





Analyse av Norges Banks resultater

Vi viser i denne artikkelen at Norges Banks aktive forvaltning av fondet har gitt et statisk signifikant positivt bidrag til avkastningen. Det er oppnådd gode resultater både i aksje- og renteforvaltningen. Meravkastning er oppnådd til tross for begrenset risikotaking i den aktive forvaltningen. Den positive meravkastningen har vært oppnådd både i stigende og fallende markeder og kan tilskrives et stort antall enkeltposisjoner. Fordelingen til de historiske meravkastningsratene har vært skjev mot høyre, som innebærer at det har vært langt flere høye positive enn høye negative meravkastningsrater.

Innledning og oppsummering

Avkastningen til Statens pensjonsfond – Utland (fondet) måles mot avkastningen på en referanseportefølje, som består av aksjer og obligasjoner fra tre geografiske regioner (Europa, Asia/Oseania og Amerika/Afrika) i et bestemt vektforhold. Meravkastningen til fondet beregnes som forskjellen mellom avkastningen til fondet og avkastningen til referanseporteføljen, og er et mål på hvor godt forvalter har utført forvaltningsoppdraget.

Effisiente finansielle markeder kjenne-tegnes blant annet ved at det er meget vanskelig for forvaltere å oppnå høyere avkastning enn det "markedet" tilbyr for tilsvarende risikoen. Et utgangspunkt kan derfor være at fondets forventede avkastning vil være lik den forventede avkastningen på fondets referanseportefølje. Det innebærer at forventet meravkastning er lik null.

Perioden fra januar 1998 til desember 2005 dekker 8 år eller 96 måneder. Den blå linjen i figur 1 viser utviklingen i forholdet mellom fondets verdi og referanseporteføljens

verdi når en tar hensyn til meravkastningen knyttet til den aktive forvaltningen. Dette forholdet er lik 1,00 per 1 januar 1998 og ender på om lag 1,04 i desember 2005, som betyr at fondets verdi er om lag 4 prosent høyere enn referanseporteføljens verdi på dette tidspunktet (4 prosent tilsvarer en forskjell på 6 prosentpoeng i indeksens sluttverdi). Dette er et uttrykk for de verdiene som er skapt gjennom aktiv forvaltning.

I figuren er det tegnet inn to andre linjer. Felles for begge linjene er at forventet meravkastning per måned er lik null og at variasjonen i avkastningen er satt lik variasjonen i fondets realisererte månedlige avkastning. I et effisient marked kunne forholdet mellom fondets verdi og referanseporteføljens verdi like gjerne utviklet seg som i den røde (simulert meravkastning 1) eller grønne linjen (simulert meravkastning 2) som i den blå linjen (realisert meravkastning). I den ene banen er forholdet mellom fondets verdi og referanseporteføljens verdi etter 96 måneder lik 0,985,

TEMAARTIKKEL 1

mens det er lik 1,0085 i den andre banen. I den første simulerte banen bidrar den aktive forvaltningen til å redusere avkastningen med om lag 1,5 prosent, mens den aktive forvaltningen bidrar til å øke avkastningen med 0,8 til 0,9 prosent i den andre simulerte banen. Figuren illustrerer det forhold at realisert meravkastning representerer en (1) av mange mulige utviklingsbaner for meravkastningen. Således gir figuren også uttrykk for den risikoen en forvalter står overfor ved inngangen til en ny investeringsperiode.

Den aktive forvaltningen i Norges Bank har gitt et signifikant bidrag til fondets avkastning. Det er oppnådd gode resultater både innenfor aksje- og renteforvaltningen.

Formålet med å ta økt risiko er å oppnå høyere forventet avkastning. Informasjonsraten (IR) beregnes som forholdet mellom meravkastning og relativ volatilitet. Høy IR betyr at banken har bidratt med høy verdiskapning per enhet aktiv risiko. Meravkastning er oppnådd til tross for begrenset risikotaking i den aktive forvaltningen. Fondets relative volatilitet har hele tiden vært godt innenfor rammen på 150 basispunkter (bp) eller 1,5 prosent, som er fastsatt av Finansdepartementet.

Den empiriske fordelingen til de historiske meravkastningsratene viser en tendens til å være skjev mot høyre. Det innebærer at det er flere høye enn lave meravkastningsrater. Dette

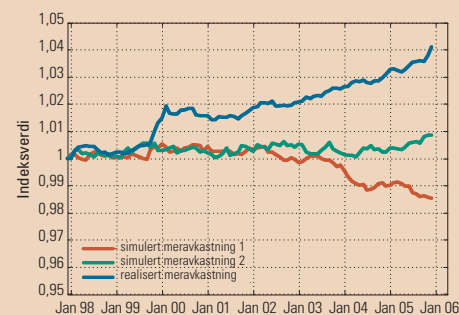
er konsistent med en velfungerende investeringsprosess der tapene på enkeltposisjoner begrenses, mens potensialet for store gevinster beholdes.

Det er indikasjoner på fete haler i den empiriske fordelingen. Dette resultatet kan trolig mer tilskrives høye positive enn lave negative meravkastningsrater. Fete haler innebærer at sannsynligheten for å observere enten høye eller lave avkastningsrater er større enn det en kan forvente gitt normalfordelte avkastningsrater.

Analysene viser at det ikke er slik at høyere enn gjennomsnittlig meravkastning i en gitt måned følges av høyere enn gjennomsnittlig meravkastning i de følgende månedene. Det er heller ikke identifisert noen negativ samvariasjon mellom meravkastningsratene over tid. Denne uavhengigheten over tid i meravkastningsrater er konsistent med investeringsfilosofien til Norges Bank Investment Management (NBIM).

Alfa, som er et uttrykk for meravkastningen justert for fondets markedseksponering, er signifikant større enn null. Fondets beta avviker ikke i særlig grad fra en (1). Se nærmere omtale nedenfor og i egen ramme (regresjonsmodell).

Det er liten sammenheng mellom meravkastningen og avkastningen på referanseporteføljen. Derfor er ikke fondets samlede volatilitet blitt påvirket i særlig grad av den



Figur 1:
Akkumulert meravkastning 1998-2005

aktive forvaltningen. For alle praktiske formål er det ingen forskjell mellom standardavvikene til fondets og referanseporteføljens avkastning.

Både fondets lave relative risiko og det at fondets samlede risiko ikke påvirkes av den aktive forvaltningen, er et resultat av forvaltningsstilen. Det er ingen sammenheng mellom meravkastningsratene i aksje- og renteporteføljen, og det er også liten sammenheng mellom meravkastningsratene til de ulike mandatene innenfor hhv. aksje- og renteporteføljen.

De gode resultatene relativt til risikobruken er et uttrykk for at investeringsfilosofien til NBIM har fungert godt i disse åtte årene.

Statistiske egenskaper ved fondets meravkastning

I dette avsnittet vurderes om det er sannsynlig at fondets meravkastning i denne perioden skyldes tilfeldigheter eller om det er mer rimelig at den positive meravkastningen kan tilskrives dyktighet i forvaltningen. Sentrale egenskaper ved meravkastningen analyseres, som f.eks. risikoen knyttet til den aktive forvaltningen, om det har vært mer vanlig med svært høye enn svært lave meravkastningsrater, om meravkastningsratene har hatt fetere haler enn normalfordelingen og om det har vært noen sammenheng mellom meravkastningsratene fra en måned til neste måned.

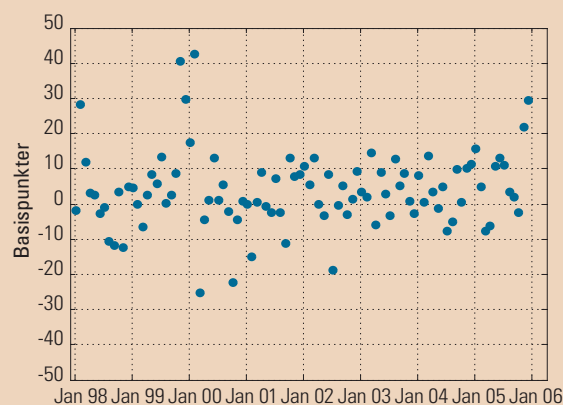
Den månedlige meravkastningen til fondet i perioden fra

januar 1998 til desember 2005 vises i figur 2. De månedlige meravkastningsratene har variert fra -25 til i overkant av 40 bp. Gjennomsnittlig månedlig meravkastning beregnes til om lag 4,2 bp, som tilsvarer en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 50 bp. Tallgrunnlaget som ligger til grunn for artikkelen er det samme som i årsrapporten, men pga. beregningstekniske forhold vil det være noen mindre forskjeller på annualisert basis.

En av rammene for forvaltningen av fondet er satt i form av en maksimal grense på 1,5 prosent (150 bp) for relativ volatilitet (risiko, jf. beretningens kapittel 6), definert som det annualiserte

standardavviket til differansen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen

på referanseporteføljen. Dette er et mål på variasjonen i fondets meravkastning. For perioden



Figur 2:
Månedlig meravkastning 1998-2005

TEMAARTIKKEL 1

1998-2005 er standardavviket til meravkastningen (eller relativ volatilitet) beregnet til 38 bp.

Formålet med å ta økt risiko er å oppnå høyere forventet avkastning. I et effisient marked forventes meravkastningen å være null og følgelig er forventet IR også null. Positiv IR kan skyldes dyktighet eller tilfeldigheter. Etter justering for kostnader knyttet til aktiv forvaltning, vil et flertall av forvaltere oppnå negativ differanseavkastning og derfor også negativ IR. IR før kostnader beregnes for perioden fra 1998 til 2005 til om lag 1,3.

Et sentralt spørsmål er om den positive gjennomsnittlige meravkastningen til fondet skyldes tilfeldigheter eller om den kan tilskrives dyktighet i forvaltningen. Dette spørsmålet kan belyses ved hjelp av statistisk metode (se egen ramme med omtale av statistiske egenskaper). Den gjennomsnittlige meravkastningen er 50 bp, mens standardavviket er 38 bp. Det foreligger totalt 96 månedlige observasjoner. Dette gir grunnlag for å beregne en testobservator (t-verdi), som under gitte forutsetninger følger en bestemt sannsynlighetsfordeling. I dette tilfellet anslås t-verdien til 3,7. Sannsynligheten for å observere en så høy t-verdi som følge av rene tilfeldigheter er tilnærmet lik null.

I denne perioden har det vært

flere høye positive meravkastningsrater enn det har vært høye negative meravkastningsrater. Histogrammet, som viser fondets månedlige meravkastningsrater sortert etter størrelse og frekvens, er skjevt mot høyre, jf figur 3.

I histogrammet er normalfordelingen, med samme gjennomsnitt og standardavvik som for de historiske avkastningsratene, tegnet inn (rød linje). Fra figuren fremgår det at den faktiske fordelingen har flere ekstreme observasjoner til høyre enn til venstre. Tabell 1 bekrefter dette bildet. Skjevheten er positiv og måles til 0,7. Videre fremgår det av tabellen at skjevheten er statistisk signifikant større enn null. T-verdien for skjevheten er beregnet til 2,8. Følgelig forkastes hypotesen om at fordelingen til fondets meravkastning over denne historiske perioden ikke har vært skjev. Resultatene er konsistent med den alternative hypotesen om at fordelingen er skjev til høyre.

I forvaltningen er det et mål å begrense tap og maksimere gevinster. Høyreskjeve fordelinger er konsistent med en vellykket gjennomføring av en strategi der tap begrenses aktivt, mens posisjoner som gir gevinst beholdes i porteføljen.

Fra figuren kan det også se ut som om den historiske avkast-

ningsfordelingen har flere observasjoner både i venstre og høyre hale av fordelingen enn det som er vanlig for normalfordelinger. Eksess kurtose relativt til normalfordelingen beregnes til 2,6 og er statistisk signifikant større enn null, jf tabellen. T-verdien til kurtosen er anslått til 5,1. Med bakgrunn i dette kan en forkaste hypotesen om at fondets meravkastning i perioden 1998 – 2005 ikke har hatt fetere haler enn normalfordelingen.

