                  | Målt i fondets valutakurv |                     | Målt i norske kroner |                     |               |
|------------------|---------------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------|
|                  | Faktisk portefølje        | Referanseportefølje | Faktisk portefølje   | Referanseportefølje | Meravkastning |
| Første kvartal   | 0,37                      | 0,20                | 2,08                 | 1,91                | 0,18          |
| Andre kvartal    | 3,10                      | 3,08                | 2,71                 | 2,69                | 0,02          |
| Tredje kvartal   | -0,07                     | -0,13               | -0,64                | -0,70               | 0,06          |
| Fjerde kvartal   | 0,40                      | 0,30                | 2,52                 | 2,41                | 0,10          |
| <b>Året 2005</b> | <b>3,82</b>               | <b>3,46</b>         | <b>6,80</b>          | <b>6,43</b>         | <b>0,37</b>   |

særlig konkurransedyktige innenfor kapitalvarer som biler, forskjellige typer maskiner og elektronikk. Høyere oljepris har økt etterspørselen etter japanske biler som har lavere drivstofforbruk enn biler produsert av de store amerikanske bilprodusentene. Høye metall- og oljepriser har økt etterspørselen etter maskiner, transportmidler og andre investeringsvarer innenfor gruve- og oljeindustrien. Japanske bedrifter har også nytt godt av at investeringsetterspørselen i Kina tok seg opp i andre halvår.

Oljeselskaper, metall og gruveselskaper, finansiell sektor, samt energi og vannforsyning var de industrisektorene som gjorde det best globalt i 2005. IT, telekommunikasjon og konjunkturfølsomme konsumvarer var sektorer med svakest utvikling.

Innenfor den enkelte industrisektor hadde amerikanske selskaper jevnt over den svakeste utviklingen, mens japanske selskaper stort sett gjorde det best. Finanssektoren utviklet seg spesielt svakt i USA i forhold til Europa og Japan. Det samme var også tilfellet for industriselskaper der kursen på japanske selskaper steg, mens amerikanske selskaper utviklet seg svakt. Bilsektoren hadde en god utvikling i Japan og Europa til tross for høyere oljepriser. Amerikanske bilaksjer, det vil i hovedsak si Ford og GM, falt i verdi i løpet av året. Den svake utviklingen hadde sammenheng med at disse selskapene mistet markedsandeler, spesielt til japanske bilprodusenter.

Tabell 14 viser at det i 2005 var positiv utvikling i de fleste hovedsektorer. Den sterkeste utviklingen var innenfor råvaresektoren, mens ikke-konjunktur-

**Tabell 14: Avkastningen på FTSEs verdensindeks for aksjer i 2005, målt mot amerikanske dollar og mot fondets valutakurv. Prosent**

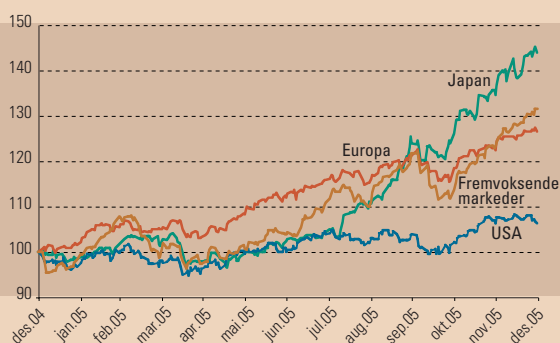
|                                          | USD          | Valutakurv   |
|------------------------------------------|--------------|--------------|
| <b>Råvarer</b>                           | <b>32,86</b> | <b>44,39</b> |
| - derav olje og gass                     | 30,43        | 41,75        |
| <b>Prosessindustri</b>                   | <b>14,86</b> | <b>24,83</b> |
| <b>Generell industri</b>                 | <b>12,78</b> | <b>22,57</b> |
| <b>Konjunkturfølsomme varer</b>          | <b>8,38</b>  | <b>17,78</b> |
| <b>Ikke-konjunkturfølsomme varer</b>     | <b>9,31</b>  | <b>18,80</b> |
| - derav farmasi og bioteknologi          | 7,11         | 16,40        |
| <b>Konjunkturfølsomme tjenester</b>      | <b>2,77</b>  | <b>11,69</b> |
| - derav detaljhandel                     | 3,95         | 12,97        |
| - derav medier og foto                   | -6,31        | 1,82         |
| <b>Ikke-konjunkturfølsomme tjenester</b> | <b>-1,83</b> | <b>6,69</b>  |
| - derav telekommunikasjon                | -3,88        | 4,46         |
| <b>Energi og vannforsyning</b>           | <b>15,21</b> | <b>25,21</b> |
| <b>Finansielle tjenester</b>             | <b>12,68</b> | <b>22,46</b> |
| - derav banker                           | 11,12        | 20,76        |
| - derav forsikringsselskaper             | 13,92        | 23,80        |
| - derav finansinstitusjoner              | 12,38        | 22,13        |
| <b>Informasjonsteknologi</b>             | <b>7,07</b>  | <b>16,37</b> |
| - derav IT maskinvare                    | 10,05        | 19,59        |
| - derav programvare og tjenester         | 2,06         | 10,91        |

følsomme tjenester som f.eks. telekommunikasjon, hadde en langt svakere utvikling.

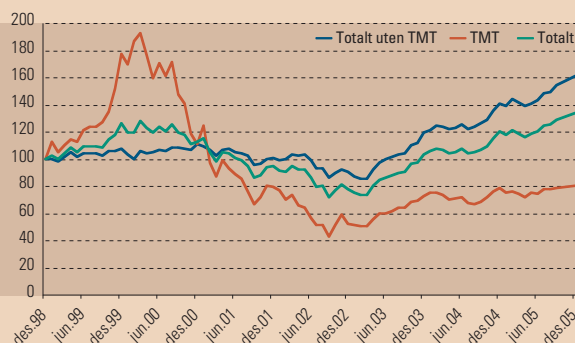
Aksjemarkedene i Øst-Europa, Russland, Midt-Østen, Sør-Afrika og Latin-Amerika utviklet seg alle sterkt i 2005. Mange av disse markedene er dominert av selskaper i energi- og metallsektoren. Kursene på denne type selskaper økte sterkt som følge av prisoppgangen på olje, naturgass, kull og metaller.

Til tross for sterk etterspørsel etter konsumelektronikk og en global oppgang i bedriftenes investeringer, var det en

svak kursutvikling innenfor IT-sektoren i 2005. Asiatiske IT-selskaper hadde en sterkere utvikling enn amerikanske og europeiske selskaper. Noe av forklaringen ligger i at asiatiske selskaper er sterkere eksponert innenfor sektorer som vokser raskt, f.eks. flate TV- og PC-skjermer basert på LCD- eller plasma-teknologi. Kursene på telekommunikasjonsselskaper i Europa og USA utviklet seg svakere enn kursene på tilsvarende selskaper i Øst-Europa, Latin-Amerika og Asia. Dette kommer delvis av den generelle forbedringen vi så i disse landenes økonomier i 2005, men også av at



**Figur 6: Verdiutviklingen på FTSEs aksjeindekser i hovedmarkedene i 2005 (31.12.2004=100)**  
Kilde: FTSE



**Figur 7: FTSE global aksjeindeks 1998-2005: Totalt og sektorene teknologi, medier og telekommunikasjon (TMT) (31.12.1998=100)**  
Kilde: FTSE

utbredelsen av teletjenester i disse landene i utgangspunktet er langt lavere enn i de utviklede landene.

Figur 7 illustrerer den betydning sektorene teknologi, medier og telekommunikasjon (TMT-sektorene) har hatt for aksjeindeksene de siste syv årene. Disse sektorene hadde sterk kursstigning fra 1999 og fram til sommeren 2000. Deretter falt aksjekursene i TMT-sektorene til fjerdeparten av toppnivået. Aksjekursene i TMT-sektorene har hatt en utvikling som er noe svakere enn de øvrige sektorene i FTSEs verdensindeks i 2004 og 2005.

Figur 8 viser de ulike markedenes bidrag til fondets aksjeavkastning i 2005, regnet mot valutakurven. De største positive bidragene kom fra USA, eurolandene og fra Storbritannia.

Figur 9 viser avkastningen i aksjemarkedet hvert år siden 1980. I denne perioden var avkastningen i gjennomsnitt 14,5 prosent pr. år. Avkastningen i 2005 på 20,3 prosent var således betydelig høyere enn gjennomsnittet for hele perioden.

## 4.2 Gjennomføringen av aksjeforvaltningen

Markedsverdien av aksjeporteføljen økte fra 416 til 582 milliarder kroner i 2005. I løpet av året ble porteføljen tilført 50 milliarder kroner i nye midler. Det var sterk utvikling i aksjemarkedene, og aksjeavkastningen bidro med 101 milliarder kroner. En svakere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene økte verdien med omlag 15 milliarder kroner.

I 2005 var meravkastningen av de eksternt forvaltede porteføljene 4,0

prosent. Sammenlignet både med den årlige meravkastningen på 1,0 prosent som er oppnådd siden 2000, og med Norges Banks målsetning med denne delen av forvaltningen, er årets meravkastning svært høy. Bare i 1999 var meravkastningen i prosent høyere. Bidraget i 2005 utgjør omlag 7 milliarder kroner. Det samlede brutto bidraget fra de eksternt forvaltede porteføljene er omlag 13 milliarder kroner siden Norges Bank begynte å bruke eksterne aktive forvaltere i slutten av 1998. 68 prosent av de eksterne mandatene leverte positive resultater i 2005, den samme andelen som i 2004. I treårsperioden 2003-05 hadde 80 prosent av mandatene meravkastning. Det var tilfellet for både mandater som var opprettet for mer enn tre år siden, og nyere mandater. Gjennomsnittlig meravkastning for mandatene med positive tall var imidlertid 2,3 ganger så høyt som for de med negativt i 2005, mens de for 2004 var like store.

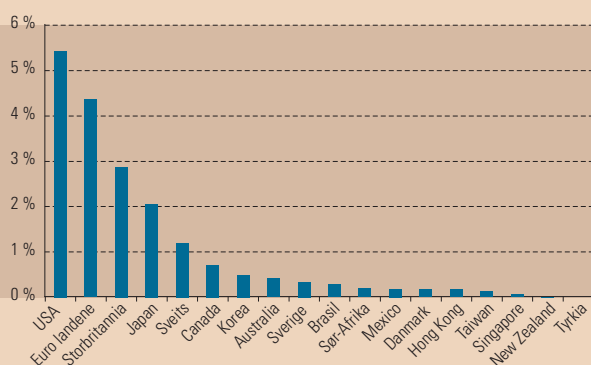
Et viktig element i strategien bak valg av de eksterne forvalterne er å diversifisere mellom mange uavhengige posisjoner. Norges Bank oppnår denne diversifiseringen ved valg av flere uavhengige spesialister, der hver av dem i all hovedsak bygger opp porteføljen ved fundamental analyse av enkeltaksjer.

Alle de eksterne aksjemandatene har fått tildelt egne referanseporteføljer og risikorammer. De regionale mandatene har referanseporteføljer som består av de bedrifter som inngår i FTSE-indeksen i en geografisk region, for eksempel kontinental-Europa, Storbritannia, USA og Japan. Sektormandatene har referanse-

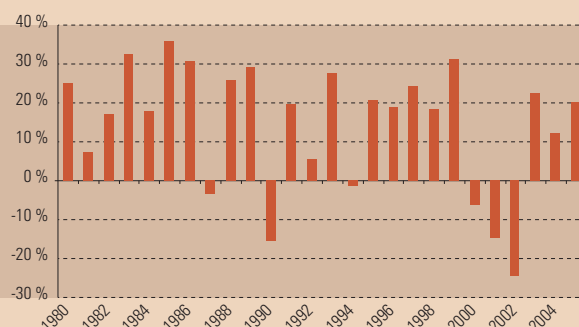
porteføljer innenfor næringssektorer som finans, teknologi, helse, olje og gass, kraft og vannforsyning, handelsnærings, media og telekommunikasjon. De siste par årene har Norges Bank økt andelen spesialistmandater innen næringssektorer, og disse mandatene utgjør nå 28,3 prosent av eksterntforvaltningen. I 2005 ble dessuten mandatene i Asia utenom Japan splittet opp og tildelt spesialister innenfor spesifikke land og mindre regioner. Kombinasjonen av spesialistmandater vil ha flere ulike aksjeposisjoner enn hva som er tilfelle ved overlappende brede mandater, hvilket igjen øker antall uavhengige posisjoner i porteføljen av eksterne forvaltere.

Ved utgangen av 2005 har Norges Bank 43 ulike eksternt forvaltede aksjeporteføljer. Av disse er 28 regionale og landspesifikke mandater og 15 mandater innenfor spesifikke næringssektorer. Gjennomsnittlig markedsverdi av de regionale mandatene er noe høyere enn for sektormandatene; henholdsvis 5,5 milliarder kroner og 4,1 milliarder kroner. Andelen av aksjeporteføljens verdi som forvaltes av eksterne, var ved utgangen av året på 37 prosent eller 217 milliarder kroner.

Valg av eksterne forvaltere anses av Norges Bank som en investeringsbeslutning, der ulike mandater tildeles midler eller avvikles ut fra analyser av likviditet og forventet fremtidig meravkastning. Årlig avvikles rundt 10 prosent av mandatene. Den vanligste årsaken er at porteføljeforvaltere med ansvar for Norges Banks portefølje har sluttet. I 2005 har andelen mandater som er avsluttet vært høyere enn



Figur 8: De enkelte lands bidrag til aksjeavkastningen målt i prosent mot valutakurven i 2005



Figur 9: Avkastning i aksjemarkedene 1980-2005 med aksjeforvaltningens referanseportefølje, målt i prosent mot fondets valutakurv

## Eksterne aksjeforvaltere pr 31.12.2005

Ved utgangen av året forvaltet 24 ulike eksterne aksjeforvaltere med 43 ulike mandater midler tilsvarende til sammen 217 milliarder kroner.

### Mandater i geografiske regioner:

- Aberdeen Asset Management
- Alpha Investment Management Pty Ltd.
- APS Asset Management Pte Ltd
- Barrow, Hanley, Mewhinney & Strauss Inc
- BlackRock International Ltd.
- Capital International Ltd.
- Fidelity Pensions Management
- Gartmore Investment Management PLC
- Legg Mason Capital Management Inc
- MFS Company
- NewSmith Asset Management LLP.
- NWQ Investment Management Company LLC
- Portfolio Partner Ltd
- Primecap Management Company
- Schroder Investment Management Ltd.
- Sparx Asset Management Co. Ltd.
- T Rowe Price Associates Inc.
- Wellington Management Company PLC

### Mandater i næringssektorer:

- Alliance Capital Management LP
- Barrow, Hanley, Mewhinney & Strauss Inc
- Columbus Circle Investors
- Fidelity Pensions Management
- Gartmore Investment Management PLC
- Jupiter Asset Management Ltd
- OrbiMed Capital LLC
- Schroder Investment Management
- Sector Asset Management
- T Rowe Price Associates Inc.
- Wellington Management Company PLC
- WH Reaves & Co, Inc.

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

vanlig. Dette skyldes både at flere porteføljeforvaltere har sluttet i det aktuelle selskapet, samt at mandater er splittet opp i mindre spesialistmandater.

Ved utgangen av året ble vel 60 prosent av aksjeporteføljen forvaltet internt i Norges Bank i en såkalt "forbedret" ("enhanced") indekseringsportefølje. Den øvrige interne aktive forvaltningen er blitt bygget gradvis opp over de siste år og består i dag av 22 porteføljeforval-

tere som fokuserer på både fundamental analysedrevet aksjevalg innenfor industriktorene finans, telekommunikasjon, energi, media og handelsnæring globalt, og relativ verdi strategier. Organiseringen av forvaltningen har gjennomgått betydelige endringer i 2005, der alle forvalterne nå forvalter innenfor en såkalt "long-short" portefølje. Dette innebærer at hver forvalter låner aksjer av den interne indeksporføljen eller i marke-

det. Således er det en ytterligere spesialisering mellom aktive strategier og indeksering og finansiering internt. Det er heller ikke slik at Norges Bank må velge mellom intern og ekstern aktiv forvaltning, ettersom de interne aktive posisjoner ikke legger beslag på forvaltningskapitalen.

Den interne forvaltningen i Norges Bank bidro med omlag 25 prosent av den samlede meravkastningen i aksjeforvaltningen. I disse tallene er det imidlertid ikke tatt hensyn til at den interne forvaltningen belastes transaksjonskostnader ved tilførsel av nye midler til fondet, omstrukturering av porteføljen, eller endringer i referanseporteføljen.

Ved inngangen til året sto de interne porteføljene for i underkant av 20 prosent av den totale riskoen i aksjeporteføljen. Ved utgangen av året var andelen økt til i overkant av 30 prosent. Gjennomsnittet for året var 23 prosent. I 2005 leverte 86 prosent av de interne mandatene positiv meravkastning, noe lavere enn i 2004 da alle hadde positiv meravkastning. De gode resultatene skyldes videre at den gjennomsnittlige meravkastningen var 4,3 ganger høyere enn den gjennomsnittlige mindreavkastningen.

Tabell 15 viser at aksjeporteføljen hadde en avkastning på 22,49 prosent målt i fondets valutakurv i 2005. Avkastningen var positiv i alle kvartalene av året, men særlig høy i tredje kvartal. Dette gjenspeiler langt på vei de generelle kursbevegelsene i aksjemarkedene gjennom året.

Den faktiske avkastningen på aksjeporteføljen var 2,24 prosentpoeng høyere enn referanseavkastningen. Knappt halvparten av meravkastningen ble oppnådd i fjerde kvartal. Samlet bidrag fra aksjeforvaltningen i 2005 utgjør omlag 9,5 milliarder kroner.

**Tabell 15: Avkastningen av aksjeporteføljen i fondet for hvert kvartal og for året 2005. Prosent**

|                  | Avkastning målt i fondets valutakurv |                     | Avkastning målt i norske kroner |                     | Meravkastning |
|------------------|--------------------------------------|---------------------|---------------------------------|---------------------|---------------|
|                  | Faktisk portefølje                   | Referanseportefølje | Faktisk portefølje              | Referanseportefølje |               |
| Første kvartal   | 2,01                                 | 1,94                | 3,75                            | 3,68                | 0,07          |
| Andre kvartal    | 4,87                                 | 4,44                | 4,47                            | 4,04                | 0,43          |
| Tredje kvartal   | 8,24                                 | 7,88                | 7,62                            | 7,27                | 0,35          |
| Fjerde kvartal   | 5,79                                 | 4,74                | 8,02                            | 6,95                | 1,07          |
| <b>Året 2005</b> | <b>22,49</b>                         | <b>20,31</b>        | <b>26,01</b>                    | <b>23,76</b>        | <b>2,24</b>   |

## 5. Utøvelse av eierskap i aksjeselskaper

I de selskapene der Norges Bank eier aksjer, har Norges Bank også rettigheter som aksjonær. Eierskapsutøvelse handler om hvordan vi benytter disse rettigheter. I løpet av de siste fire årene har Norges Bank etablert prinsipper for hvordan rettighetene til å påvirke selskapene skal benyttes. Samtidig er kompetanse og systemer for utøvelse av stemmeretten forbedret.

Det er Norges Banks aksjeavdeling som har ansvaret for å utøve eierrollen. I september 2005 ble det etablert en egen eierskapsgruppe som rapporterer til lederen for aksjeavdelingen. Eierskapsgruppen har kompetanse innen både finans og etikk. Dette følger naturlig av retningslinjene som Finansdepartementet har fastsatt for Norges Banks forvaltning. Disse slår fast at formålet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser, og at dette må gjøres i overensstemmelse med etiske prinsipper. Vi redegjør nærmere for sammenhengen mellom eierskapsutøvelse og etikk og for aksjonærrettigheter i to separate temaartikler i årsrapporten.

### 5.1 Retningslinjer og rammer for eierskapsutøvelsen

De nye etiske retningslinjene for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland ble fastsatt av Finansdepartementet 19. november 2004. I disse retningslinjene er eierskapsutøvelse ett av tre virkemidler for etisk forvaltning. Samtidig ble Finansdepartementets forskrift for forvaltningen av fondet endret

til at Norges Bank skal spille en mer aktiv rolle som eier. I forskriften heter det: *”Norges Bank skal utøve eierrettigheter for fondet.[...] Det overordnede målet for eierskapsutøvelsen er å sikre fondets finansielle interesser.”*

I de etiske retningslinjene heter det at det overordnede målet for utøvelse av eierrettigheter skal være å sikre fondets finansielle interesser, og at utøvelsen skal bygge på at fondet har en lang tidshorisont for sine investeringer som er bredt fordelt på en rekke selskaper, bransjer, land og regioner. Retningslinjene fra Finansdepartementet fastsetter at Norges Bank skal rapportere om eierskapsutøvelsen, og at dette skal skje i forbindelse med den regulære årsrapporten.

Norges Banks hovedstyre fastsatte i desember 2004 nye prinsipper for eierskapsutøvelsen. Utgangspunktet er at Norges Bank skal bygge på internasjonalt anerkjente prinsipper for god virksomhetsstyring slik disse er uttrykt i OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse. Et grunnleggende prinsipp er at selskapene som Norges Bank har investert i, skal opptre i samsvar med prinsippene i FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper.