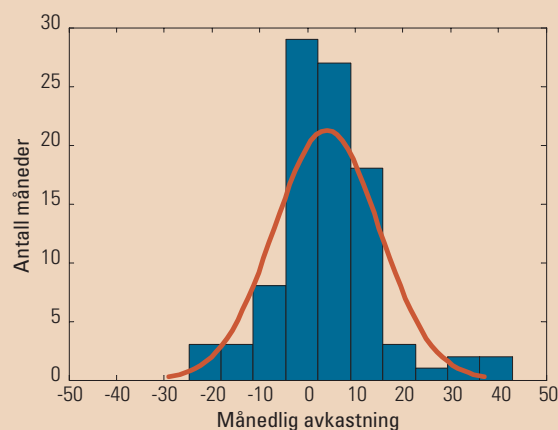
For fondet beregnes Jarque-Bera testobservatoren til 30, som er vesentlig høyere enn den kritiske verdien for denne testen. Denne testobservatoren gir følgelig grunnlag for å forkaste nullhypotesen om at de faktiske meravkastningsratene er generert av en normalfordelt prosess. Lilliefors-testen gir imidlertid ikke dekning for å forkaste nullhypotesen om normalfordelt meravkastning.

Hvorvidt meravkastningen er normalfordelt eller ikke, kan også illustreres i et normalfordelingsplot (QQ-plot). Fra figur 4 fremgår det at det er flere svært høye og svært lave meravkastningsrater enn det som forventes for normalfordelte avkastningsrater. Det innebærer at når en vurderer den relative risikoen til fondet, må en være noe forsiktig med å basere

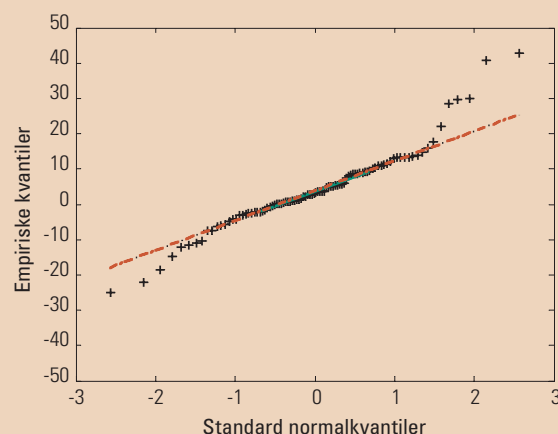
sannsynlighetsvurderinger på normalfordelingen. Det kan være at sannsynligheten for å observere både høye og lave meravkastningsrater er større enn det normalfordelingen tilsier.

Resultatene for fondet samlet og for aksje- og renteporteføljene hver for seg, er oppsummert i tabell 1. For fondet dekker tallene perioden 1998 – 2005, mens beregningene for aksje- og renteporteføljene er utført for perioden 1999 – 2005.

Aksjeporteføljen har hatt en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 105 bp og en realisert relativ volatilitet på 87 bp. Meravkastningen er signifikant større enn null for alle normale konfidensnivå. IR er beregnet til 1,2. Høyeste månedlige meravkastningsrate er 103 bp, mens laveste månedlige meravkastningsrate er målt til -58 bp. Den historiske fordelingen er skjev til høyre og signifikant forskjellig fra null. Videre er fordelingen karakterisert av fete haler, som er signifikant forskjellig fra det en ville vente under normalfordelingen. Hypotesen om normalfordelt meravkastning forkastes av Jarque-Bera testobservatoren, men ikke av Lilliefors testobservatoren. Følgelig kan en ikke trekke noen klar konklusjon med hensyn til om meravkastningen er normal-



Figur 3:
Histogram over månedlig meravkastning 1998-2005



Figur 4:
Normalfordelingsplot 1998-2005

TEMAARTIKKEL 1

Statistiske egenskaper knyttet til fondets meravkastning

Normalfordelingen er den mest kjente og brukte sannsynlighetsfordelingen i statistisk metode. Normalfordelingen gjør det mulig å beregne sannsynligheter for ulike utfall. Den er fullstendig karakterisert ved forventningen og variansen (eller standardavviket) til fordelingen. En rekke testobservatorer er basert på antakelsen om normalfordelte data.

Under normalfordelingsantakelsen er forholdet mellom gjennomsnittlig avkastning og standardavviket til avkastningen multiplisert med kvadratroten av antall observasjoner (t -verdien) t -fordelt. T -fordelingen er en sannsynlighetsfordeling som faller sammen med normalfordelingen når antall observasjoner i tallmaterialet er høyt. **T-verdien** er en testobservator som nyttes til å vurdere om gjennomsnittet i et datamateriale avviker fra null.

Det er vanlig å forkaste en nullhypotese (f.eks. at meravkastningen ikke er forskjellig fra null) dersom sannsynligheten for å observere de faktiske dataene (eller en testobservator basert på datamaterialet) som følge av en ren tilfældighet, er lavere enn en på forhånd satt grense (som f.eks.

0,05 eller 5 prosent). Da vil man typisk beskrive meravkastningen som statistisk signifikant forskjellig fra null.

Gjennomsnittet i en sannsynlighetsfordeling betegnes fordelingsførstemoment. **Standardavviket** er andremomentet og gir informasjon om normale variasjoner i avkastningen.

Mens investorer foretrekker så høy avkastning som mulig alt annet like, foretrekker de så lavt standardavvik (variasjon) i meravkastningen som mulig for en gitt avkastning. Det siste følger av en standard antakelse om at investorer er **risikoaverse**. Med risikoaversjon forstås at et sikkert investeringsalternativ foretrekkes fremfor et usikkert alternativ gitt at avkastningen til det sikre alternativet er lik forventet avkastning på det usikre alternativet.

Tredjemomentet er et mål på fordelings **skjevhet**. Alt annet like foretrekker investorer fordelinger som er skjeve mot høyre. Da er det større muligheter for store gevinster enn for store tap. Normalfordelingen er symmetrisk om forventningen og har derfor ingen skjevhet. Det kan vises at under

normalfordelingsantakelsen er estimatoren for en fordelings skjevhet asymmetrisk normalfordelt med forventning lik 0 og varians lik $6/N$, der N er antall observasjoner.

Det fjerde momentet (**kurtose**) til en sannsynlighetsfordeling inneholder informasjon om tykkelsen i halene til fordelingen. Normalfordelingen har kurtose lik 3. En fordeling har fete haler relativt til normalfordelingen når kurtosen er høyere enn 3, og smalere haler enn normalfordelingen når kurtosen er mindre enn 3. Under normalfordelingsantakelsen er testobservatoren for kurtosen til en fordeling asymmetrisk normalfordelt med forventning lik 3 og varians lik $24/N$. Alt annet like vil investorer foretrekke fordelinger med smale haler. Selv om en fordeling med fete haler gir større sannsynlighet for ekstremt gode utfall, så gir den samtidig også større sannsynlighet for ekstremt dårlige utfall. For en risikoavers investor vil den økte sannsynligheten for store tap mer enn oppveie for den økte sannsynligheten for store gevinster.

Det er utviklet statistikker som nyttes til å teste om skjevheten og kurtosen i fellesskap avviker

fra det en kan vente for normalfordelte avkastningsrater. **Jarque-Bera** testobservatoren har forventning lik null og er under normalfordelingsantakelsen asymmetrisk k -kvadrat fordelt med 2 frihetsgrader.

Normalitetsantakelsen kan også testes ved hjelp av andre observatorer enn Jarque-Bera. En mye brukt test er **Lilliefors**-testen. Denne har bedre egenskaper for små utvalg (lite antall observasjoner) enn Jarque-Bera observatoren.

I et **QQ-plot** rangeres meravkastningsratene fra laveste til høyeste, og leses av langs y -aksen. Til hver meravkastningsrate beregnes et empirisk sannsynlighetsnivå (rangering / antall observasjoner). Hvert empirisk sannsynlighetsnivå koples til standard normal-kvantilen, som er det standardiserte standardavviket knyttet til sannsynlighetsnivået. Deretter plottes sammenhørende normalkvantiler og meravkastningsrater. Gitt normalfordelt avkastning skal de empiriske kvantilene og standard normal-kvantilene plote langs en rett linje.

Tabell 1:
Meravkastning og statistiske egenskaper

	Fond	Meravkastning Aksjeopf	Renteopf
Gjennomsnitt	50	105	25
Standardavvik	38	87	13
T-verdi	3,74	3,19	5,13
Informasjonsrate (IR)	1,3	1,2	1,9
Maks mnd (bp)	43	103	10
Min mnd (bp)	-25	-58	-6
Skjevhet	0,7	1,0	-0,1
T-rate (s)	2,8	3,7	-0,4
Ekssess kurtose	2,6	3,3	-0,5
T-rate (k)	5,1	6,3	-0,9
JB obs	30,07	46,12	1,08
Kritisk verdi JB	7,38	7,38	7,38
Lillitest	0,099	0,106	0,059
Kritisk verdi LT	0,100	0,107	0,107

fordelt eller ikke.

Den gjennomsnittlige årlige meravkastningen i renteporteføljen er beregnet til 25 bp, mens realisert relativ volatilitet måles til 13 bp. Meravkastningen er klart signifikant større enn null. IR er beregnet til 1,9, som er meget høyt. Den høyeste månedlige meravkastningen ble målt til 10 bp, mens den laveste månedlige meravkastningen har vært -6 bp. Den historiske fordelingen synes å være rimelig symmetrisk rundt gjennomsnittet. Målingen tyder på at den er svakt, men ikke statistisk signifikant, skjev mot venstre. Meravkastningen i renteporteføljen

er heller ikke karakterisert av fete haler. Målingen indikerer at meravkastningen i renteporteføljen har smalere haler enn normalfordelingen, men forskjellen er ikke statistisk signifikant. Hypotesen om normalfordelte meravkastningsrater forkastes ikke verken av Jarque-Bera eller Lilliefors testobservatoren. For renteporteføljen er resultatene konsistent med at meravkastningen er normalfordelt.

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

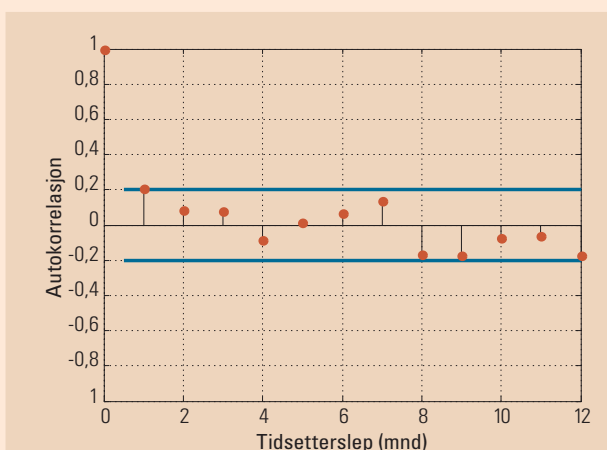
TEMAARTIKKEL 1

over tid. Investeringsfilosofien er beskrevet i temaartikler i tidligere årsrapporter og senest i årsrapporten for 2003. Filosofien er basert på "the Fundamental Law of Active Management" (FLAM). Når vi analyserer fondets avkastningsrater, er det derfor viktig å vurdere om avkastningen i en måned er uavhengig av avkastningen i måneden før. Positiv autokorrelasjon betyr at høy avkastning i en måned i gjennomsnitt følges av høy avkastning også i måneden etter. Negativ autokorrelasjon innebærer at høy avkastning i en måned i gjennomsnitt følges av lav avkastning i den påfølgende måneden. Ingen autokorrelasjon (null) betyr at det ikke er noen sammenheng mellom avkastningen i påfølgende måneder.

Autokorrelasjonskoeffisienter er vist i figur 5. Korrelasjoner, som er beregnet for et tidsetterslep på 1-12 måneder, viser sammenhengen mellom avkastningen i en

gitt måned og avkastningen 1-12 måneder tidligere. De blå heltrukne linjene i figuren viser 95 prosent konfidensintervallet for koeffisientene. Det er kun en av korrelasjonene som så vidt ligger utenfor intervallet (den første), og som derfor er signifikant forskjellig fra null.

I statistisk metode er det utviklet teknikker for å teste om et sett autokorrelasjonskoeffisienter, som vist i tabell 2, samlet sett gir grunnlag for å forkaste hypotesen om ingen sammenheng over tid. Resultatene fra en slik test er vist i den følgende tabellen. Av den fremgår det at hypotesen om ingen samvariasjon mellom meravkastningsratene ikke kan forkastes verken for fondet samlet eller for aksje- og renteporteføljene. Disse resultatene er konsistent med at meravkastningsratene i påfølgende måneder er (lineært) uavhengig av hverandre, som er i tråd med investeringsfilosofien til NBIM.