Det mest grunnleggende i eierskapsutøvelse er å sikre at aksjonærenes interesser er tilstrekkelig ivarettatt av selskapenes styrende organer. I de senere årene har det vært mange og store internasjonale finansskandaler. Erfaringen er at ledelsen i flere selskaper ikke har lagt nok vekt på å sikre eiernes interesser. Lover

og regler er brutt for å fremme interessene til selskapets ledelse på bekostning av interessene til eierne. Dette har klart vist at etikk er viktig for å styre virksomheter på en god måte. Fondet er en langsiktig investor med investeringer over store deler av verden. Dermed er fondet avhengig av en verden der markedene også fungerer på lang sikt. Det er derfor naturlig at Norges Bank gjennom eierskapsutøvelsen også bidrar til økt respekt for menneskerettigheter, hensyn til miljø, avslutning av væpnede konflikter og til størst mulig politisk stabilitet og forutsigbarhet.

Norges Bank skal opptre gjennomtenkt og forutsigbart som eier. Det er viktig for at både selskapene som Norges Bank har investert i og andre investorer kan ha stor tillit til eierskapsutøvelsen. Dette krever et sett av enkle og enhetlige prinsipper og operative rutiner. Det er en forutsetning er at ressursbruken blir målt opp mot de langsiktige resultatene man forventer. På denne måten kan Norges Bank prioritere sine aktiviteter og innsats dit dette har størst betydning for å sikre fondets finansielle interesser.

Norges Bank kan utøve eierskap på flere måter:

#### Gjøre Norges Banks prinsipper for eierskapsutøvelse kjent

Norges Bank skal gjøre selskapene og allmennheten kjent med prinsippene for utøvelse av eierskap, herunder de etiske retningslinjene som Finansdepartementet har fastsatt.

### Stemmegivning

Norges Banks kan stemme over forslag på generalforsamlinger i selskaper der dette vil kunne ha vesentlig betydning for fondets finansielle verdier. Beslutningene om hvordan Norges Bank skal stemme, blir truffet ut fra bankens egne vurderinger av hva som best tjener fondets finansielle interesser. Stemmegivningen skal være innenfor de fastsatte retningslinjer for eierskapsutøvelse.

### Deltakelse i internasjonale nettverk og organisasjoner

Norges Bank kan delta i internasjonale nettverk og organisasjoner for å fremme gode prinsipper for eierskapsutøvelse. En slik vurdering vil blant annet måtte belyse nettverkets formål, struktur og offentlighet, samt betydningen for nettverket av å ha Norges Bank som medlem.

Norges Bank kan gi innspill til høringer mv. for å bidra til at myndighetsorganer, børser og andre regulerende myndigheter utvikler og overvåker regelverk som best mulig sikrer ivaretagelse av eierrettigheter i samsvar med Norges Banks prinsipper

### Kontakt med det enkelte selskap

I tillegg til å gi uttrykk for generelle synspunkter på hva som er gode prinsipper for utøvelse av eierskap, kan Norges Bank gjennom sin kontakt med selskapene ta opp spesifikke temaer eller situasjoner. Norges Banks eierskapsprinsipper tar i hovedsak utgangspunkt i internasjonalt anerkjente prinsipper, og Norges Bank kan som eier stille krav eller forventninger til at selskapene redegjør for hvorvidt og hvordan de overholder disse.

### Samarbeid med andre investorer om enkeltsaker

Norges Bank kan delta eller ta initiativ til samarbeid mellom institusjonelle investorer i forhold til enkeltforetak, der dette fremstår som en hensiktsmessig og effektiv måte å oppnå resultater på.

## 5.2 Aktiviteter 2005

### Gjøre prinsippene kjent

En viktig oppgave i 2005 har vært å gjøre Norges Banks prinsipper for eierskapsutøvelse kjent i det internasjonale forvaltningsmiljøet og blant foretakene det investeres i. Norsk og engelsk versjon av prinsippene er lagt ut på Norges Banks websider og er også utgitt i trykt form. Prinsippene ble delt ut til en gruppe bestående av rundt 50 av verdens største pensjons- og offentlige fond i forbindelse med at Norges Bank i juli var vertskap for en konferanse for lederne av disse fondene (International Pensions Conference 2005). Prinsippene er også presentert i møter med våre motparter og samarbeidspartnere der dette har vært relevant.

### Sikre en konsis, fokusert og global stemmegivning

Antall selskaper i porteføljen som blir analysert i forbindelse med stemmegivning, er økt jevnlig siden oppstart av intern stemmegivning i 2003. Tidligere utøvde de eksterne forvalterne stemmerett for de midlene som de forvaltet på vegne av fondet. Fra 1. januar 2005 overtok Aksjeavdelingen stemmegivningen for alle eksterne porteføljer for å sikre en mer konsis og konsistent stemmegivning. For 2005 har vi dekket de fleste selskaper i porteføljen, samtidig som fokus og ressursinnsats i større grad har blitt rettet mot kontroversielle saker, dvs. saker av sammensatt karakter som krever dypere analyse. Interne systemer og databaser med informasjon om saker som skal opp til behandling på generalforsamlinger, er utviklet.

### Bruk av eksterne kunnskapsdatabaser

Norges Bank benytter en global database fra eksternt leverandør med informasjon om enkeltselskaper som er relevant for utøvelse av eierrettigheter. Databasen er et godt hjelpemiddel for å analysere relevant risiko, samt at den gir fortløpende informasjon om endringer i det enkelte selskap. Norges Bank abonnerer også på

flere elektroniske nyhetsbrev for eierskapsutøvelse og virksomhetsstyring.

### Gruppesøksmål

Norges Bank har i 2005 inngått avtale med en eksternt leverandør som sørger for betimelig og korrekt informasjon om eksisterende og kommende gruppesøksmål ("class action suits"), samt sørger for at Norges Bank deltar passivt i gruppesøksmål der dette synes riktig. Gjennom denne tjenesten deltar Norges Bank i de søksmål der vi er kvalifisert som medlem av gruppen, men med en relativt avgrenset bruk av ressurser internt. Formålet med denne type gruppesøksmål er å gjenvinne verdier som er tapt gjennom bedrageri eller andre brudd på verdipapirlovgivning. Det har foreløpig ikke vært aktuelt å være hovedsaksøker i denne type søksmål.

### Opprettelse av egen gruppe for eierskapsutøvelse

En egen gruppe for eierskapsutøvelse (Corporate Governance Group) ble opprettet i september, og har for ettårsperioden fram til høsten 2006 som viktigste mål å utarbeide en 3-års strategi for eierskapsutøvelse. I tillegg skal gruppen løpende utøve stemmeretten, samt klargjøre og konkretisere de etiske og finansielle prinsippene som skal ligge til grunn for eierskapsutøvelsen.

### Deltagelse i nettverk og initiativer, samt kontakt med andre investorer

Tidlig i 2005 inviterte FNs generalsekretær, Kofi Annan, Norges Bank og en gruppe av andre store institusjonelle investorer til å delta i en prosess som skulle lede til utarbeidelse av prinsipper for ansvarlig investering. Utgangspunktet var en økende grad av konsensus i investeringsorganisasjoner om at miljømessige, sosiale og "corporate governance"-faktorer kan påvirke avkastningen til porteføljer, men at disse faktorene ikke er inkludert i investeringsprosesser og i eierskapsutøvelsen i tilstrekkelig grad. Norges Bank har deltatt i dette arbeidet sammen med representanter fra 20 internasjonale investeringsorganisa-

sjoner. Arbeidet har resultert i seks hovedprinsipper som investorer er invitert til å slutte seg til, og som hovedstyret i Norges Bank i november 2005 vedtok å støtte.

Norges Bank ble høsten 2005 medlem i det internasjonale investornettverket International Corporate Governance Network (ICGN). Nettverket ble dannet i 1995 og anses som det mest globale av denne type nettverk når det gjelder markedsdekning, medlemsbase og type saker som tas opp. Nettverket har mer enn 400 medlemmer fra over 30 land, og forvaltningsorganisasjonene blant medlemmene representerer midler under forvaltning for mer enn 10 000 milliarder amerikanske dollar. ICGN har som sitt primære formål (a) å være et internasjonalt investordrevet nettverk for utveksling av synspunkter og informasjon om eierskapsutøvelse og virksomhetsstyring, og (b) å bidra til utviklingen av solide standarder og praksiser verden over. ICGN vurderer ikke enkeltelskaper, men har en rekke fagkomiteer som behandler ulike prinsipielle temaer, og som uttaler seg på nettverkets vegne, både direkte og i forbindelse med høringsuttalelser.

Norges Bank har i løpet av året hatt uformell kontakt med mange andre av verdens store fond som det er naturlig å samarbeide med. Generelle forhold rundt eierskapsutøvelse har blitt diskutert, og Norges Bank har presentert sine prinsipper for eierskap. Eierskapsgruppen og dens medlemmer er ellers blitt invitert til å holde foredrag og bidra til diskusjoner om eierskapsutøvelse, herunder om forholdet mellom eierskap og etikk, både i Norge og i utlandet. Norges Banks arbeid med temaet synliggjøres dermed for mange interesserte parter. Gruppen har videre hatt samtaler med Norges Banks eksterne aksjeforvaltere for å diskutere deres synspunkter på eierskapsutøvelse.

### 5.3 Nærmere om stemmegivningen i 2005

Utgangspunktet for stemmegivningen er å sikre de langsiktige finansielle interessene til porteføljen. I samsvar med

Norges Banks prinsipper for eierskapsutøvelse har vi støttet saker som fremmer at:

- foretaket har en klart definert forretningsstrategi som er forankret i styret
- foretaket legger fram tilstrekkelig informasjon om sin økonomiske og finansielle stilling og andre relevante forhold
- det er etablert interne styrings- og kontrollsystemer som er tilpasset virksomheten
- foretakets styre ivaretar interessene til samtlige aksjonærer
- styret består av et tilstrekkelig antall styremedlemmer med relevante og tilstrekkelige kvalifikasjoner, hvor mer enn flertallet er uavhengige
- styret skal kunne stilles til ansvar for sine beslutninger

Stemmegivningen skjer over en webbasert stemmeplattform utviklet av det amerikanske selskapet Institutional Shareholder Services (ISS). Dette er verdens største selskap som spesialiserte seg på å gi investorer løpende informasjon om saker som skal opp til behandling på generalforsamlinger i et stort antall aksjeselskaper over hele verden. Norges Bank kjøper informasjon om de ulike sakene, analyser av forhold rundt det enkelte vedtaksforslag, samt tilgang til stemmeplattformen. Rapportering foregår over samme plattform.

#### Antall møter

Tabell 16 gir en oversikt over antall møter der Norges Bank har utøvd stemmeretten i 2005.

Norges Bank har i 2005 totalt stemt på

2 705 generalforsamlinger, noe som utgjør 78 prosent av de møtene som er holdt. I de europeiske landene (utenom Storbritannia) er stemmeandelen spesielt lav. Hovedårsaken er praksisen med å blokkere for salg av de aksjer man har stemt for, i perioden fra stemmegivning til generalforsamlingen finner sted. Blokkering av aksjer påvirker handlefriheten til den enkelte porteføljeforvalter, og det er derfor kun i spesielle tilfeller vi stemmer på generalforsamlingen til et selskap som vil blokkere sine aksjer. Stadig flere selskaper går bort fra praksisen med å blokkere aksjer, og vi forventer derfor at vi på sikt vil stemme på flere møter i denne regionen. Stemmeandelen har vært 89 prosent dersom vi holder disse landene utenfor.

Som vist i figur 10, har 30 prosent av møtene vi har stemt på, vært i selskaper i USA, 15 prosent i europeiske selskaper og 23 prosent i japanske selskaper:

#### Antall saker

Det er totalt stemt i 20 307 saker på de 2 705 generalforsamlingene vi har stemt på. Det kan enten stemmes for, imot eller avholdende i de enkelte sakene. Det må stemmes i alle saker på agendaen når vi først stemmer. Det er ledelsen i selskapene som fremmer de fleste sakene, men det er også mulig for aksjonærer å fremme forslag. Noe i overkant av 3 prosent av forslagene vi har stemt på, har vært slike aksjonærforslag. Aksjonærforslag er svært vanlige i USA, relativt vanlige i Japan, men mer sjeldne i Europa. Norges Bank har stemt imot 9 prosent av ledelsens forslag og har støttet

Tabell 16: Stemmegivning 2005/Antall møter

| Møter / Region            | Antall      | Stemt       | Stemt %     |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|
| USA                       | 801         | 798         | 100 %       |
| Amerika uten USA          | 407         | 315         | 77 %        |
| Storbritannia             | 326         | 309         | 95 %        |
| Europa uten Storbritannia | 568         | 137         | 24 %        |
| Japan                     | 628         | 619         | 99 %        |
| Asia/Oseania uten Japan   | 722         | 527         | 73 %        |
| <b>Totalt</b>             | <b>3452</b> | <b>2705</b> | <b>78 %</b> |

"Antall" er antall møter som har blitt holdt i løpet av året i selskapene som inngår i porteføljen.

"Stemt" angir antall møter der stemmeretten er utøvd.

Tabell 17: Stemmegivning 2005 / Mot ledelsens anbefaling

|                        | Totalt antall saker | Mot ledelsen |      | Mot ledelsen regionvis |        |              |
|------------------------|---------------------|--------------|------|------------------------|--------|--------------|
|                        |                     |              |      | Amerika                | Europa | Asia/Oseania |
| Rutine/virksomhet      | 4 686               | 200          | 4 %  | 71                     | 23     | 106          |
| Styrerelatert          | 9 907               | 749          | 8 %  | 515                    | 56     | 178          |
| Avlønning              | 2 290               | 535          | 23 % | 100                    | 42     | 393          |
| Kapitalisering         | 1 946               | 222          | 11 % | 36                     | 31     | 155          |
| Reorganisering         | 741                 | 98           | 13 % | 9                      | 4      | 85           |
| Mekanismer mot oppkjøp | 77                  | 11           | 14 % | 10                     | 0      | 1            |
| Totalt                 | 19 647              | 1 815        | 9 %  | 741                    | 156    | 918          |

41 prosent av aksjonærforslagene.

De ulike sakene som er oppe til avstemning på generalforsamling, kan deles i syv kategorier, som vist i figur 11.

Nærmere 50 prosent av sakene er i kategorien *Styrerelatert* og knyttet til valg av styremedlemmer og styrets struktur. 23 prosent av sakene som er av mer rutinemessig karakter, er samlet i kategorien *Rutine/Virksomhet* og inkluderer blant annet vedtektsendringer, godkjenning av regnskap, årsrapport og utbytte, samt ratifisering av revisorer og deres honorarer. 11 prosent av sakene er knyttet til bonuser og avlønningsplaner i form av egenkapitalinstrumenter, og disse er samlet i kategorien *Avlønning*. 10 prosent av forslagene er inkludert i *Kapitalisering*, mens 4 prosent er i kategorien *Reorganisering*, som blant annet inneholder forslag om generalforsamlingens godkjenning av oppkjøp og sammenslåinger. 3 prosent er aksjonærforslag, og til sist er under én prosent i kategorien *Mekanismer mot oppkjøp*, som er saker knyttet til ulike type hindre et selskap kan innføre for å gjøre det vanskeligere for et annet selskap å kjøpe det opp.

### Stemmegivning imot ledelsens anbefaling

Norges Bank har i 2005 totalt stemt imot ledelsen anbefaling i 1 815 saker. Norges Bank har støttet 91 prosent av ledelsens forslag, noe som er naturlig fordi Norges Bank i de fleste tilfeller har tiltro til måten selskapet ledes på.

51 prosent av tilfellene der vi har stemt imot ledelsen, har vært i selskaper i regionen Asia/Oseania, i overkant av 40 prosent i regionen Amerika og de resterende 9 prosent av tilfellene i Europa. I Amerika stemte vi imot 8 prosent av ledelsens forslag, i Europa 3 prosent og i Asia/Oseania 14 prosent.

Norges Bank har stemt imot ledelsens anbefaling blant annet i følgende type saker:

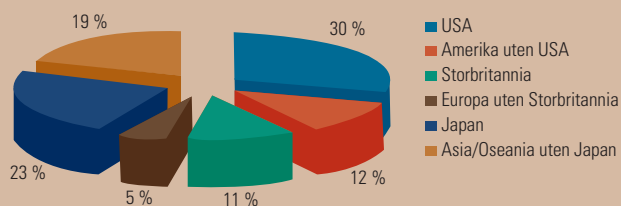
#### Rutine/Virksomhet

Det er i en rekke tilfeller stemt imot forslag til revisor på grunn av sterke interessekonflikter og mangel på uavhengighet. Dette gjelder spesielt i Japan. Det er stemt imot forslag i USA om å fjerne aksjonærs mulighet til å sentrere alle sine stemmer om én styrekandidat (kumulativ stemmegivning).

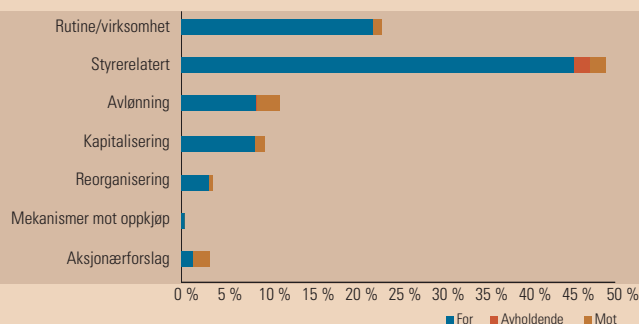
#### Styrerelatert

I en rekke amerikanske og asiatiske selskaper har Norges Bank stemt avholdende eller imot forslag til valg av styremedlemmer fremmet av ledelsen på grunn av mangel på majoritet av uavhengige styremedlemmer, og fordi styremedlemmer som ikke er uavhengige av selskapet, sitter i viktige styrekomiteer (nominasjon, avlønning og revisjon). I amerikanske selskaper kan man enten støtte kandidaten som et fremmet av ledelsen, eller stemme avholdende. Dette betyr at en kandidat kan bli valgt med kun én stemmes støtte, og aksjonærer har liten reell innflytelse på styrevalg.

I mange amerikanske selskaper har Norges Bank stemt imot gjenvalg av styreformann når vedkommende også er administrerende direktør i selskapet. Det er stemt imot styremedlemmer som har sittet i styrekomité for avlønning der administrerende direktør i selskapet har fått en formidabel lønnsøkning samtidig som selskapet, på både kort og lang sikt, har vist dårlige resultater. Det er også stemt imot gjenvalg av styremedlemmer som, uten at dette er begrunnet, ikke har



Figur 10: Stemmegivning 2005 / Regionfordeling 2005



Figur 11: Stemmegivning 2005 / Type saker

deltatt tilstrekkelig i styrets arbeid. I noen tilfeller er det stemt imot gjenvalg av amerikanske styremedlemmer fordi disse i flere år har neglisjert aksjonærforslag om å fjerne såkalte "poison pills" (en utbredt mekanisme mot oppkjøp, se nedenfor samt temaartikkelen om aksjonærrettigheter) eller om å innføre årlige valg av alle styrekandidater. Forslagene det her er snakk om, har vært fremmet flere år på rad og fått støtte av en majoritet av generalforsamlingen.

#### *Avlønning*

De fleste av sakene knyttet til avlønning der banken har stemt imot styrets forslag, er knyttet til opsjonsplaner. Banken stemte blant annet imot opsjonsplaner som ikke var knyttet til resultatoppgjør, eller som førte til relativt stor utvanning av eierandeler for eksisterende eiere, samt pensjonsbonuser for styremedlemmer og revisorer. Det ble også stemt imot avlønningsplaner der informasjonsgrunnlaget var mangelfullt.

#### *Kapitalisering*

Det er stemt imot forslag til aksjeutvidelse som vil vanne ut eksisterende aksjonærs eierandeler vesentlig. I europeiske selskaper ble det stemt imot forslag om tilbakekjøp av aksjer der tilbudet bare gikk til en del av aksjonærene. Tilsvarende har vi på generalforsamlingene til mange Hong Kong-selskaper stemt imot aksjeutvidelse der tilbudet ble gitt til en liten gruppe aksjonærer til en svært gunstig pris. Banken støttet heller ikke forslag på en rekke franske generalforsamlinger om utstedelse av rettigheter som bare gikk til aksjonærer som hadde eid aksjene i mer enn 2 år. I japanske selskaper ble det stemt imot forslag om utbyttebetaling som ble ansett som for lav i forhold til inntjening. Det er også stemt imot aksjeutvidelse der aksjonærene ikke har fått tilstrekkelig informasjon.

#### *Reorganisering*

I flere brasilianske selskaper er det stemt imot forslag om oppkjøp der aksjonærene har fått mangelfull informasjon. I et europeisk selskap er det stemt imot

På [www.nbim.no](http://www.nbim.no) er det under overskriften Corporate Governance samlet retningslinjer og artikler om eierskapsutøvelse. I forbindelse med lanseringen av denne årsrapporten legges dessuten professor Espen Eckbos historiske introduksjonsartikkel "Corporate Governance – i et nøtteskall" ut på våre Internett-sider. Disse sidene vil i tiden fremover jevnlig bli oppdatert med artikler og bakgrunnsstoff om corporate governance.

forslag om å fjerne den obligatoriske tilbudsplikten som inntreffer dersom en investor kjøper opp mer enn en tredjedel eller halvparten av et selskap. Tilbudsplikten skal beskytte minoritetsaksjonærer som i selskaper med en dominerende eier har liten påvirkning på hvordan selskapet styres, samt sikre at minoritetsaksjonærene blir tilbudt en tilstrekkelig pris for sine aksjer. I flere koreanske selskaper er det stemt imot ekspansjon av selskapets aktiviteter på grunn av for liten og mangelfull informasjon.

#### *Mekanismer mot oppkjøp*

Norges Bank har stemt imot forslag om å endre selskapsvedtektene fra årlige valg av alle styremedlemmer. Vi har også stemt imot forslag om å gi styret en blankofullmakt til å utstede aksjer ved potensielle oppkjøpstilbud, såkalte "poison pills", som gjør det mindre attraktivt å kjøpe opp et selskap. Mange slike forslag er fremmet på generalforsamlinger i japanske selskaper som en følge av endring i japansk lovgivning der oppkjøp i form av aksjebytte nå tillates. Utenlandske oppkjøp av japanske selskaper har tidligere ikke vært vanlig som følge av at dette har måttet skje i form av kontanter, men med den nye lovgivningen er det grunn til å vente en økning i oppkjøp fra utenlandske selskaper.