Figur 5:
Autokorrelasjonskoeffisienter med 1-12 måneders tidsetterslep

Tabell 2:
Test av autokorrelasjon

	Fond	Aksjøpf	Rentepf
Ljung-Box observator	19,4	17,9	13,3
Kritisk verdi	23,3	23,3	23,3

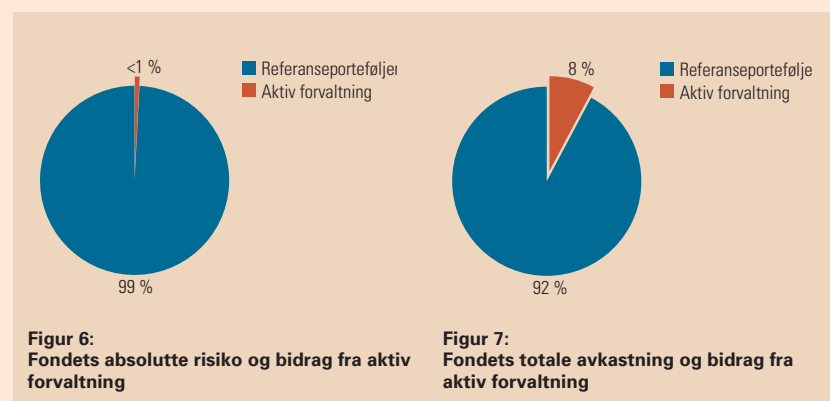


Har den aktive forvaltningen økt fondets totalrisiko?

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

Fra figur 6 fremgår det at den aktive for-

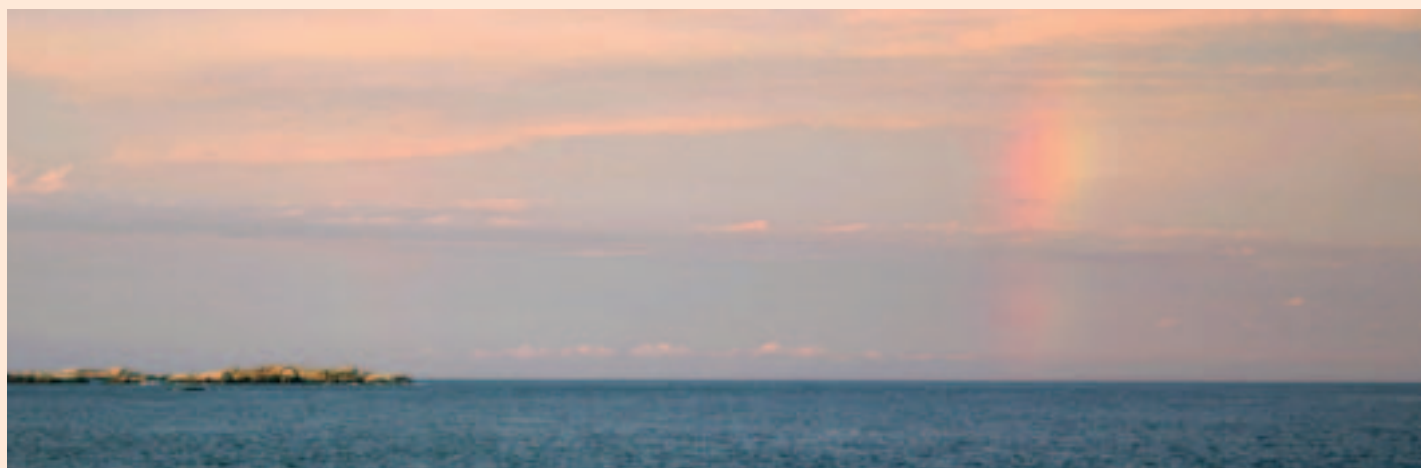
valtningen i svært liten grad har påvirket fondets absolute risiko i perioden 1998-2005. Risikobidraget fra aktiv forvaltning utgjør mindre enn 1 prosent av fondets samlede risiko. Figur 7 viser at aktiv forvaltning har økt fondets avkastning i betydelig grad. Meravkastningen knyttet til den aktive forvaltningen har utgjort om lag 8 prosent av fondets samlede avkastning.



Figur 6:
Fondets absolute risiko og bidrag fra aktiv forvaltning

Figur 7:
Fondets totale avkastning og bidrag fra aktiv forvaltning

TEMAARTIKKEL 1



Lavt korrelert aktiv forvaltning

Et sentralt moment i investeringsfilosofien til Norges Bank har vært å ta et meget stort antall forholdsvis små aktive posisjoner der avkastningen på en enkelt posisjon er uavhengig av avkastningen på de andre aktive posisjonene. En konsekvens av dette er at meravkastningen til fondet vil ha lav samvariasjon (korrelasjon) med avkastningen på referanseporteføljen.

Når avkastningen på aktiv forvaltning er lavt korrelert med referanseporteføljens avkastning, påvirkes ikke nivået på fondets risiko i særlig grad. Fondets absolutte volatilitet har historisk vært 8,52 prosent, mens referanseporteføljens historiske absolutte volatilitet

anslås til 8,45 prosent. Forskjellen utgjør 0,07 prosentpoeng.

Figuren illustrerer sammenhengen mellom risikoen i aktiv forvaltning og økningen i fondets absolutte risiko. Den nederste linjen (blå) viser økningen i fondets absolutte risiko som funksjon av risikoen i den aktive forvaltningen gitt at korrelasjonen mellom avkastningen i den aktive forvaltningen og avkastningen på referanseporteføljen er null. Selv ved full utnyttelse av rammen for relativ risiko på 1,5 prosent øker ikke fondets absolutte risiko med mer enn 0,13 prosentpoeng. Stiger korrelasjonen til 0,2, er effekten på absolutt risiko større, men fortsatt begrenset. Ved full utnyttelse

av risikorammen, øker fondets absolutte risiko med 0,42 prosentpoeng. Kun i de tilfeller korrelasjonen er lik 1,00, er det et ett til ett forhold mellom relativ risiko og økningen i absolutt risiko. I dette tilfellet fører full utnyttelse av risikorammen til at den absolutte risikoen øker like mye (1,5 prosentpoeng).

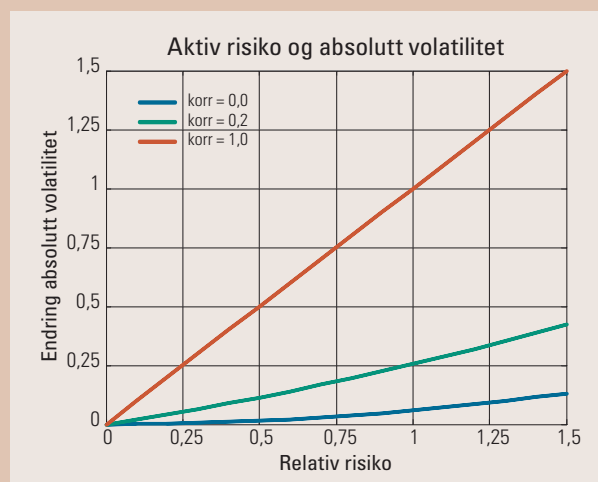
En implikasjon av det lave risikobidraget fra aktiv forvaltning er at avkastningskravet på den aktive forvaltningen vil være tilsvarende lavt. For korrelasjon lik 0,0 og relativ risiko lik 1,0 prosent, beregnes avkastningskravet på den aktive forvaltningen til 0,09 prosent (9 basispunkt). Når korrelasjonen stiger til 0,2, øker meravkastningskravet til 0,24 prosent (24 bp). Beregningene forutsetter at forventet avkastning på referanseporteføljen er lik 6,5 prosent. Denne forutsetningen har imidlertid liten betydning kvantitativt og ingen betydning for de kvalitative konklusjonene.

Det sentrale poenget i denne sammenhengen er at lavt korrelert aktiv forvaltning bidrar til en nesten ubetydelig økning i porteføljens samlede risiko på marginen. Denne risikoøkningen utgjør (sagt noe forenklet) en viktig del av kostnaden ved aktiv forvaltning.

Når denne kostnadskomponenten er lav, kan aktiviteten forsvares selv i tilfeller med lav forventet inntekt (meravkastning).

Når kostnaden (aktiv risiko) øker, øker også meravkastningskravet. Meravkastningskravet øker i tillegg med økende korrelasjon for et gitt nivå på den relative risikoen. Det er fordi kostnaden (den marginale økningen i fondets samlede risiko) knyttet til den aktive forvaltningen avhenger av to komponenter; nivået på relativ risiko og korrelasjonen mellom avkastningen i den aktive forvaltningen og avkastningen på referanseporteføljen. Desto høyere korrelasjonen er, desto mer øker fondets samlede risiko for et gitt nivå på den relative risikoen. Dermed stiger også "kostnaden" knyttet til den aktive forvaltningen og følgelig kreves høyere forventet avkastning før aktiv forvaltning lønner seg.

Det vil med andre ord være lønnsomt å drive ("null-korrelert" og lavt korrelert) aktiv forvaltning selv i tilfeller der forventet meravkastning er forholdsvis lav. En implikasjon er at optimalt nivå på "null-korrelert" eller lavt korrelert aktiv forvaltning er høyere enn man i utgangspunktet ville tro.



TEMAARTIKKEL 1

Regresjonsmodell

Formålet med regresjonen er å estimere en (lineær) sammenheng mellom avkastningen på fondet og avkastningen på referanseporteføljen. Det gjøres ved å beregne stigningstallet og skjæringspunktet med y-aksen for en rett linje som minimerer den vertikale avstanden mellom punktene i figur 9 og linjen.

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

$R_{pf,t}$ – fondets avkastning i måned t

$R_{BM,t}$ – referanseporteføljens avkastning i måned t

ε_t – ikke-systematisk variasjon i fondets avkastning

β – fondets systematiske risiko relativt til referanseporteføljens

α – fondets risikojusterte meravkastning

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

Beta (β , stigningstallet til den rette linjen) er et mål på om avkastningen på faktisk portefølje er mer eller mindre følsom enn avkastningen på referanseporteføljen. Dersom beta er større enn 1, betyr det at en avkastning på for eksem-

pel 10 prosent på referanseporteføljen i gjennomsnitt følges av en avkastning på faktisk portefølje som er større enn 10 prosent. Er beta mindre enn 1, vil avkastningen på faktisk portefølje i gjennomsnitt være mindre enn 10 prosent.

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

Det er liten sammenheng mellom meravkastningen og avkastningen til referanseporteføljen. Dette er illustrert i figur 6 i årsrapportens innledning. For perioden fra 1998 til 2005 beregnes korrelasjonen mellom meravkastningen og avkastningen på referanseporteføljen til 0,17, som ikke er signifikant forskjellig fra null. Følgelig kan man ikke forkaste hypotesen om at det ikke har vært noen (lineær) sammenheng mellom meravkastningen og referanseporteføljens avkastning. Det er følgelig ikke slik (i gjennomsnitt) at meravkastningen er spesielt høy i perioder der avkastningen på referanseporteføljen er høy (markedene går godt), og det motsatte er heller ikke tilfelle.

I figur 8 er sammenhørende månedlige avkastningsrater for fondet og referanseporte-

føljen plottet. Hvert punkt i figuren tilsvarer avkastningen på faktisk portefølje og avkastningen på referanseporteføljen for en gitt måned i perioden.

Fra figuren ser det ut som om punktene plotter langs en rett linje som har stigningstall lik en (1) og at en slik tenkt rett linje skjærer y-aksen på oversiden av nullpunktet.

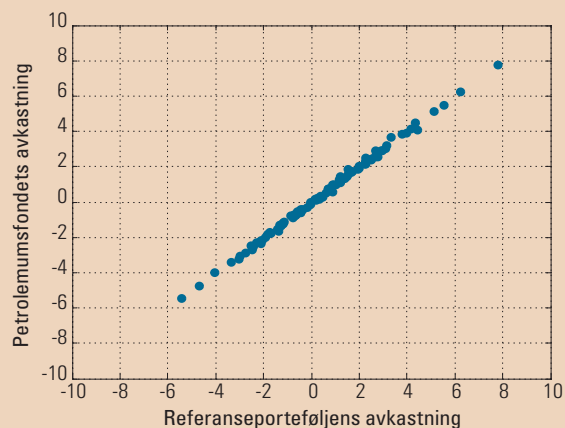
Disse sammenhengene kan analyseres innenfor en regresjonsmodell, som er en standard statistisk analysemetode (jf. egen ramme).

Dyktigheten i forvaltningen kan vurderes ved å beregne hvor stor avkastningen på porteføljen burde vært gitt den markedseksponeringen som er tatt, og deretter beregne forskjellen mellom faktisk avkastning og den "risiko-

justerte" avkastningen. Dersom avkastningen på porteføljen er større enn den "risikojusterte" avkastningen, har forvalter oppnådd "risikojustert" meravkastning og dermed gjort det "bedre enn markedet". Det motsatte er tilfellet dersom den "risikojusterte" differanseavkastningen er negativ¹.

Resultatene fra regresjonene er oppsummert i tabell 3. For fondet beregnes årlig gjennomsnittlig meravkastning til 50,4 bp. Den "risikojusterte" meravkastningen (alfa) anslås til 45,7 bp, som er 4,7 bp lavere enn ujustert meravkastning, og er signifikant større enn null (t-verdi lik 3,4).

Fondets beta relativt til referanseporteføljen er estimert til 1,0083, som ikke er signifikant forskjellig fra 1,00. Beta-avviket er lik



Figur 8:
Månedlig avkastning på faktisk portefølje og på referanseporteføljen. Prosent

TEMAARTIKKEL 1

Tabell 3:
Regresjonsanalyse

	Fond	Aksjer	Renter
Gj.snittlig meravkastning (bp)	50,39	104,57	25,32
Gj.snittlig alpha (bp)	45,70	98,79	26,00
Risikojustering (bp)	4,69	5,78	-0,67
T-verdi alpha	3,37	3,12	5,18
Beta	1,0083	1,0154	0,9982
T-verdi beta	1,82	2,70	-0,83
R-kvadrert	99,81	99,74	99,96
Standardavvik til feilledd	37,68	83,65	13,09
Relativ volatilitet	38,13	86,75	13,07

differansen mellom porteføljens beta på 1,0083 og referanseporteføljens beta på 1,00. Det at fondets alfa er 4,7 bp lavere enn den gjennomsnittlige meravkastningen, kan tilskrives kombinasjonen av en beta som overstiger 1,00 og positiv gjennomsnittlig avkastning for referanseporteføljen i perioden. Faktisk portefølje har hatt noe høyere 'systematisk' risiko enn referanseporteføljen, som det korrigeres for i beregningen av fondets alfa. Disse resultatene er konsistent med de konklusjonene som ble trukket i en temaartikkel i årsrapporten for 2003 ("Resultater fra seks år med aktiv forvaltning").

En beta på 1,0083 innebærer at fondet har om lag samme markedseksponering som referanseporteføljen, dvs. at Norges Bank i sin forvaltning ikke har valgt å operere med en systematisk risiko som avviker i særlig grad fra referanseporteføljens systematiske risiko. Dersom Norges Bank hadde valgt en tilpasning med en beta som er høyere enn 1, ville en vente at fondet ville gjøre det bedre enn referansen i tider med positiv gjennomsnittlig avkastning i markedet. Tilsvarende ville en vente at fondet gjorde det dårligere i perioder med negativ gjennomsnittlig avkastning i markedet. Over tid betales investor for å bære systematisk risiko, og følgelig ville en forvente at avkastningen på fondet i gjennomsnitt ville være høyere enn på referanseporteføljen. Det er nettopp denne effekten en korrigerer for når en beregner fondets "risikojusterte" meravkastning eller alfa.

Norges Bank har så langt i gjennomføringen av investeringsstrategien valgt å ikke ta systematisk risiko relativt til referanseporteføljen fordi oppdragsgiver selv (Finansdepartementet) på en relativt enkel måte kan endre markedseksponeringen i selve referanseporteføljen. Strategien til Norges Bank hittil har derfor vært å søke å påvirke alfa ved primært å

ta ikke-systematisk eller verdipapirspesifikk risiko. I det ligger at det ikke tas enkeltposisjoner som er så store at de påvirker fondets markedseksponering.

De månedlige variasjonene i avkastningen på referanseporteføljen forklarer 99,8 prosent av de månedlige variasjonene i avkastningen på fondet (R-kvadrert, jf. tabell 3). Den høye R-kvadrert kombinert med en beta som er tilnærmet lik en (1) innebærer at fondets relative risiko har vært lav i denne perioden. Korrelasjonen mellom avkastningen til fondet og avkastningen til referanseporteføljen er beregnet til 0,999, som ikke er signifikant forskjellig fra 1,00.

Den risikojusterte meravkastningen i aksjeporteføljen har vært nesten 6 bp lavere enn den ujusterte meravkastningen. Alfa i aksjeporteføljen er signifikant større enn null (t-verdi 3,1). Betaen er estimert til 1,0154, som er signifikant større enn 1 (t-verdi lik 2,7). Variasjonene i avkastningen til aksjereferansen forklarer 99,7 prosent av variasjonene i avkastningen til aksjeporteføljen. Korrelasjonen mellom de to porteføljene er anslått til 0,999.

Renteporteføljen har i denne perioden oppnådd en risikojustert meravkastning som er noe høyere enn den ujusterte meravkastningen (0,7 bp). Det kommer av at betaen i renteporteføljen er marginalt lavere enn en (1) samtidig som rentereferansen har hatt positiv avkastning i perioden. Den risikojusterte meravkastningen er signifikant større enn null (t-verdi lik 5,2). Betaestimaten er ikke signifikant forskjellig fra en (1). Variasjonene i avkastningen til rentereferansen forklarer for alle praktiske formål 100 prosent av variasjonene i avkastningen til den faktiske porteføljen.

Beta-avvikene har som vist over, hatt liten betydning for meravkastningen i porteføljene. Tabell 4 viser at disse avvikene heller ikke har påvirket porteføljenes relative risiko i særlig



TEMAARTIKKEL 1

Tabell 4:
Fordeling av systematisk og ikke-systematisk risiko

	Fond	Aksjer	Renter
Beta-risiko (andel)	0,03	0,08	0,01
Verdipapirspesifikk risiko (andel)	0,97	0,92	0,99
Sum-risiko (andel)	1,00	1,00	1,00
Beta-risiko (bp)	1,3	7,1	0,1
Verdipapirspesifikk risiko (bp)	36,8	79,7	13,0
Sum-risiko (bp)	38,1	86,8	13,1

grad. For fondet utgjør risikoen knyttet til beta-avviket 3 prosent av samlet relativ risiko. Dette tilsvarer om lag 1,3 bp, mens den verdipapirspesifikke risikoen måles til 36,8 bp. Fondets samlede relative risiko har vært 38,1 bp. For aksjeporteføljen står beta-avviket for 8 prosent av samlet relativ risiko, som tilsvarer 7,1 bp av totalt 86,8 bp. I renteporteføljen bidrar beta-avviket med om lag 1 prosent av samlet relativ risiko, som tilsvarer 0,1 bp av en samlet risiko på 13,0 bp.

1) Akademikere og praktikere har i lang tid diskutert hva som er relevant risiko å justere for ved beregning av risikojustert avkastning. Markedseksponeringen eller porteføljens beta relativt til markedet ble introdusert på midten av 60-tallet. Etter det er det utviklet både teori- og empirisk baserte modeller der det inngår flere risikofaktorer enn betaen.

Åtte år med meravkastning

NBIM evalueres ut fra hvor høy meravkastning som oppnås i forvaltningen. Avkastningen til fondet måles mot avkastningen på en referanseportefølje, som er definert av Finansdepartementet. Empiriske studier indikerer at finansmarkedene er relativt effisiente, dvs. at ny informasjon som er relevant for prisingene av ulike typer instrumenter, raskt reflekteres i markedsprisene.

Med dette som utgangspunkt er det grunn til å vente at sannsynligheten for positiv meravkastning i et gitt år er lik 50 prosent og lik sannsynligheten for negativ meravkastning. Det er også rimelig å anta at denne sannsynligheten er uavhengig av om meravkastningen i det foregående året var positiv eller negativ.

Ved inngangen til 1998 ville en forvente positiv meravkastning i fire av de neste åtte årene. Standardavviket rundt denne forventningen kan beregnes til 1,4 år. Det betyr at det

ville vært relativt sannsynlig å observere alt fra 3 til 5 år med positiv meravkastning. Med de gitte forutsetningene beregnes sannsynligheten for 8 år med meravkastning i hvert enkelt år til 0,0039. En slik lav sannsynlighet kan illustreres på følgende måte. I et tilfeldig utvalg på 1000 forvaltere, ville man vente at om lag 4 stykker som følge av rent hell, ville oppnådd 8 år med meravkastning i hvert enkelt år.

Fondet har eksistert i åtte år eller i 96 måneder. I 30 av disse månedene har meravkastningen vært negativ. Sannsynligheten for å observere maksimalt 30 negative meravkastningsrater over en periode på 96 måneder er om lag 0,0002.

Resultatene hittil har vært bedre enn forventet. Fremover er vi forberedt på større svingninger i årsresultatene enn det som har vært tilfelle i fondets historie så langt.

Datagrunnlag

De tallseriene som er benyttet i denne artikkelen, finnes på Norges Banks nettsted (www.norges-bank.no) under Kapitalforvaltning – Rapporter.





Eierskapsutøvelse og etikk

I de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland er eierskapsutøvelse ett av virkemidlene for å sikre en etisk forsvarlig forvaltning av fondet. Men hvordan hører etikk og eierskapsutøvelse egentlig sammen? Hva kan vi oppnå gjennom aktiv utøvelse av eierskap? Og hvilke virkemidler har vi til rådighet? Denne artikkelen diskuterer betydningen av etisk fundert eierskapsutøvelse for fondets langsiktige arbeid med å bidra til velfungerende, bærekraftige og mer gjennomsiktede markeder – og tar også en tur innom sentrale begreper fra moralfilosofien.

Som et ledd i styrkingen av eierskapsutøvelsen, og som en oppfølging av de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland (tidligere Statens Petroleumsfond), opprettet Norges Bank Investment Management (NBIM) i september 2005 en egen gruppe som skal arbeide med eierskapsutøvelsen i fondet. Arbeidet med eierskapsutøvelse har imidlertid pågått i flere år. Særlig har stemmegivningen i selskapene blitt trappet opp gjennom de siste årene (se også årsrapportens rapporteringsdel, kapittel 5.) Norges Bank har tidligere redegjort for eierskapsutøvelsen, blant annet i en temaartikkel i årsrapporten for 2003, og Norges Banks hovedstyre har fastsatt nye retningslinjer for eierskapsutøvelsen, datert desember 2004.

Med bredt spredte investeringer i rundt 40

land er man på lang sikt avhengig av velfungerende markeder verden over. Det er Norges Banks syn at ulike typer etiske vurderinger har en viktig plass i arbeidet med å bidra til slike markeder og sikre Norges Banks interesser som aksjonær. Derfor fikk etikk en sentral plass i den faglige sammensetningen av den nye eierskapsgruppen (Corporate Governance Group). Det er imidlertid ikke så vanlig at etikken løftes fram så tydelig i arbeid med eierskapsutøvelse som det Norges Bank nå har gjort. Det er derfor viktig å vise, med gode argumenter, hvilken plass etikken faktisk bør ha, og hvorfor den fortjener en slik plass.

I det følgende skal vi diskutere betydningen av at etiske hensyn ivaretas i styret og ledelsen av selskaper, og hvordan disse hensynene kan integreres i eierskapsutøvelsen.

Forvaltning for kommende generasjoner

I forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond - Utland heter det at det overordnede målet for Norges Banks eierskapsutøvelse er "å sikre fondets finansielle interesser" (§ 6). Dette er gjentatt i Etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond - Utland, som er fastsatt i medhold av forskriften. I retningslinjene heter det om deres grunnlag at fondet "er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom."

Ettersom denne rikdommen neppe har noen verdi i seg selv, er det rimelig å tolke utsagnet slik at oljerikdommen skal være et middel til å sikre nordmenn et godt liv i fremtiden. Mange snakker om "velferd" i denne sammenheng. Et godt liv – eller velferd – for nordmenn handler imidlertid ikke bare om nord-

menns velferd, men innbefatter også mulighetene for å dele godene med andre i verden.

Spørsmålet om hva et godt samfunn består i, og hva som muliggjør et godt liv, er det overordnede anliggende i politikken og den offentlige forvaltning. Det er også et hovedspørsmål i moral- og filosofien (etikken), hvor det finnes innsikter som kan være nyttige når samfunnsmessige oppgaver skal løses. Slike innsikter ligger til grunn for Norges Banks eierskapsutøvelse.