#### **Aksjonærforslag**

Aksjonærforslagene er normalt ikke støttet av ledelsen. En stemme for et slikt forslag er derfor ofte en stemme mot ledelsen. I 2005 sto aksjonærforslag for i overkant av 3 prosent av sakene Norges Bank stemte på. Slike forslag er vanligst i USA, de opptre noe sjeldnere i Japan, og enda sjeldnere i Europa. Norges Bank har støttet 41 prosent av aksjonærforslagene på de generalforsamlingene det er stemt på.

Aksjonærforslagene er en uensartet gruppe. Det ene ytterpunktet dannes av store institusjonelle investorer som pensjonsfond, og som opptre og stemmer basert på etablerte prinsipper for sitt eierskap. Det andre ytterpunktet er enkeltpersoner med få aksjer, og som kanskje kan ha helt spesielle egne interesser bak sine initiativer.

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

Norges Bank har blant annet stemt for aksjonærforslag som krever:

- lik stemmerett for alle aksjer
- at styreleder ikke kan være samme person som administrerende direktør
- at generalforsamlingen må godkjenne eventuelle mekanismer mot oppkjøp og avgangsbonuser utover det vanlige
- at aksjonærer kan fremme styrekandidater under gitte forutsetninger
- at opsjoner må kostnadsføres
- at tildeling av opsjoner skal være resultatavhengige
- at det må være majoritet av uavhengige styremedlemmer

- at alle styremedlemmer må være på årlig gjenvalg
- at avlønning til toppledelsen skal offentliggjøres i årsrapporteringen
- at flere selskaper med virksomhet i land der menneskerettigheter tradisjonelt ikke er respektert, og der selskapene historisk ikke har offentliggjort tilstrekkelige detaljer om sin policy knyttet til menneskerettigheter, utarbeider etiske retningslinjer knyttet til menneskerettigheter og rapporterer om etterlevelsen av disse
- at det rapporteres om selskapets innvirkning på økonomi, samfunn og miljø ("triple-bottom-line") for flere

store matvarekjeder

- at det rapporteres om selskapets retningslinjer for like rettigheter for arbeidstagere
- at det rapporteres om etterlevelse av Kyoto-avtalen i en rekke store globale oljeselskaper

## 6. Risiko

Det er en rekke usikkerhetsfaktorer knyttet til å forvalte betydelige midler i de internasjonale kapitalmarkeder. Kapitalforvaltning dreier seg i stor grad om å forvalte denne risikoen. Norges Bank legger derfor betydelig vekt på måling og styring av alle risikofaktorer. En del av risikoen skyldes bevisste investeringsvalg og er ønskelig. Andre deler av risikoen skal holdes lavest mulig gitt de rammebetingelser som følger av å være en investor i de internasjonale kapitalmarkeder. Dette gjelder særlig den delen av risikoen som betegnes operasjonell risiko.

Investeringer i internasjonale verdipapirmarkeder medfører betydelig markedsrisiko og relativ høy sannsynlighet for store variasjoner i de årlige resultater. For Statens pensjonsfond – Utland er nivået på markedsrisikoen hovedsaklig bestemt av referanseporteføljens sammensetning. De viktigste elementene i markedsrisikoen er andel av aksjer i porteføljen, svingninger i aksjekurser, valutakurser og rentenivå, samt kredittrisikoen i renteporteføljen.

I tillegg til det absolutte nivå på markedsrisikoen, som bestemmes av investeringsstrategien slik den er uttrykt

gjennom referanseporteføljen, søker Norges Bank gjennom sin aktive forvaltning å oppnå meravkastning. Den aktive forvaltningen i Norges Bank fører kun til en begrenset økning i fondets markedsrisiko. Markedsrisiko må sees i sammenheng med forventet avkastning, og en økning i markedsrisikoen innebærer en forventning om høyere avkastning.

I tillegg til markedsrisiko i forvaltningen av fondet, står Norges Bank overfor en rekke risikofaktorer av mer operasjonell karakter. Dette er risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil, eller andre tap som skyldes eksterne forhold og ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Operasjonell risiko bidrar ikke til økt forventet avkastning på fondet, og det er derfor en målsetting å holde denne lavest mulig.

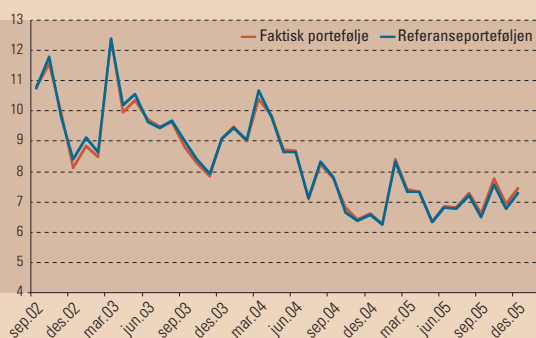
### 6.1 Markedsrisiko

Svært mye av markedsrisikoen i fondet er bestemt av markedsrisikoen til referanseporteføljen. I tillegg tar Norges Bank noe risiko gjennom sin aktive forvaltning. Norges Bank måler både

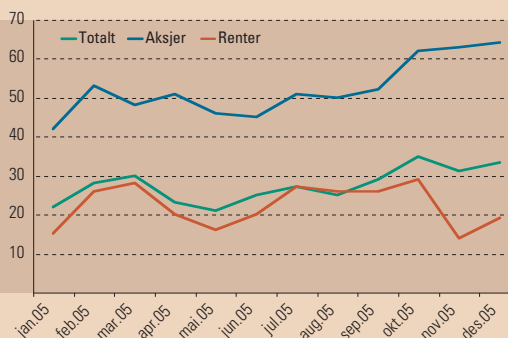
absolutt og relativ markedsrisiko i fondet. For absolutt risiko benyttes standardavviket til avkastningen, og for relativ risiko benyttes standardavviket til forskjellen på avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Standardavviket er et begrep fra statistikken, som sier noe om hvor store variasjoner en kan vente i avkastningen i normale perioder. Dette er det vanligste målet på risiko i porteføljer.

Figur 12 viser utviklingen fondets absolutte markedsrisiko de siste tre årene, målt som forventet volatilitet i avkastningen. Nivået svinger med volatiliteten i markedene, men det er gjennom hele perioden liten forskjell på risikoen i den faktiske porteføljen og i referanseporteføljen. Ved utgangen av 2005 hadde den faktiske porteføljen en absolutt markedsrisiko målt i norske kroner på 7,4 prosent, som er liten oppgang i løpet av året.

Ved utgangen av året var verdien av den faktiske porteføljen 1 399 milliarder kroner. Gitt anslaget på absolutt volatilitet ved årsskiftet, kan en regne med at avkastningen i to av tre år blir enten 7,4 prosentpoeng høyere eller 7,4 prosentpoeng lavere enn den forventede



Figur 12: Absolutt markedsrisiko. Månedsslutt. Prosent



Figur 13: Forventet relativ volatilitet ved hver månedsslutt i 2005. Basispunkter

markedsverdi. Omregnet i kronebeløp, forutsatt ingen tilførsler og inkludert forventet historisk avkastning, innebærer dette at fondets verdi om ett år med 68 prosent sannsynlighet vil ligge i intervallet fra 1 380 milliarder kroner til 1600 milliarder kroner, om man legger til grunn en forventet nominell avkastning på 6,5 prosent.

Den absolutte markedsrisikoen er i hovedsak bestemt av fondets referanseportefølje. Finansdepartementet har i tillegg satt en grense for forventet relativ volatilitet i forvaltningen, som legger en begrensning på hvor forskjellig fondet kan være fra referanseporteføljen. Denne forventede relative volatiliteten skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter), se rammen. Figur 13 viser at den forventede relative volatiliteten i 2005 har vært forholdsvis stabil både for totalporteføljen, og for rente- og aksjeporteføljen hver for seg. Ved utgangen av 2005 var den 0,33 prosent for

### Forventet relativ volatilitet

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

**Tabell 18: Porteføljen av rentebærende verdipapirer pr. 31.12.2005 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)**

| Moody's             |                  | Standard & Poor's   |                  |
|---------------------|------------------|---------------------|------------------|
| Karakter            | Prosent av total | Karakter            | Prosent av total |
| Aaa                 | 45,91            | AAA                 | 43,18            |
| Aa                  | 18,17            | AA                  | 24,92            |
| A                   | 23,68            | A                   | 15,05            |
| Baa                 | 7,09             | BBB                 | 8,09             |
| Ba                  | 0,28             | BB                  | 0,41             |
| Lavere              | 0,01             | Lavere              | 0,03             |
| Ingen vurdering (*) | 4,86             | Ingen vurdering (*) | 8,32             |

\* Hvis et verdipapir har karakteren "ingen vurdering" fra Moody's, har det en godkjent vurdering fra ett av de to andre byråene (S&P eller Fitch).

totalporteføljen.

### 6.2 Kreditt risiko

I fondet oppstår kreditt risiko dels i renteporteføljen som følge av Finansdepartementets valg av investeringsstrategi og dels gjennom Norges Banks aktive forvaltning (kredittporteføljeforvaltning). Videre har Norges Bank både i aksje- og renteporteføljen en risiko overfor motparter i gjennomføring av transaksjoner, risiko overfor de institusjoner der verdipapirene deponeres, og risiko overfor internasjonale oppgjør- og depotsystemer (operasjonell kreditt risiko).

Finansdepartementet har fastsatt retningslinjer for kreditt risikoen i rentebærende verdipapirer, usikrede bankinnskudd og for motparter i handler med ikke-børsnoterte derivathandler (terminkontrakter, opsjoner, bytteavtaler, mv.). Disse retningslinjene forutsetter at kredittvurderingen skal være basert på vurderinger fra minst ett av de tre internasjonale kredittvurderingsbyråer Fitch, Moody's eller Standard & Poor's (S&P).

Finansdepartementet har bestemt at ingen rentebærende verdipapirer skal ha lavere vurdering enn høyeste gruppe kredittvurdering ("investment grade"), dvs. minimum BBB fra Fitch, Baa fra Moody's, eller BBB fra S&P. Likevel kan inntil 0,5 prosent av rentepapirporteføljen være investert i papirer som har vurdering Ba/BB/BB fra ett av de tre byråene. Tabell 18 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (rentepapirporteføljen eksklusive kontanter mv.) basert

på kredittvurderingene til Moody's og S&P. Alle rentebærende verdipapirer er kredittvurdert av minst ett av byråene.

Rentepapirporteføljen består foruten langsiktige rentepapirer også av rentebærende instrumenter med kortere løpetid. Alle disse har høyeste kredittvurdering P-1 fra Moody's og A-1 fra S&P.