Men selv om avkastning således i en større politisk og forvaltningsmessig sammenheng er et *middel* til å oppnå andre goder, i siste instans det gode liv, er den *målet* i den daglige virksomheten for dem som stiller med den operative forvaltning av fondet. Dette skyldes at disse har spesialkompe-

tanse på kapitalforvaltning, og ikke på løsning av andre velferdsoppgaver, som andre er satt til å ta seg av. Ikke desto mindre bør kapitalforvaltere være seg bevisst den overordnede sammenhengen som avkastningsmålet inngår i.

I de etiske retningslinjene for fondet heter det at en god langsiktig avkastning er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand, og at fondets eierposisjoner skal brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling. Fordi avkastningen er et middel til velferd, og avkastningen beror på en bærekraftig utvikling, må altså fondets investeringer og eierskapsutøvelse ta hensyn til utviklingens bærekraft.

I debatten om eierskapsutøvelse og virksomhetsstyring – og mer generelt i forretningsetikken

– har etiske hensyn ofte vært fremstilt som finansielle ut fra tanken om at "etikk lønner seg" (generelt sett). Norges Bank har på dette punkt en komplementær tilnærmingssåte. Man ser ikke bare etiske hensyn som finansielle, men også omvendt: de finansielle hensyn er etiske. Dette er begrunnet i at avkastningen er et nødvendig middel til å realisere målet om velferd. Det betyr likevel ikke at man kan gjøre hva som helst for å fremme slike mål. Hensikten helliger ikke alle midler. Dette reflekteres også i fondets etiske retningslinjer. Disse er nærmere omtalt under avsnittet nedenfor om ansvarsdelingen i den etiske forvaltningen av fondet, samt i en egen faktaboks.

Etiske retningslinjer for eierskapsutøvelsen

Etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond - Utland danner grunnlaget for eierskapsutøvelsen. Hovedinnholdet er gjengitt i denne temaartikkelens hovedtekst. Siden det i retningslinjene er henvisning til FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper, vil disse tre dokumentene bli kort omtalt nedenfor.

The Global Compact (2000) består av ti prinsipper lansert av FN om menneskerettigheter, arbeidstagerrettigheter, miljø og korrupsjonsbekjempelse. De bygger på flere internasjonale erklæringer og konvensjoner. Prinsippene er generelle og sier blant annet at selskaper skal

- respektere menneskerettighetene og ikke være delaktige i brudd på dem,
- opprettholde organisasjonsfrihet og kollektiv forhandlingsrett, samt fjerne alle former for tvangsarbeid, barnarbeid og diskriminering i arbeidslivet,
- støtte føre-var-prinsippet i miljøspørsmål, samt fremme større miljøansvar og utvikling

- utbredelse av miljøvennlige teknologier,
- motarbeide alle former for korrupsjon, herunder utpresning og bestikkelser.

Ifølge Utenriksdepartementet har over 2600 selskaper og organisasjoner sluttet seg til Global Compact. Medlemmene er oppfordret til å rapportere årlig om hvordan de oppfyller prinsippene.

OECD Principles of Corporate Governance (revidert versjon 2004) er et meget omfattende dokument som omhandler grunnlaget for effektiv eierstyring og selskapsledelse (corporate governance), aksjonærenes rettigheter og nøkkelfunksjoner i eierskap, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer, interessentenes rolle, åpenhet og innsyn, og styrets ansvar og forpliktelser.

The OECD Guidelines for Multinational Enterprises (revidert versjon 2000) er også et meget omfattende dokument som inneholder anbefalinger om blant annet offentliggjøring av

opplysninger om virksomheten, arbeidsmiljø og arbeidstagerrettigheter, miljøvern, korrupsjonsbekjempelse, forbrukerinteresser, bruk av vitenskap og teknologi, konkurranse, samt skatteansvar.

Det heter i de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland at det skal fremgå av Norges Banks interne retningslinjer for utøvelse av eierrettighetene hvordan de internasjonale prinsippene integreres i eierskapsutøvelsen. Dette har Norges Bank gjort i **Principles for Corporate Governance and the Protection of Financial Assets** (2004). Her finner vi prinsipper for utøvelse av eierskap (blant annet gjennom formidling av sine prinsipper, stemmegivning på generalforsamlinger, nettverksdeltagelse, direkte selskapskontakt og samarbeid med andre investorer), selskapers strategi og informasjon, selskapers styre og struktur, den langsiktige bærekraft når det gjelder selskapers virksomheter, samt Norges Banks rapportering om sin eierskapsutøvelse.

Ansvarsdeling i den etiske forvaltningen

I de etiske retningslinjene for fondet er det bestemt at etiske hensyn skal ivaretas gjennom følgende tre virkemidler:

- Eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning, basert på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper.
- Negativ filtrering, det vil si utelukkelse, fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper.
- Uttrekk av selskaper fra investeringsuniverset der det er uakseptabel risiko for medvirkning til grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner, alvorlig miljøskade, grov korrupsjon, eller andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

Det er Finansdepartementet som har det overordnede ansvaret for at fondet forvaltes på en etisk forsvarlig måte. Norges Bank har fått i oppgave å forvalte det første virkemidlet, eierskapsutøvelsen, mens de to andre virkemidlene – negativ filtrering og uttrekk – utøves av Finansdepartementet selv på grunnlag av anbefalinger fra et etikkråd oppnevnt av Regjeringen i november 2004. Etikkrådet er en videreføring av det tidligere Folkerettsrådet.

Det overordnede målet for Norges Banks eierskapsutøvelse er å sikre fondets finansielle interesser. Uetiske handlinger i styre og ledelse av selskaper kan få uheldige finansielle konsekvenser for fondet, slik blant annet flere store finansskandaler det siste tiåret har vist. Med investeringer i nær 3500 selskaper i rundt 40 land verden over, er fondets langsiktige verdier avhengig av en verden som i størst mulig grad respekterer menneskerettighetene, ivaretar miljøet og preges av politisk stabilitet og forutsigbarhet. På denne bakgrunn står det i St.meld. nr. 2 (2003-2004) [Revidert nasjonalbudsjett 2004], basert på Graverutvalgets rapport (NOU 2003:22), at Norges Bank skal bidra til å fremme etiske hensyn gjennom eierskapsutøvelsen.

I stortingsmeldingen heter det også at Norges Bank ikke skal ivareta etiske hensyn utover det som er i fondets langsiktige finansi-

elle interesse, fordi dette ville gi uklare linjer i arbeidsdelingen mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Denne arbeidsdelingen består i at Norges Bank foretar den operative fondsforvaltningen basert på finansielle vurderinger med sikte på å fremme de langsiktige verdiene i fondet. Beslutninger om, på grunnlag av ovennevnte etiske kriterier, å unnlate å investere i et selskap eller trekke seg ut av et selskap man allerede er investert i, ligger til Finansdepartementet. Etikkrådet gir anbefalinger om at selskaper bør utelukes fra fondets investeringsunivers gjennom negativ filtrering eller uttrekk dersom det etter rådets vurdering er en uakseptabel risiko for medvirkning til brudd på de etiske retningslinjene. Det er Finansdepartementet som foretar den endelige beslutningen.

Som følge av ulikheter i de underliggende etiske prinsipper for bruken av virkemidlene, blir de etiske vurderinger til henholdsvis Norges Bank, Etikkrådet og Finansdepartementet noe forskjellige. De prinsipper som ligger til grunn for arbeidet til Etikkrådet, er relativt klare, og er basert på folkerettslige og nasjonalrettslige bestemmelser så vel som

politiske ønsker. Etikkrådet har ikke mandat til å vurdere utelukkelse av selskaper opp mot finansielle hensyn, noe imidlertid Finansdepartementet, som treffer endelig avgjørelse i slike saker, kan gjøre.

Norges Banks virkemiddel for å fremme etiske hensyn er eierskapsutøvelse, hvor sikring av fondets finansielle interesser er det overordnede målet. Fondets investeringer foretas fortløpende på grunnlag av finansielle vurderinger. Likevel er det i de etiske retningslinjene angitt at eierskapsutøvelsen også skal være et etisk virkemiddel, og at den skal baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper, ut fra en antagelse om at dette også vil bidra til den beste avkastningen over en lang tidshorison. Norges Banks oppgave blir derfor å tolke og anvende disse retningslinjene, samt å identifisere de etisk relevante faktorer som gjør selskapene vel-drevne og lønnsomme og gjennom dertil egnede virkemidler å påvirke styre og ledelse av selskapene i den etisk og finansielt ønskede retning.

Medvirkning og ansvar

De ovennevnte retningslinjene er så vidt omfattende og krevende at det i praksis vil være umulig å realisere dem fullt ut i alle selskaper som Norges Bank er investert i. Dette er et område hvor det beste fort kan bli det godes fiende, fordi man ved å gape over for mye, kan få utrettet mindre enn man hadde satt seg fore, eller resultatet kan bli tilfeldig og dårlig koordinert.

Men Norges Bank kan ikke av denne grunn tillate seg å være slapp i sine krav til de selskaper man har eierinteresser i. Her må banken bruke skjønn og særlig se hen til hvor viktige de ulike sakene er, hva det er realistisk å få

gjennomført, samt konsekvensene av manglende etterlevelse av retningslinjene for den finansielle avkastningen, og dermed for fremtidig velferd. Det er imidlertid viktig å være oppmerksom på at et selskaps manglende etterlevelse av gjeldende retningslinjer ikke uten videre gir Norges Bank grunnlag for å trekke seg ut av selskapet. Mens det er Finansdepartementet som har myndighet til å ta avgjørelse om filtrering eller uttrekk på etisk grunnlag, er eierskapsutøvelse det virkemidlet som står til Norges Banks rådighet. Dette vil i praksis si å øve påvirkning med sikte på å forbedre selskapene i de ønskede

henseender.

Det kan oppfattes som etisk problematisk i seg selv å ha eierinteresser i et selskap som i ett eller flere etisk relevante henseender ikke holder mål. Den viktigste grunnen til å holde seg unna slike selskaper, er faren for å medvirke til – eller bli beskyldt for medvirkning til – noe en selv eller andre mener er etisk uakseptabelt. Dette er en problematikk som på engelsk gjerne omtales som "dirty hands", det vil si at man skitner til sine hender gjennom slik medvirkning.

Det er faren for at fondet kan medvirke til grovt uetiske handlinger som ligger til grunn for bestemmelsene om



uttrekk og negativ filtrering i de etiske retningslinjene. Men der man velger ikke å trekke seg ut av et selskap, kan det selvsagt fortsatt finnes problemer og utfordringer av etisk art, og da kan og må man fortsatt arbeide for å ivareta viktige etiske hensyn. Som eier har man – alene, og i enda sterkere grad i samarbeid med andre eiere – muligheter for å påvirke selskapet i ønsket retning. Å bruke disse mulighetene på konstruktivt vis, handler om å ta ansvar for både positive og negative konsekvenser av ens medvirkning som investor.

Forskjellige etiske grunnsyn vil vurdere spørsmål om ansvar og medvirkning noe forskjellig. Ifølge ett grunnsyn, som ofte kalles ”pliktetisk”, er det egenskaper ved selve handlingen (for eksempel dens samsvar med en anerkjent regel) eller den handlende personen (for eksempel vedkommendes sinnelag) som gjør den riktig eller gal. Gode eller dårlige konsekvenser kan aldri være avgjørende for dette spørsmålet. Ut fra et slikt syn vil det være naturlig å mene at man bidrar direkte eller indirekte til at en uetisk handling blir utført – og derved blir medskyldig – når man har aksjer i et selskap som utfører uetiske handlinger. Dette vil også gjelde dersom de totale konsekvensene kan tenkes å bli enda verre ved at man holder seg unna selskapet. Medvirk-

ningsansvaret knyttes her til forbindelsen til utøverne av de kritikkverdige handlingene.

Ifølge et annet grunnsyn, som gjerne kalles ”konsekvensetisk”, er det en handlings gode eller dårlige konsekvenser som avgjør om handlingen er riktig eller gal. Den riktige handlingen av flere mulige vil være den som det er grunn til å anta vil ha de beste konsekvensene totalt sett. Er det grunn til å tro at vi som eier kan påvirke i ønsket retning et selskap hvor det begås etisk kritikkverdige handlinger, vil det å forbli eier være riktigere enn å holde seg unna selskapet, ifølge dette grunnsynet. Medvirkningsansvaret knyttes her til mulighetene for å oppnå de beste konsekvenser.