I tillegg inneholder både aksje- og renteporteføljen investeringer i usikrede bankinnskudd og ikke-børsnoterte derivater. Finansdepartementet har bestemt at ingen motparter i slike handler kan ha lavere kredittvurdering enn AA-/Aa3/AA- fra Fitch, Moody's eller S&P.

### 6.3 Operasjonell risiko

Markedsrisiko og kredittporteføljeforvaltning er viktige elementer ved fastsettelse av investeringsstrategien og i aktiv forvaltning. Siktemålet er å oppnå høyest mulig risikojustert avkastning og ikke nødvendigvis lavest mulig risiko. Den operasjonelle risikoen er på den annen side en iboende risiko der siktemålet er lavest mulig risiko gitt de rammebetingelser som følger av å være en internasjonal kapitalforvalter. Til forskjell fra markeds- og kredittporteføljeforvaltningen er det ikke like lett å måle den operasjonelle risikoen kvantitativt.

Den operasjonelle risikoen kan ikke isoleres fra markeds- og kredittporteføljeforvaltningen, men den er mer omfattende og går på tvers av hele organisasjonen. Viktige elementer i den operasjonelle risikoen kommer fra valg av motparter til gjennomføring av transaksjoner og fra

oppgjør og deponering av verdipapirer i internasjonale oppgjørssentraler. Norges Bank har iverksatt tiltak som skal sikre at denne risikoen er lavest mulig. Slike tiltak inkluderer bl.a. rutiner for godkjenning av sentrale motparter, inklusive kredittvurdering, samt juridisk kvalitets-sikring av alle avtaler.

Videre knyttes operasjonell risiko til identifisering og vurderinger i forbindelse med valg av IT-systemer, inngåelse av rammeavtaler med tjenesteleverandører, organisering av virksomheten, tap av nøkkelpersoner, gjennomgang og vedlikehold av beredskapsplaner mv.

Norges Bank legger stor vekt på å styre den operasjonelle risikoen. Denne styringen sees i sammenheng med bankens prinsipper og retningslinjer for virksomhetens interne kontroll. Banken har vedtatt at Kredittsynets forskrift om internkontroll i finansinstitusjoner skal følges, og dette er tilpasset bankens styringssystem. Intern kontroll er et samlebegrep for alle de tiltak, ordninger og systemer mv som iverksettes, for å gi rimelig sikkerhet for at fastsatte mål på alle nivåer i virksomheten nås. Viktige elementer i Norges Banks internkontroll er årlig risikoanalyse for å identifisere vesentlige risikoer ved virksomheten, iverksetting av nødvendige tiltak, vurdering av kontrollmiljøet (dvs. kultur og holdninger), samt rapportering og oppfølging.

## Kredittvurderingsbyråene

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

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

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

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

## 6.4 Retningslinjer for forvaltningen

Finansdepartementet har fastsatt en rekke retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Tabell 19 gir en oversikt over de grenser for risiko og eksponering som er satt i forskriften for forvaltningen av fondet. Tabellen viser at forvaltningen ved utgangen av hvert kvartal har vært innenfor de fastsatte rammer.

I 2005 var det ingen vesentlige brudd på de retningslinjene som Finansdepartementet har fastsatt. Til sammen var det tre mindre brudd, hvorav ett i fjerde kvartal. Dette bruddet gjaldt en ekstern forvalter som investerte i en kredittbytteavtale der den underliggende sikkerhet var et norsk selskap. Investeringen var beskjeden og posisjonen er avviklet.

**Tabell 19: Forskriftens grenser for risiko og eksponering**

| Paragraf | Risiko                  | Grenser                                        | Faktisk      |              |              |              |              |
|----------|-------------------------|------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|          |                         |                                                | 31.12.2004   | 31.03.2005   | 30.06.2005   | 30.09.2005   | 31.12.2005   |
| § 4      | Markedsrisiko           | Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet | 0,19         | 0,30         | 0,25         | 0,29         | 0,33         |
| § 5      | Aktivafordeling         | Renter 50-70%<br>Aksjer 30-50%                 | 59,0<br>41,0 | 60,1<br>39,9 | 60,1<br>39,9 | 59,2<br>40,8 | 58,4<br>41,6 |
| § 6      | Markedsfordeling aksjer | Europa 40-60%                                  | 49,0         | 49,4         | 47,7         | 47,7         | 47,3         |
|          |                         | Amerika/Afrika/Asia/Oseania 40-60 %            | 51,0         | 50,6         | 52,3         | 52,3         | 52,7         |
|          | Nye markeder            | < 5% av aksjeporteføljen                       | 3,0          | 3,3          | 3,6          | 3,8          | 4,0          |
|          | Valutafordeling renter  | Europa 45-65%                                  | 56,0         | 54,4         | 54,7         | 54,5         | 55,1         |
|          |                         | Amerika 25-45%                                 | 34,2         | 35,7         | 35,1         | 35,3         | 34,8         |
|          |                         | Asia/Oseania 0-20%                             | 9,8          | 9,9          | 10,2         | 10,2         | 10,1         |
| § 7      | Renterisiko             | Modifisert durasjon 3-7                        | 5,6          | 5,7          | 6,0          | 6,1          | 6,2          |
| § 11     | Eierandel               | Maks 3% av et selskap                          | 2,7          | 2,6          | 3,0          | 3,0          | 2,8          |

I tillegg til ordinære bankinnskudd er reinvestert kontantsikkerhet fra utlån av verdipapirer inkludert i tabellen.

## 7. Organisering av forvaltningen

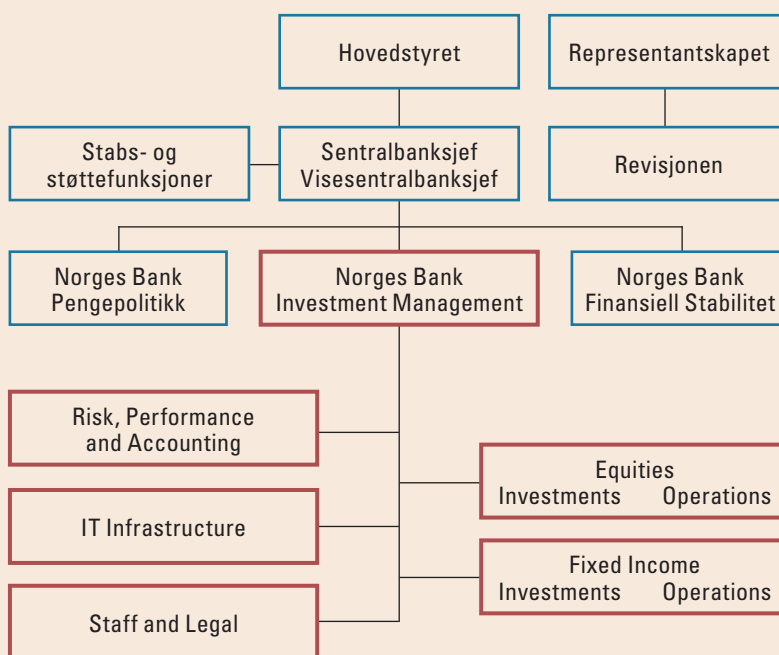
Forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland utføres i Norges Bank Investment Management (NBIM), som er et eget virksomhetsområde i Norges Bank. I tillegg til dette fondet forvalter NBIM Statens petroleumsforsikringsfond på oppdrag fra Olje- og energidepartementet, og det meste av Norges Banks valutareserver. Samlet kapital under forvaltning var ved utgangen av 2005 på 1 649 milliarder kroner.

Hovedstyret har det overordnede ansvaret for virksomheten i Norges Bank. Det består av syv medlemmer, alle oppnevnt av Kongen. Representantskapet, som består av femten medlemmer oppnevnt av Stortinget, er bankens tilsynsorgan og vedtar bankens budsjett. Norges Banks revisjon rapporterer til representantskapet og utfører den løpende revisjonen av kapitalforvaltningen. Riksrevisjonen har ansvaret for den overordnede revisjonen av Statens pensjonsfond og bygger sitt arbeid på blant annet materialet fra Norges Banks revisjon.

Hovedstyret fastsetter hovedrammer for virksomheten i NBIM gjennom beslutninger om virksomhetens strategiplaner. Strategiplanen er treårig, og revideres hvert annet år. Hovedmålene for perioden 2005-2007 er å oppnå en årlig meravkastning på minst 0,25 prosentpoeng ved aktiv forvaltning og å sikre høy tillit til forvaltningen hos kunder og i allmennheten. Bak målene for virksomheten ligger en erkjennelse av at Norges Bank forvalter betydelige midler for det norske samfunn, noe som også fremgår av virksomhetens forretningsmessige fundament, visjon, mål og verdier (se egen ramme).

NBIM følger en definert investeringsfilosofi for å nå målene om meravkastning. Investeringsfilosofien er basert på at meravkastningen skal oppnås ved et stort antall enkeltbeslutninger som er mest mulig innbyrdes uavhengige, fremfor store strategiske enkeltbeslutninger. Ansvaret for å fatte beslutninger er delegert til enkeltpersoner i form av konkrete investeringsmandater og til eksterne forvaltningsorganisasjoner. Også

### Organisasjonskart Norges Bank 1. januar 2006



### Forretningsmessig fundament, visjon, mål og kjerneverdier

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

*Bevare og utvikle finansielle verdier på vegne av fremtidige generasjoner*

Denne forretningsidéen er understøttet av **visjonen** om at:

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

Som **hovedmålsetting** har NBIM å:

*Skape store merverdier ved aktiv forvaltning av statens og Norges Banks finansformue i utlandet*

Denne hovedmålsettingen er konkretisert ved følgende mål:

- Årlig meravkastning på minst 0,25 prosentpoeng ved aktiv forvaltning
- Sikre høy tillit til forvaltningen hos kunder og i allmennheten

Det er utviklet et sett av **kjerneverdier** for å støtte opp under måloppnåelsen. Disse verdier gir retningen for virksomheten og kulturen, og etterlevelsen følges opp blant annet ved evalueringen av medarbeidere og ledere. Kjerneverdiene er konkretisert under overskriftene: Profesjonalitet (*Excellence*), Innovasjon (*Innovation*), Integritet (*Integrity*) og Lagånd (*Team spirit*).

for de eksterne forvaltningsoppdragene er det definert klare mål og avgrensninger. Investeringsfilosofien er beskrevet nærmere i temartikler i årsberetningene for 2003 og 1999.

Det er også et hovedmål i forvaltningen å sørge for at fondets eksisterende og nye midler investeres kostnadseffektivt i alle markeder som er tillatt for investeringer. NBIM skal sikre langsiktige finansielle verdier ved aktiv utøvelse av eierskap, jf. kapittel 5 og to temartikler i denne årsberetningen. Forvaltningen skal drives betryggende med stor vekt på gode rutiner for intern kontroll og uten vesentlige brudd på oppdragsgivernes retningslinjer. Organisasjonen skal drives kostnadseffektivt og lønnsomt. Lederressursene skal innrettes mot kjerneaktiviteter, og kjøp av eksterne tjenesteleveranser skal vurderes for alle andre aktiviteter. En egen ramme i dette kapittelet viser en detaljert oversikt over kjøp av eksterne tjenester.