Det er imidlertid en rekke spørsmål som melder seg i en slik situasjon. Hva slags signal sender vi dersom vi gir en handling eller et handlingsmønster implisitt støtte ved å være med på å skyte inn penger i virksomheten? Er handlingen eller handlingsmønsteret av en art som er så kritikkverdig at man uansett bør holde avstand (jfr. pliktetikken)? Kan eierskapstilknytningen til selskapet – uavhengig av eventuelle positive konsekvenser av den påvirkning man kan øve – være av en art som strider mot de grunnleggende prinsipper man forventes – og er forpliktet til – å stå for?

Det er en avveining mellom slike hensyn som ligger til grunn for de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond - Utland. Vi skal unngå tilknytning til de mest åpenbart uetiske handlinger, og skal derfor ikke være investert i de selskaper som klart bryter med bestemmelsene i de etiske retningslinjene. Men det vil være umulig å unngå enhver tilknytning til uetiske handlinger, dersom man ønsker å sikre risikospredning og god avkastning. Dessuten gir eierskap i selskaper makt og rettigheter som kan brukes for å fremme etiske formål, ikke minst overfor selskaper som på forskjellig vis er involvert i etisk klanderverdig virksomhet.

Ovenstående drøftelse viser at både pliktetikken og konsekvensetikken gir innsikter som kan være til nytte når vi skal treffe vanskelige handlingsvalg på grunnlag av de etiske retningslinjene. Disse innsiktene er utviklet i noe større detalj i en egen underartikkel, ”Perspektiver fra etikken” (se s. 52), der vi også ser på et såkalt dydsetisk perspektiv på eierskapsutøvelsen og fondsforvaltningen.

Etisk relevante faktorer i virksomhetsstyring

Norges Bank har det operative ansvaret for å forvalte fondet på den måte som gir den beste avkastningen på lang sikt, gitt de begrensninger som følger av forskriften. Derfor bør fondet være investert på den måten som gir de beste muligheter for slik avkastning. Eventuelle etisk betenkelige sider ved selskapenes virksomhet bør man så som eier prøve å endre på. Norges Bank ønsker at de selskaper man har eierinteresser i, holder høyest mulig etisk standard, både av lønnsomhetsgrunner og på grunn av egenverdien av en slik standard. Viktige faktorer når man vurderer dette, er blant annet:

- Styrets sammensetning, kvalifikasjoner og uavhengighet av selskapets toppledelse
- Styrets og ledelsens evne til å ivareta aksjonærenes interesser
- Lederlønnssystemer (fast lønn, bonus, opsjoner mv)
- Interne kontrollordninger (tilsyn, revisjon mv) og ansvarsmekanismer
- Praktisering av åpenhet og innsyn (herunder rapporteringssystemer)
- Arbeidsstandarder (herunder arbeidstagerrettigheter og arbeidsmiljø)
- Selskapets forhold til det ytre miljø
- Forretningspraksis (herunder forholdet til lovgivning vedrørende korrupsjon, skatt, konkurranse, forbrukerrettigheter mv)

Ovenstående er ingen uttømmende liste over relevante faktorer. Dessuten griper de på ulike vis inn i hverandre. De nevnte faktorer er i stor grad tatt vare på i de etiske retningslinjene som er beskrevet foran.

Påvirkningsmåter i eierskapsutøvelsen

Norges Banks eierskapsutøvelse består i å påvirke i ønsket retning de selskaper man har eierinteresser i. Dette gjelder selvsagt ikke bare i spørsmål av eksplisitt etisk karakter, men også mer generelt. Slik påvirkning kan skje på følgende måter:

- *Formidling av Norges Banks etiske prinsipper og retningslinjer:* Dette gjelder alle de etiske prinsipper og retningslinjer Norges Bank bekjenner seg til, jf. avsnittet om disse ovenfor. Prinsippene og retningslinjene vil bli formidlet til både samarbeidspartnere på investorsiden og selskaper man har eierinteresser i.
- *Samarbeid med andre institusjonelle investorer:* Påvirkning av et selskap vil ha større kraft hvis den utøves av flere samarbeidende investorer. Derfor vil Norges Bank samarbeide med andre institusjonelle investorer – både på formell og uformell basis – med sikte på å skape felles front i viktige spørsmål.
- *Stemmegivning på generalforsamlinger:* Norges Bank har de siste årene i økende grad stemt på generalforsamlingene i de selskaper man er aksjonær i, jf. rapporteringsdelen kapittel 5. Norges Bank vurderer kontinuerlig hvordan stemmeretten kan brukes for å fremme eierinteressene.
- *Direkte selskapskontakt:* Hvis det er sider ved et selskaps

styre eller ledelse som kommer i konflikt med fondets langsiktige lønnsomhet eller de etiske prinsipper for øvrig, kan Norges Bank ta forholdet direkte opp med selskapet, og da primært dets styre. Dette kan eventuelt skje i samarbeid med andre investorer.

Norges Bank ønsker å være åpen om de prinsippene som eierskapsutøvelsen er basert på. Samtidig mener Norges Bank, i likhet med mange andre sammenlignbare investorer, at en dialog er best tjent med konfidensialitet vis-à-vis det enkelte selskap. Ønsker man å bygge tillit og få til reelle forandringer, kan det virke mot sin hensikt å opptre høylydt og demon-

strativt. I tillegg vil det være nærmest umulig for Norges Bank å kommentere stemmegivning eller selskapskontakt for hvert eneste av de nesten 3.500 selskaper vi er investert i. Det er likevel viktig for Norges Bank å vise klart frem de prinsipper man bygger på, og den måte disse blir fulgt opp på i den faktiske eierskapsutøvelsen. Det kan også vise seg riktig i enkelte tilfeller – for eksempel for å skape ytterligere press mot selskaper eller for å fylle et viktig informasjonsbehov – å ty til offentliggjøring og slik få frem viktige initiativer man har tatt selv eller sammen med andre.

Visjon for eierskapsutøvelsen

Norges Banks integrering av etikk som en del av eierskapsutøvelsen er motivert av bankens oppgave, som er å sikre de langsiktige finansielle interessene til Statens pensjonsfond - Utland. Dette krever etiske overveielser, som vi har sett foran. Styrkingen av etikken i eierskapsutøvelsen har imidlertid et videre siktemål, nemlig å definere det moralske ansvaret Norges Bank har som forvalter av et av verdens største institusjonelle fond, med eierinteresser verden over.

Eierskapet innebærer makt, plikter og rettigheter som kan utøves og sikres på ulike måter. Som oftest er ikke alle måtene like gode etisk sett. Norges Bank ønsker å reflektere etisk rundt sin posisjon og sine muligheter: hva denne posisjonen innebærer, og ikke minst, hvordan kan Norges Bank gjennom Statens pensjonsfond – Utland bidra i en global sammenheng til å oppfylle høye etiske krav innenfor rammen av fondets målsetting?

Denne refleksjonen kan ikke være noe skippertak, men må inngå i en kontinuerlig prosess som krever kritisk og kreativ tenkning både i utarbeidelsen og anvendelsen av etiske prinsipper for eierskapsutøvelsen, utviklingen

av kommunikasjonsstrategier, og ikke minst utviklingen av den etiske kompetansen hos dem som skal forestå og gjennomføre dette arbeidet. På denne måten håper Norges Bank – som en profesjonell og moralsk bevisst investor – å kunne sette sitt preg på utviklingen til fordel for både Norge og verden for øvrig.

Noen viktige satsingsområder for de nærmeste årene peker seg ut: arbeid for aksjonærrettigheter – herunder sikring av styrenes kompetanse, ansvar og uavhengighet av selskapsledelsen, retten til å ha kontroll over egne aksjer, samt stemmerettsspørsmål – og arbeid for større åpenhet, ikke minst med hensyn til miljømessig bærekraft, bekjempelse av korrupsjon og sikring av fremtidige generasjoners rettigheter og muligheter.

Norges Bank håper gjennom dette arbeidet å bidra til å virkeliggjøre den generelle visjonen for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland, nemlig å være verdens ledende og mest respekterte fondsforvalter.



Perspektiver fra etikken: plikter, konsekvenser og dyder

Når finansielle verdier skal forvaltes på en etisk forsvarlig måte, bør vi ikke stole på enkle resonnementer eller tro på raske løsninger. Mange hensyn skal ivaretas, og vanskelige avveininger må gjøres. Hva kan egentlig etikken, eller moralfilosofien, gi oss av perspektiver som kan hjelpe oss i dette vanskelige arbeidet? Det følgende er ment som bidrag til den etiske refleksjonen om god fondsforvaltning, med særlig vekt på det som er vårt hovedtema her: eierskapsutøvelse som en integrert del av forvaltningen.

Den tradisjonelle tenkningen om eierskapsutøvelse, som vektlegger bl.a. aksjonærs innflytelse på styrevalg, styrenes integritet og kompetanse, hensiktsmessige lederlønninger og tilstrekkelig rapportering, gir oss viktige bidrag også når etiske avveininger skal gjøres overfor selskapene fondet er investert i. Bedre og mer forutsigbare styringssystemer gir oss større gjennomsiktighet, klarere ansvarsplassering og generelt bedre vilkår for etikk og moral. Men fra etikken som fag kan vi hente ytterligere perspektiver som kan være med på å lede oss mot vårt overordnede mål: en ansvarlig fondsforvaltning som – blant annet gjennom eierskapsutøvelsen – bidrar til velferd for kommende generasjoner.

I hovedartikkelen om etikk og eierskapsutøvelse har vi nevnt pliktetikk og konsekvensetikk som forskjellige måter å begrunne handlingsvalg på. De kan imidlertid også sees på som to utfyllende *perspektiver* eller *ståsteder* som man kan føre den etiske samtalen ut fra, og som både hver for seg og samlet kan spille en viktig rolle som bidrag til debatten om forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland. Sammen med et tredje perspektiv, det såkalte dydsetiske, utgjør de nyttige ståsteder for å formulere spørsmål, resonnementer og standpunkter rundt etikken i eierskapsutøvelsen spesielt og fondsforvaltningen generelt.

Med dette påstår vi ikke at disse er de eneste etiske perspektivene man kan anlegge, ei heller at de alltid harmonerer. Tvert om vil det ofte være spenning mellom dem, og i flere tilfeller vil det være nødvendig å gjøre ett teoretisk ståsted til det mest grunnleggende for å bestemme riktigheten av handlinger, dersom man overhodet skal kunne trekke konklusjoner og være handlingsdyktig. Når vi likevel behandler disse tre teoriene i det følgende og omtaler dem som "perspektiver", er det fordi de alle hjelper oss å stille spørsmål som bør være obligatoriske når vi har som ambisjon å forvalte store verdier på etisk forsvarlig vis. Måten vi bruker teoriene på i denne konteksten, er således ment som en påvisning av grunn-

leggende, etiske spørsmål og tilhørende resonnementer i investeringsvirksomheten og eierskapsutøvelsen, og ikke som en utlegning av etiske teorier som sådan.

1. Pliktperspektivet tvinger oss til å identifisere og formulere de plikter og rettigheter som investeringsvirksomheten ikke kan være foruten dersom den skal være etisk forsvarlig. Det etiske grunnspørsmålet er dermed: *Hvilke plikter og rettigheter er vi avhengige av for at vår virksomhet skal fungere, være rettferdig og være lønnsom?* I praksis leder dette perspektivet oss ofte til jussen, med dens lover og bestemmelser. Men pliktperspektivet kan også hjelpe oss til å identifisere normer og regler som ikke primært er juridiske, men som mer handler om god skikk og bruk for forskjellige typer virksomhet, eller om etiske krav som går utover det jussen foreskriver. Det er vanskelig å se for seg god og rettferdig investeringsvirksomhet uten ordentlige rapporteringsmekanismer, velfungerende markeder og tilstrekkelig tillit til samfunnets institusjoner. Å styrke respekten for slike plikter og institusjoner – uansett om de er lovfestede eller ikke – og arbeide gjennom eierskapsutøvelsen for internasjonalt anerkjente regler som alle kan respektere, er kanskje det viktigste som pliktperspektivet presser oss til. Men dette perspektivet er også viktig for den type filterings- og uttrekksmekanisme som er en del av de etiske retningslinjene, siden den er basert på en grunnantagelse om at noen typer produksjon og virksomhet er å regne som uetisk, og følgelig som noe man er pliktig til ikke å delta i. Da er det ikke primært en kalkulerer av konsekvenser som ligger til grunn for avgjørelsene; man skal snarere avgjøre om noe er riktig eller ikke, sett i forhold til et sett med regler. Det er imidlertid viktig å merke seg at disse reglene i sin tur kan ha sin dypere begrunnelse i hva som skaper de beste konsekvensene – og det bringer oss naturlig videre til det neste perspektivet.