NBIM er organisert ved egne forretningsområder for henholdsvis aksje- og renteforvaltning. Lederne for aksje- og renteforvaltningen har innenfor sin del av forvaltningen ansvar for alle porteføljeinvesteringer og resultater, strategisk planlegging og kostnadsstyring. I hvert av forretningsområdene er det en Chief Operating Officer med ansvar for støttefunksjoner, transaksjonsgjennomføring og IT-systemer. Disse rapporterer både til de respektive lederne for forretningsområdene, og til lederen for NBIM. I tillegg er tre avdelinger organisasjonsmessig utenfor og uavhengig av forretningsområdene med direkte rapportering til leder av NBIM. Disse avdelingene har ansvar for risikomåling, avkastningsmåling, regnskapsføring, kontroll med investeringsretningslinjer, forhandling av juridiske avtaler, personalpolitikk, IT-policy og administrative fellesfunksjoner.

Ved utgangen av 2005 hadde NBIM i alt 128 fast ansatte og 11 heltids engasjementer. Medarbeiderne er fra 12 nasjoner. I løpet av året ble det ansatt 19 nye faste medarbeidere, mens ni sluttet. Av de fast ansatte er 34 kvinner. 108

## Kjøp av eksterne tjenester

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

### *Eksterne forvaltere*

Bruk av eksterne forvaltere er et viktig ledd investeringsstrategien. Kapittel 3 inneholder en oversikt over eksterne renteforvaltere og kapittel 4 inneholder en oversikt over eksterne aksjeforvaltere.

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

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

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

### *Transaksjonsoppgjør med motparter*

For de internt forvaltede aksje- og renteporteføljer kjøpes oppgjørstjenester fra Investors Bank and Trust (Boston, USA).

### *Avkastningsmåling*

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

### *Regnskapsføring*

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

### *Referanseporteføljer*

Fondets referanseporteføljer leveres av:

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

### *Stemmegivning*

Norges Bank fatter selv beslutninger om stemmegivning. Fra Institutional Shareholder Services (Washington, USA) kjøpes informasjon om saker som skal behandles på aksjeselskapenes generalforsamlinger.

### *Markedsrisiko*

Markedsrisikoen i aksje- og renteporteføljene måles ved å benytte risikomodellen RiskManager fra leverandøren RiskMetrics Group (New York, USA).

### *Kredittvurdering*

Kredittvurdering av fondets renteportefølje og usikret motpartseksponering er basert på leveranser fra:

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

### *Kontroll med retningslinjer for investeringer*

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

ansatte har høyere akademisk utdanning. Gjennomsnittsalderen ved årsskiftet 2005/2006 var 39 år, og gjennomsnittlig ansettesperiode i NBIM var fem år. Sykefraværet i 2005 var 2,5 prosent.

De fleste medarbeidere er lokalisert i Oslo, men NBIM har også kontorer i New York og London. Ved utgangen av 2005 var 34 av NBIMs medarbeidere tilknyttet utekontorene. De fleste av disse utøver aktiv forvaltning av aksje- og renteinstrumenter.

Norges Bank legger til grunn at opp-

gaven med å forvalte Statens pensjonsfond – Utland krever aktiv bruk av lønns- og personalpolitiske virkemidler. Arbeidsmarkedet for personer med erfaring fra finans- og kapitalforvaltning er preget av et høyt lønnsnivå, med innslag av variabel resultatlønn kombinert med ekstraordinære krav til fokusert arbeidsinnsats. Hvorvidt banken lykkes med å oppnå gode resultater i forvaltningen, vil ha nær sammenheng med bankens evne til å rekruttere, utvikle og beholde høyt kvalifiserte personer. For 64 med-

arbeidere med resultatansvar for investeringsbeslutninger, er deler av lønnen avhengig av oppnådde resultater i forvaltningen. Kriteriene er i hovedsak knyttet til oppnådd netto meravkastning over det siste året brutt ned på enkeltpersoner og grupper. For noen medarbeidere opparbeides i tillegg prestasjonsbasert lønn basert på oppnådde resultater over flere år.

Lederen for NBIM fikk utbetalt en lønn på 2.310.045 kroner.

## 8. Kostnader i forvaltningen

Kostnader ved forvaltningen av fondet i 2005 fremgår av tabell 20. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjør- og depotinstitusjoner faktureres separat for hvert av de fondene Norges Bank forvalter. De øvrige driftskostnadene er felles for alle de fond som forvaltes av NBIM (jf. kapittel 7). Felleskostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av en fordelingsnøkkel. Felleskostnadene omfatter i tillegg til NBIMs direkte kostnader, også kostnader for støttefunksjoner utført av andre deler av Norges

Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjene som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Statens pensjonsfond - Utland. For 2005 skal godtgjøringen dekke de faktiske kostnadene banken har, forutsatt at disse kostnadene er lavere enn et tak på 0,10 prosent (eller 10 basispunkter) av den

gjennomsnittlige markedsverdien av fondet. I tillegg dekkes honorarer til eksterne forvaltere som følge av oppnådd meravkastning. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere, etter prinsipper som er godkjent av Finansdepartementet.

De samlede forvaltningskostnadene i 2005 var 1 239 millioner kroner. I forhold til gjennomsnittlig portefølje under forvaltning, var dette en liten økning fra 2004. Sett bort fra avkastningsavhengige

**Tabell 20: Forvaltningskostnader i 2005 (i 1000 kroner og i basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)**

|                                                                             | 2005             |              | 2004           |              |
|-----------------------------------------------------------------------------|------------------|--------------|----------------|--------------|
|                                                                             | 1000 kroner      | Basispunkter | 1000 kroner    | Basispunkter |
| Interne kostnader i aksjeforvaltningen                                      | 169 438          |              | 135 588        |              |
| Kostnader til aksjededot og oppgjør                                         | 54 629           |              | 49 203         |              |
| <b>Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen</b>                   | <b>224 067</b>   | <b>7,8</b>   | <b>184 791</b> | <b>7,9</b>   |
| Interne kostnader i renteforvaltningen                                      | 165 243          |              | 155 949        |              |
| Kostnader til rentededot og oppgjør                                         | 57 729           |              | 32 161         |              |
| <b>Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen</b>                   | <b>222 973</b>   | <b>3,6</b>   | <b>188 110</b> | <b>3,7</b>   |
| Minimumshonorarer til eksterne forvaltere                                   | 360 509          |              | 275 084        |              |
| Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere                      | 320 182          |              | 246 661        |              |
| Andre kostnader ved ekstern forvaltning                                     | 110 951          |              | 89 491         |              |
| <b>Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen</b>                       | <b>791 642</b>   | <b>31,1</b>  | <b>611 236</b> | <b>29,4</b>  |
| <b>Sum alle forvaltningskostnader</b>                                       | <b>1 238 681</b> | <b>10,6</b>  | <b>984 136</b> | <b>10,5</b>  |
| <b>Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b> | <b>918 499</b>   | <b>7,8</b>   | <b>737 475</b> | <b>7,9</b>   |

## Kostnadssammenligninger med andre fond

Finansdepartementet har bedt Norges Bank levere kostnadstall til det canadiske konsulentfirmaet Cost Effectiveness Measurement Inc. (CEM). CEM har en database med kostnadstall for kapitalforvaltningen i over 230 pensjonsfond. Fra denne databasen velger CEM ut en sammenligningsgruppe som består av verdens største pensjonsfond. Kostnadene i denne sammenligningsgruppen på 17 pensjonsfond brukes som grunnlag for å vurdere kostnadene ved forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.

Den siste analysen Finansdepartementet har mottatt fra CEM, gjelder forvaltningen i 2004. Den viser at Norges Banks forvaltningskostnader var lavere enn gjennomsnittskostnadene i sammenligningsgruppen, etter at det var tatt hensyn til ulikhetene i sammensetningen av porteføljer.

honorarer til eksterne forvaltere var Norges Banks forvaltningskostnader 918,5 millioner kroner i 2005. Dette var en økning med 24 prosent fra 2004. Gjennomsnittlig størrelse på fondet økte med 25 prosent, slik at kostnadene målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje falt fra 7,9 basispunkter i 2004 til 7,8 basispunkter i 2005.

Kostnadene kan fordeles på intern og

ekstern forvaltning ved hjelp av fordelingsnøkler for de interne kostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 64 prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 20 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i intern forvaltning var om lag 0,05 prosentpoeng, mot 0,31 prosentpoeng for eksternforvaltningen. At indeksforvaltningen i hovedsak er gjort

internt, er bare en del av forklaringen. Ved sammenlignbar aktiv forvaltning er også intern forvaltning billigst.

Regnskapsførte avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere økte med 30 prosent fra 2004 til 320,2 millioner kroner i 2005. Regnskapet viser de kostnader som faktisk er påløpt i 2005. De fleste honorarsatsene til eksterne forvaltere er basert på gjennomsnittlig meravkastning oppnådd over flere år, slik at det ikke er direkte sammenheng mellom regnskapsførte kostnader og oppnådd meravkastning i ett enkelt år. Samlet meravkastning i ekstern aksjeforvaltning i 2005 (jf. omtale i kapittel 4) var svært høy sammenlignet med 2004. Selv med eventuell lavere samlet meravkastning i senere år, vil derfor ikke nødvendigvis regnskapsførte avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere gå ned.

## 9. Regnskapsrapportering

Innestående på Statens pensjonsfond – Utlands kronekonto ved utgangen av 2005 utgjør samlet 1 397 896 millioner kroner. Da er det tatt hensyn til regnskapsmessig avkastning og påløpt forvaltningsgodtgjøring for året 2005. Fondets internasjonale portefølje fordeler seg på instrumenter som vist i tabell 21. Regnskapet er gjort opp med markedsverdivurdering av verdipapirene. Markedsverdiene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedsкурser som ble fastsatt av WM Reuters klokken 16:00 London-tid 31. desember 2005. Regnskapsført verdi

avviker noe fra markedsverdien som er oppgitt i tabell 3 foran. Det skyldes at forvaltningsgodtgjøringen ikke er trukket fra der, og at det brukes ulike vurderingsprinsipper på noen punkter, jf. rammen om metodegrunnlaget for avkastningsberegningene.

Etter forskriften om forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland skal Norges Banks netto bokførte avkastning på fondets internasjonale portefølje legges til fondets kronekonto. Avkastningen i 2005 består av de komponenter som framgår av tabell 22. Bokført avkastning bygger på de samme regnskaps-

prinsipper som Norges Banks regnskap. Dette innebærer at markedsverdier for verdipapirene er lagt til grunn. Inntekter og kostnader i valuta er omregnet til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Den bokførte avkastningen var i 2005 positiv med 162 388,2 millioner kroner. Etter fradrag for påløpt forvaltningsgodtgjøring for 2005, 1 238,7 millioner kroner, er 161 149,5 millioner kroner tilført kronekontoen.