2. Konsekvensperspektivet tvinger oss til å stille spørsmål rundt følgene av våre handlinger (og herunder også av våre unnlaterelser). Slik sett er konsekvensperspektivet i større grad fremoverskuende, idet det har fokus på følger i fremtiden snarere enn på plikter, regler og rettigheter som allerede er etablert. Disposisjoner som innebefatter store finansielle verdier, kan ha konsekvenser for mange mennesker, og slik sett har konsekvensperspektivet åpenbart relevans for fondsforvaltning og eierskapsutøvelse. Ifølge dette etiske perspek-

tivet skal vi bruke vår innflytelse og våre rettigheter til å være med på å forme konsekvensene av våre egne og (når det er mulig og naturlig) andres handlinger, og vi skal ta hensyn til flest mulig av de berørte parter, ut fra den grunnleggende idé at alle mennesker skal tilkjennes det samme menneskeverd. Relatert til vårt tema her bør ikke dette utlegges som at investoren kan eller bør ha ansvaret for alle mulige konsekvenser, direkte eller indirekte, av sin virksomhet. Intet samfunn fungerer uten en rimelig arbeids- og ansvarsdeling mellom forskjellige institusjoner med ulik faglig kompetanse og myndighet. Investorens hovedoppgave er i så måte å sikre finansielle verdier, ikke å utøve sosialpolitikk eller utviklingspolitikk. Likevel kan det oppstå situasjoner der en investor har muligheten til å ta etiske, sosiale og miljømessige hensyn på en måte som på samme tid kan utfylle (og forbedre) andres arbeid på de samme feltene, og være med på å sikre fondets finansielle verdier. Siden eierskapsutøvelsen på denne måten er fremoverskuende og forsøker å bidra til de best mulige konsekvenser på sikt, ofte på lang sikt, er det naturlig å si at konsekvensperspektivet er grunnleggende for fondets etikk. Samtidig skal vi legge merke til, som antydnet ovenfor, at plikt- og konsekvensperspektivene, slik de er presentert her, i mange tilfeller overlapper. Mange plikter vil tross alt ha sin dypere begrunnelse i at de bidrar til å skape gode konsekvenser for samfunnet.

3. Dydsperspektivet er annerledes enn de to foregående, all den tid det ikke primært formulerer spørsmål om våre handlinger, men mer handler om hvem vi er, hvilket sinnelag vi fremviser, og hva slags etiske kvaliteter som preger oss – kort sagt: hva slags dyder som bør være styrende for våre handlinger. Dydsetikken løfter frem de idealer og holdninger som bør ligge til grunn for handlingsvalgene våre, og fungerer slik som en viktig utfylling til plikt- og konsekvensperspektivene. Fra dydsetikkens ståsted er det relevant å spørre: Som et norsk statlig fond med ansvar overfor mange generasjoner, *hva slags verdier skal Statens pensjonsfond - Utland reflektere, og hva slags institusjon skal man være?* Å stille disse spørsmålene trenger ikke medføre en naiv forestilling om at man kan være uskyldig eller perfekt i all sin fremferd, eller at man skal gjøre noe helt annet enn det som er ens hovedoppgave: å forvalte finansielle verdier på en profesjonell og lønnsom måte. Men det fordrer at man faktisk tar selvbilde, idealer og holdninger på alvor. I forretningsetikken og profesjonsetikken mer

TEMAARTIKKEL 2

generelt er dette blitt stadig mer fremtredende: Man snakker ofte om å bygge en "merkevare" og derigjennom stå frem på ærlig vis – for ens ansatte, kunder og omverdenen – med en profil og med verdier som skaper tillit. Denne tanken er også relevant for investoren. Ikke minst må man være seg bevisst hvem som eier de pengene man forvalter og hva slags verdier eierne har. For Statens pensjonsfond – Utland er disse verdiene uttrykt gjennom politiske vedtak som er styrende for fondets drift. Her snakker vi bl.a. om rettferdighet, ærlighet, lovlighet og respekt for andre mennesker og deres rettigheter. Man må handle i tråd med disse verdiene på en måte som sikrer fondet tillit hos dem som eier det – og som samtidig skaper tillit hos andre investorer og i selskapene og markedene der man er investert. Dermed ser vi at samtalen om etikens plass i investeringsvirksomheten og eierskapsutøvelsen ikke bare består i å identifisere rette og gale handlinger, gode og dårlige investeringer, etiske og uetiske selskaper, men også i å klargjøre *hvem man selv er*, og hva slags holdninger og verdier man ønsker å reflektere. Dette har dessuten følger for yrkesetikken i investeringsorganisasjonen: Det ansvaret og de normene som skal virke styrende for investeringene, må også gjennomsyre den daglige virksomheten i organisasjonen.

Alle disse tre perspektivene kan på fruktbart vis brukes i arbeidet med å sikre en eierskapsutøvelse i Statens pensjonsfond – Utland som ivaretar de etiske hensynene som vi finner i fondets retningslinjer. Dette kommer ikke i motsetning til de finansielle målene, men fremstår snarere som en ytterligere forsikring om at veien som fører til målene, er den rette – både økonomisk og etisk. Vi søker med andre ord både å identifisere (a) de grunnleggende plikter som fondet er avhengig av at andre følger – og som vi som kapitalforvaltere selv må følge, (b) de konsekvenser vi skal tilstrebe å medvirke til gjennom våre handlinger, og (c) de dyder og holdninger som skal prege vår virksomhet. Slik ser vi at den etiske refleksjonen om fondsforvaltningen generelt, og om eierskapsutøvelsen spesielt, langt fra er enkel og endimensjonal, men den er – og skal til enhver tid være – sammensatt og flerdimensjonal.



TEMAARTIKKEL 2

Eierstyring – den filosofiske begynnelsen

Finnes det en historisk kopling mellom eierstyring og moralfilosofi? Svaret er et klart ja. Hugo Grotius (1583-1645), folkerettens far og en av den moderne tids viktigste moralfilosof, bidro i sin tid også til tilblivelsen av begrepet eierstyring.

I 1604 ble Nederland rystet av en feide som hadde splittet aksjonærene i det rike og mektige nederlandske Ostindiakompaniet. Dette var en av de første registrerte tvistene om det som i dag gjerne kalles "corporate governance", på norsk eierstyring eller eierskapsutøvelse. Striden oppstod da det portugisiske handelsskipet *St. Catherine* ett år tidligere ble oppbrakt i Malakka-stredet av en nederlandsk sjøkaptein fra et rederi i Amsterdam, som konfiskerte den verdifulle lasten. De forente provinser (som Nederland tidligere ble kalt) var da i krig med det spanske imperiet, men konflikten hadde ennå ikke spredt seg til en handelsutpost som Indonesia. Oppbringelsen av *St. Catherine* representerte dermed en betydelig opptrapping av en konflikt som til da hadde vært begrenset til europeiske farvann. Den nederlandske sjøkapteinen rettferdiggjorde sin oppførsel ved å vise til et rettsprinsipp som den gang var alminnelig anerkjent, nemlig at også private hadde adgang til beslaglegge fiendens eiendom i krigstid. Lovligheten av oppbringelsen ble prøvd for retten i De forente provinser, og sjøkapteinen fikk til slutt medhold. Utbyttet etter oppbringelsen ble så tilkjent Ostindiakompaniet, som nettopp hadde fusjonert med rederiet i Amsterdam.

Straks etter gikk en gruppe blant Ostindiakompaniets aksjonærer – mange av dem mennonitter, som var erklærte pasifister – til et kraftig felttog mot kjennelsen. Aksjonærene tok moralsk avstand fra dommen og nektet derfor å motta sin andel av den fortjeneste priseretten hadde tilkjent dem, og de krevde også at selskapet måtte avstå fra slik ussel vinning.

På dette tidspunktet ble en ung jurist ved navn Hugo de Groot ("Grotius" var hans latinske pseudonym) trukket inn i striden. I dag er Grotius mest kjent for sin monumentale avhandling *Om krigens og fredens rett*, men den gang var han bare 21 år gammel, om enn allerede en respektert tenker. Han fikk i oppdrag av Ostindiakompaniet å analysere de juridiske og moralske sidene ved denne komplekse saken, og den unge Grotius begikk et verk på over 300 sider – *De Iure Praedae* (Om krigsbytte-retten). I dette verket går han grundig inn i alle sakens sider, men ender til syvende og sist med å forsvare selskapet, og ikke minoritetsaksjonærene.



Verket ble ikke utgitt i forfatterens levetid. Det ble oppdaget på nytt først i 1864 og er i dag omfattet med stor interesse. Det representerer muligens det første systematiske forsøket på å redegjøre inngående for hvordan internasjonal handel, krig, eierrettigheter og eierforpliktelser, jakten på fortjeneste og offentlige reguleringer spiller sammen og dermed utfordrer selv de klokeste hoder. Hugo Grotius ga oss dermed det første moralske og juridiske kartet over en rekke viktige forhold som selskapsiere fremdeles – ja, i økende grad – må forholde seg til.





Aksjonærenes rettigheter

Som selskapseiere har aksjonærer flere rettigheter som setter dem i stand til å påvirke styringen av selskapet, enten direkte eller gjennom sine valgte representanter i styret. Retten til å stemme på den årlige generalforsamlingen er den viktigste av disse rettighetene. Gjennom utøvelsen av stemmeretten velger aksjonærene selskapets styre og treffer beslutninger som er av grunnleggende betydning for selskapet. Dersom stemmeretten skal være effektiv, må aksjonærene også ha rett til å fremme forslag for generalforsamlingen, og ha rett til å motta fyllestgjørende og korrekt informasjon i rett tid fra selskapet.

Aksjonærdemokrati

Uttrykket “aksjonærdemokrati” brukes vanligvis i forbindelse med aksjonærenes utøvelse av stemmeretten. Aksjonærdemokratiet er en viktig del av de ulike prosessene som styrer et selskap. Et velfungerende aksjonærdemokrati må som et minimum sikre at aksjonærene velger et styre som er sammensatt av kvalifiserte personer. Styret skal ivareta alle aksjonærenes interesser og være i stand til å føre effektiv kontroll med styringen av selskapet. En annen viktig oppgave for aksjonærdemokratiet er å løse konflikter aksjonærene imellom. Store selskaper har mange eiere, som vil kunne ha forskjellige interesser og være uenige om hvilken strategi selskapet bør følge. Det er derfor nødvendig med prosedyrer som kan samle og forene de ulike synspunktene til en helhetlig politikk for selskapet.

Selv om det er interessante paralleller mellom det politiske demokratiet og aksjonærdemokratiet, er det også viktige forskjeller. En vesentlig forskjell er at aksjonærene har rett til å avhende aksjene, mens borgerne i et demo-

krati ikke har en tilsvarende rett til å selge sitt statsborgerskap. I den grad aksjonærer har denne rettigheten, kan de “stemme med føttene” ved å selge sine aksjer hvis de ikke er fornøyd med selskapsledelsen. Aksjonærenes anledning til å avhende aksjene er likevel ofte begrenset. Ved å iverksette ulike tiltak mot oppkjøp kan selskapet begrense eiernes muligheter for å selge sine aksjer til budgivere som styret ikke liker. En viktig oppgave for aksjonærdemokratiet er å verne om aksjonærenes rett til å avhende sine aksjer.

Det har vært en vanlig oppfatning at investorer ikke trenger å bruke sin stemmerett på generalforsamlingen, all den tid de har en mulighet for å avhende aksjene sine. Aksjonærer innser imidlertid i stadig større grad at det er viktig å være aktive deltakere i aksjonærdemokratiet, selv om aksjene kan selges. En av grunnene til dette er at enkelte investorer i praksis er nødt til å forbli investerte i bestemte selskaper, selv om det i og for seg ikke foreligger noen begrensninger på retten til å selge.

TEMAARTIKKEL 3

For eksempel er mange store internasjonale fond, som Statens pensjonsfond - Utland, bredt plassert i markeder over hele verden og har en lang tidshorisont for sine investeringer. Disse fondene vil være avhengige av å forbli bredt investerte, og det å selge sine aksjer vil ofte ikke være et alternativ. En annen grunn til at søkelyset i økende grad rettes mot aksjonærenes demokratiske rettigheter, er en erkjennelse av at avhendingsretten ikke i tilstrekkelig grad kan beskytte minoritetsaksjonærene mot å bli utnyttet av selskapsledelsen eller av kontrollerende aksjonærer.