**Tabell 21: Statens pensjonsfond – Utland. Portefølje pr 31.12.2005 (1000 kroner)**

|                                                                            | 31.12.04             | 31.03.05             | 30.06.05             | 30.09.05             | 31.12.05             |
|----------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker           | 9 154 482            | 16 610 470           | 4 603 337            | 6 912 263            | 23 783 995           |
| Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst. mot sikkerhet i verdipapirer | 380 117 331          | 428 782 315          | 279 340 857          | 474 742 891          | 558 979 176          |
| Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer    | -406 193 548         | -414 346 235         | -404 917 926         | -443 772 446         | -438 716 705         |
| Utenlandske rentebærende papirer                                           | 631 256 143          | 637 099 993          | 843 365 252          | 738 291 783          | 682 023 934          |
| Utenlandske aksjer                                                         | 407 673 369          | 427 485 816          | 468 491 790          | 511 821 267          | 576 682 833          |
| Regulering av terminkontrakter og derivater                                | -5 548 358           | -5 441 346           | -6 901 992           | -6 633 264           | -3 618 211           |
| <b>Total portefølje før forvaltningsgodtgjøring*</b>                       | <b>1 016 459 420</b> | <b>1 090 191 012</b> | <b>1 183 981 319</b> | <b>1 281 362 494</b> | <b>1 399 135 021</b> |
| Skyldig forvaltningsgodtgjøring                                            | -984 136             | -278 362             | -537 844             | -832 712             | -1 238 681           |
| Rådgivningstjenester                                                       | -4 169               | 0                    | 0                    | 0                    | 0                    |
| <b>Total portefølje</b>                                                    | <b>1 015 471 115</b> | <b>1 089 912 650</b> | <b>1 183 443 475</b> | <b>1 280 529 782</b> | <b>1 397 896 340</b> |
|                                                                            |                      |                      |                      |                      |                      |
| <b>Poster utenfor balansen (i hele 1 000)</b>                              | <b>31.12.04</b>      | <b>31.03.05</b>      | <b>30.06.05</b>      | <b>30.09.05</b>      | <b>31.12.05</b>      |
| Valutaterminer solgt                                                       | -16 837 972          | -17 470 264          | -35 667 277          | -40 991 591          | -32 348 014          |
| Futures solgt                                                              | -118 994 375         | -49 590 848          | -45 442 363          | -44 235 336          | -88 090 920          |
| Aksjebytteavtaler solgt                                                    | -8 115 796           | -5 836 592           | -24 623 338          | -29 389 818          | -27 628 202          |
| Rentebytteavtaler solgt                                                    | -390 663 205         | -523 281 509         | -367 707 657         | -524 779 992         | -650 155 599         |
| <b>Forpliktelser solgt</b>                                                 | <b>-534 611 348</b>  | <b>-596 179 214</b>  | <b>-473 440 635</b>  | <b>-639 396 737</b>  | <b>-798 222 735</b>  |
| Valutaterminer kjøpt                                                       | 16 837 972           | 17 470 264           | 35 667 277           | 40 991 591           | 32 348 014           |
| Futures kjøpt                                                              | 114 744 349          | 39 891 287           | 56 353 691           | 27 462 129           | 74 221 082           |
| Aksjebytteavtaler kjøpt                                                    | 9 489 246            | 2 921 660            | 23 823 850           | 35 149 379           | 33 200 510           |
| Rentebytteavtaler kjøpt                                                    | 385 089 073          | 517 985 864          | 360 701 334          | 518 010 572          | 645 910 898          |
| <b>Forpliktelser kjøpt</b>                                                 | <b>526 160 641</b>   | <b>578 269 075</b>   | <b>476 546 153</b>   | <b>621 613 672</b>   | <b>785 680 504</b>   |
| Opsjoner på futures solgt                                                  | -2 231 822           | -2 725 582           | -4 441 572           | -289 581             | -5 144 260           |
| Opsjoner på rentebytteavtaler solgt                                        | 0                    | 0                    | 0                    | 0                    | -129 070             |
| <b>Rettigheter solgt</b>                                                   | <b>-2 231 822</b>    | <b>-2 725 582</b>    | <b>-4 441 572</b>    | <b>-289 581</b>      | <b>-5 273 330</b>    |
| Opsjoner på futures kjøpt                                                  | 3 992 457            | 15 684 846           | 20 903 887           | 5 430 441            | 8 545 840            |
| Opsjoner på rentebytteavtaler kjøpt                                        | 0                    | 0                    | 0                    | 0                    | 32 557               |
| <b>Rettigheter kjøpt</b>                                                   | <b>3 992 457</b>     | <b>15 684 846</b>    | <b>20 903 887</b>    | <b>5 430 441</b>     | <b>8 578 397</b>     |

**Tabell 22: Bokført avkastning av Statens pensjonsfond – Utlands internasjonale portefølje pr. 31.12.2005 (1000 kroner)**

| Bokført avkastning                        | 31.12.04          | 31.03.05          | 30.06.05          | 30.09.05          | 31.12.05           |
|-------------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Renteelementer                            | 26 046 307        | 6 746 125         | 12 243 012        | 20 715 470        | 27 815 267         |
| Dividende                                 | 8 246 151         | 2 154 460         | 6 348 413         | 8 542 694         | 10 308 703         |
| Valutakursreguleringer*                   | -46 791 318       | 16 057 298        | 12 831 176        | 6 788 816         | 33 609 611         |
| Urealisert verdipapirgevinst/tap          | 28 575 975        | -10 332 170       | 12 597 879        | 28 533 299        | 36 521 370         |
| Realisert verdipapirgevinst/tap           | 21 581 006        | 12 785 955        | 23 546 287        | 34 301 216        | 49 907 577         |
| Kurtasje                                  | -49 031           | -8 616            | -17 534           | -18 397           | -19 240            |
| Gevinst/tap futures                       | 251 854           | 49 483            | 92 475            | 656 264           | 1 249 806          |
| Gevinst/tap opsjoner                      | 21 021            | -3 429            | -22 551           | -3 966            | 443                |
| Gevinst/tap aksjebytteavtaler             | 393 109           | 14 040            | 264 995           | 127 455           | 1 238 595          |
| Gevinst/tap rentebytteavtaler             | -5 337 664        | 500 471           | -1 226 754        | -893 946          | 1 756 023          |
| <b>Bokført avkastning på plasseringer</b> | <b>32 937 408</b> | <b>27 963 618</b> | <b>66 657 398</b> | <b>98 748 904</b> | <b>162 388 155</b> |
| Påløpt forvaltningsgodtgjøring            | -984 136          | -278 362          | -537 844          | -832 712          | -1 238 681         |
| Rådgivningstjenester                      | -4 169            | 0                 | 0                 | 0                 | 0                  |
| <b>Netto avkastning</b>                   | <b>31 949 103</b> | <b>27 685 255</b> | <b>66 119 554</b> | <b>97 916 192</b> | <b>161 149 475</b> |

\* Den regnskapsmessige valutakursreguleringen i tabellen ovenfor er beregnet med utgangspunkt i fondets faktiske sammensetning. Inntekter og kostnader er omregnet etter kursen på transaksjonstidspunktet, og eiendeler og gjeld er omregnet til gjeldende markedskurs ved slutten av måneden. Denne størrelsen vil være forskjellig fra den beregnede valutakurseffekten i avkastningsmålingen. Valutakurseffekten i avkastningsmålingen er beregnet med utgangspunkt i referanseporteføljens valutasammensetning ved inngangen til hver måned og tilhørende valutakursendringer

#### Revisjonsansvar for Statens pensjonsfond - Utland (Statens petroleumsfond)

Etter riksrevisjonsloven har Riksrevisjonen revisjonsansvaret for Statens pensjonsfond - Utland (tidligere Statens petroleumsfond). Riksrevisjonen bygger sin revisjon på bl.a. den revisjon som utføres av Norges Banks revisjon. Fondets årsregnskap presenteres i St. meld. nr. 3, og Riksrevisjonen sender Finansdepartementet et avsluttende revisjonsbrev som oppsummerer revisjonen innen 1. juli. Aktuelle forhold av betydning kan bli rapportert til Stortinget.

Kronekontoen til Statens pensjonsfond – Utland og Norges Banks plasseringer for fondet inngår i Norges Banks årsregnskap som revideres av Norges Banks revisjon. I henhold til forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank bekrefter Norges Banks revisjon kvartals- og årsrapporter om forvaltningen som Norges Bank avgir etter retningslinjer fastsatt av departementet.

Uttalelse til Finansdepartementet

## NORGES BANKS FORVALTNING AV STATENS PENSJONSFOND - UTLAND - ÅRSRAPPORT FOR 2005

Vi har revidert Norges Banks årsrapport for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland (tidligere Statens petroleumsfond) for 2005, som viser en regnskapsmessig verdi på fondet ved utgangen av året på 1397,9 milliarder kroner. Vår revisjon omfatter regnskapsrapporteringen i avsnitt 9 i beretningsdelen. Vi har også revidert opplysningene i beretningsdelen vedrørende fondets samlede markedsverdi og avkastning, risikoeksponering og forvaltningskostnader. Hovedstyret i Norges Bank er ansvarlig for årsrapporten. I tråd med forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank, er vår oppgave å uttale oss om rapporten er avgitt i samsvar med forskrift og retningslinjer fastsatt av departementet.

Vi har utført revisjonen i henhold til instruks fastsatt av representantskapet i Norges Bank og god revisjonsskikk i Norge, herunder revisjonsstandarder (RS-er) vedtatt av Den norske Revisorforening og avgir vår uttalelse i samsvar med RS 800 "Revisors uttalelser ved revisjonsoppdrag med spesielle formål". Revisjonsstandardene krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at presentasjonen av årsrapporten ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i årsrapporten, vurdering av de benyttede regnskaps- og beregningsprinsipper, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsrapporten. Vi har kontrollert at regnskapsrapporteringen er konsistent med Norges Banks årsregnskap for 2005, som er revidert av oss. Vår revisjonsberetning for Norges Banks årsregnskap er avgitt pr. 9. februar 2006. I den grad det følger av god revisjonsskikk og vår instruks, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av Norges Banks formuesforvaltning og regnskaps- og intern kontrollsystemer for fondet. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- regnskapsrapporteringen gir et rettviseende bilde av Statens pensjonsfond – Utlands portefølje og avkastning pr. 31. desember 2005 i samsvar med Norges Banks årsregnskap
- opplysningene om fondets samlede markedsverdi og avkastning, risikoeksponering og forvaltningskostnader er i samsvar med prinsipper fastsatt av departementet
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av de opplysninger som omfattes av vår revisjon, i samsvar med forvaltningsavtalen
- fondet i 2005 er forvaltet i henhold til forskrift og retningslinjer fastsatt av departementet

Oslo, den 15. februar 2006  
NORGES BANKS REVISJON

Svenn Erik Forsstrøm  
Statsautorisert revisor

Mats Leonhard Pedersen  
Statsautorisert revisor