Utøvelse av de demokratiske eierrettighetene gir minoritetsaksjonærene en mulighet til å beskytte sine finansielle interesser. Aksjo-

nærdemokrati og eierskapsutøvelse kan derfor betraktes som virkemidler mot de agentproblemene som oppstår når kontroll og eierskap holdes atskilt. Avtalen mellom eiere og ledelse vil ikke kunne løse agentproblemene fullstendig, og den fulle kontrollen over selskapet kan ikke overføres til ledelsen.

Aksjonærdemokratiet skiller seg fra det politiske demokratiet også med hensyn til sin begrunnelse, ettersom det er finansielle interesser som er hovedårsaken til at investorer er opptatt av aksjonærdemokrati og god virksomhetsstyring. Det er imidlertid også viktige etiske argumenter for at investorer bør delta i aksjonærdemokratiet. Eierskapsstyring kan betraktes som et kollektivt gode fordi alle aksjo-

nærer, og muligens også andre interessenter, høster fordeler av ressurser brukt på eierskapsstyring, mens bare de som deltar i eierskapsstyringen, bærer kostnadene. Det er grunn til å tro at dette "kollektivt gode"-aspektet ved eierskapsstyring har ført til at for lite ressurser har blitt brukt til eierskapsstyring, og at dette igjen har bidratt til de mange selskapsskandalene og til feil bruk av samfunnets ressurser. Det er derfor mulig å hevde at aksjonærer har et moralsk ansvar for å redusere dette problemet, og at store institusjonelle investorer har en særlig plikt til å delta i arbeidet med eierskapsstyring.

Stemmerett

Ikke alle aksjeklasser gir eieren en formell stemmerett, og rettighetene er ikke alltid likt fordelt blant alle innehavere av den samme aksjeklassen. Det er likevel en vanlig oppfatning at aksjonærenes stemmerettigheter bør være fordelt i forhold til kapitalen den enkelte aksjonær risikerer i selskapet. I USA følger de fleste børsnoterte selskaper prinsippet om "én aksje – én stemme", slik at hver aksje gir den samme stemmerett. I Europa er en tredjedel av selskapene i aksjeindeksen FTSE Eurofirst 300, som inkluderer de 300 største selskapene i Europa, dominert av store aksjonærer som kontrollerer majoriteten av stemmerettighetene uten å eie majoriteten av aksjekapitalen. Ulike avvik fra prinsippet om "én aksje – én stemme" og konsekvensene av disse avvikene vil bli nærmere drøftet i ramme 1.

I dag er det ingen felles standarder som regulerer det brede spekteret av eksisterende praksiser rundt stemmegivning. Selv innenfor ett og samme marked kan kravene variere. Den euro-

peiske union bemerker i handlingsplanen som blant annet skal styrke eierskapsstyringen i EU, "Action Plan on Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the EU", at det er hindringer som vanskeliggjør stemmegivning på tvers av landegrensene. I europeiske land sitter utlendinger med mellom 30 og 80 prosent av aksjene i børsnoterte selskaper, og det blir anført i rapporten at nasjonale lovbestemmelser om generalforsamling og stemmegivning ikke er tilpasset dette forholdet.

Store institusjonelle aksjonærer eier ofte aksjer i flere tusen selskaper, og det ville være umulig for dem å møte på generalforsamling i alle disse selskapene. Investorene oppnevner derfor gjerne en representant som møter på generalforsamlingen og stemmer på deres vegne. Representanten har den samme rett som en aksjonær til å ta ordet og stemme på møtet. Avstemningsregler som historisk sett kan ha vært godt begrunnet, er i mange land ikke blitt tilpasset slik at det tas høyde for denne

type investorer. Viktige hindringer for utøvelse av aksjonærenes stemmerett er:

- *Strengt krav til stemmeberettigelse:* De fleste markeder krever at en investor utsteder en fullmakt som gir en annen rett til å stemme i sitt sted. Andre markeder krever at en investor for å bli stemmeberettiget registrerer sine aksjer på nytt i eget navn, og ikke i navnet til depotbanken. Begge disse prosessene tar ofte unødig lang tid og er ressurskrevende.
- *Blokkering av aksjer:* I en rekke markeder, særlig de europeiske, vil en investor som ønsker å stemme, få sine aksjer blokkert. Dette innebærer at investoren i et nærmere bestemt tidsrom fram til generalforsamlingen er over, ikke har rett til å selge sine aksjer i selskapet. I praksis betyr dette at investoren må velge mellom å utøve stemmeretten og å beholde friheten til å selge aksjer uten restriksjoner.
- *Selv om denne praksisen nå blir lagt om i mange markeder, er dette fremdeles et stort hinder for stemmegivning mange steder.*
- *Ingen elektronisk stemmegivning:* I de fleste land er elektronisk stemmegivning ikke tillatt. Enkelte markeder har åpnet for dette, blant annet USA, Australia, Japan, Storbritannia og Tyskland, men det er langt fra gjennomført i alle selskaper. Om elektronisk stemmegivning ble tillatt, ville dette redusere aksjonærenes kostnader i forbindelse med stemmegivning.
- *Stemmer avgitt ved fullmektig teller ikke:* I de fleste markeder telles stemmer avgitt ved fullmektig opp bare dersom det stemmes skriftlig, og ikke ved håndsopprekning. Hvis det er håndsopprekning, har hver person én stemme uansett størrelsen på aksjeholdningen.

Fastsettelse av dagsorden

Et velfungerende aksjonær-demokrati avhenger ikke bare av at aksjonærene i praksis har mulighet til å stemme, men også av hvilke saker aksjonærene får anledning til å stemme over. Som regel er det selskapsledelsen som kaller inn til generalforsamling og dermed bestemmer dagsordenen. Enkelte saker må ledelsen legge fram for godkjenning av generalforsamlingen, men her varierer kravene i de ulike rettssystemene. De ulike børsene kan i tillegg kreve at enkelte, viktige beslutninger legges fram for aksjonærene til godkjenning. De fleste internasjonale retningslinjer og mange nasjonale regelverk for virksomhetsstyring erkjenner at aksjonærer bør ha makt til å avsette styremedlemmer og oppnevne og avsette revisorer, og til å godkjenne visse grunnleggende endringer i selskapet og visse transaksjoner som innebærer en særlig risiko for selskapskapitalen.

Til tross for at det er en allmenn oppfatning at aksjonærene bør ha rett til å avsette styremedlemmer, er det mange forhold som hindrer dette, og hindringene varierer fra land til land. I USA velges styremedlemmer ved pluralitetsavstemning, og i ramme 2 er det nærmere beskrevet hvordan dette systemet, kombinert med den praksis at det sittende styret bestemmer navnene på styrekandidatene, begrenser aksjonærenes innflytelse ved styrevalg. I Europa er det vanlig praksis at ikke samtlige, men bare enkelte styremedlemmer er på valg hvert år. Dermed blir det vanskelig å skifte ut det sittende styret, både når det er motkandidater og ved fiendtlig overtakelse. Vanligvis har likevel aksjonærer i Europa, i hvert fall majoritetsaksjonærer, mer de skulle ha sagt ved tildeling av styreverv enn hva som er tilfellet i amerikanske selskaper. Dette

skyldes ikke minst det faktum at eierskapet er mer spredt i amerikanske selskaper, noe som gjerne går på bekostning av aksjonærenes makt i forhold til ledelsen.

Formelt tilligger det styret, ofte gjennom en kompensasjonskomité, å bestemme belønningsstrukturene for den øverste ledelsen. For liten aksjonærkontroll over styrene, og styre som har for tette bånd til ledelsen, har derfor gitt aksjonærene mindre kontroll over insentivstrukturer. Dette problemet er større i USA enn i de fleste andre land.

Det er alminnelig enighet om at aksjonærer bør ha beslutningsrett i saker som er av avgjørende betydning for selskapet, som for eksempel fusjon, konsolidering, salg av alle aktiva eller oppløsning av selskapet. Denne retten er imidlertid også ofte begrenset. I mange rettssystemer har styret rett til å innføre ulike typer tiltak mot oppkjøp uten at dette behøver å godkjennes av aksjonærene. I ramme 3 drøfter vi én type tiltak, nemlig såkalte giftpill.

OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse fastslår at aksjonærene må gis behørig mulighet til å sette saker på en generalforsamlings dagsorden, innen rimelighetens grenser. De fleste land opererer med en prosentvis andel av aksjekapitalen som terskel for aksjonærer som krever at en sak skal tas opp til behandling på generalforsamlingen. Enkelte rettssystemer har også en alternativ terskel i form av mengde innbetalt kapital eller et minimum antall aksjonærer. I Europa ligger aksjekapitalterskelen vanligvis mellom 5 og 20 prosent. I noen få land kan enhver aksjonær sette saker på dagsordenen, for eksempel i Danmark, Sverige og Canada. I de fleste europeiske land må informasjon om aksjonærforslag sendes ut til samtlige aksjonærer



for selskapets regning. I USA kan en aksjonær som i minst ett år har sittet med minst én prosent av aksjene eller med 2000 dollar i markedsverdi, fremme ett forslag, som så skal sendes ut for selskapets regning.

Aksjonærer kan også sette saker på agendaen ved å kalle inn til generalforsamling. I enkelte rettssystemer er det satt en høy terskel for at aksjonærer kan innkalle til generalforsamling. I de fleste store markeder varierer terskelen fra 5 til 20 prosent av stemmeberettiget kapital. I den amerikanske delstaten Delaware, der de fleste selskaper i USA er registrert, er det bare styret som har lovfestet rett til å innkalle til ekstraordinær generalforsamling.

Det er også viktige internasjonale forskjeller med hensyn til hvorvidt generalforsamlingens vedtak på aksjonærforslag er bindende eller ikke. Et aksjonærforslag i USA er oftest ikke å anse som bindende, men kun et råd som styret kan velge å følge eller

å se bort fra. I USA kan selskapet også unnlate å ta aksjonærforslaget med på generalforsamlingen dersom saken gjelder selskapets "ordinære forretningsvirksomhet", med den begrunnelse at aksjonærer ikke bør ha makt til å styre selskapet på "mikronivå". Aksjonærforslag i USA behøver heller ikke behandles i generalforsamlingen dersom forslaget gjelder aktiviteter som ikke er viktige for selskapet.

En annen viktig forskjell mellom selskaper i USA og Europa er muligheten for å fremme forslag om endringer i selskapets vedtekter. I de fleste amerikanske selskaper er det bare styret som kan foreslå slike endringer. I Europa kan aksjonærer gjøre dette, ofte under forutsetning av en viss aksjebeholdning, og på det vilkår at forslaget får såkalt supermajoritet, dvs. oppfyller et gitt flertallskrav som er strengere enn et simpelt flertall.

Aksjonærenes rett til informasjon

Aksjonærene er helt avhengige av å bli informert om selskapets løpende virksomhet for å kunne bruke stemmeretten sin effektivt. Veksten i internasjonalt institusjonelt aksjeeierskap aktualiserer spørsmålet om effektiv kommunikasjon mellom eier og selskap. Alle aksjonærer bør, så langt det er mulig, gis samtidig og lik tilgang til vesentlig informasjon fra et børsnotert selskap om dets virksomhet.

Selskapene kan informere sine aksjonærer gjennom ulike kanaler, som for eksempel årsberetning, informasjon sendt ut i forkant av generalforsamlingen, selve generalforsamlingen, selskapets nettsider, børsmeldinger, pressemeldinger og møter med ledelsen og styret. Årsberetningen er kanskje den viktigste kanalen av alle. Hvilken type informasjon som må tas med i årsberetningen, varierer imidlertid fra land til land. For eksempel har Securities and Exchange Commission (det amerikanske kreditt-tilsynet) nylig foreslått at selskaper i USA må offentliggjøre enkeltheter om toppledelsens lønnsbetingelser, mens dette ikke er nødvendig i de fleste andre land, i hvert fall ikke i samme grad.

I mange fremvoksende markeder ("emerging markets") er det ofte slik at selskapene ikke sender ut stemmesedler eller informasjon om generalforsamlingen i det hele tatt. Det kan skyldes at lovverket er svakt, og at det ikke finnes noen reguleringsmyndighet som ser til at det regelverk som finnes, blir etterlevd. Aksjonærene må åpenbart ha kjennskap til dagsorden og tidspunkt for generalforsamlingen for å kunne delta i aksjonærdemokratiet. Enkelte selskaper sender ut møteinnkalling og informasjon om dagsordenen kun på landets eget språk. Enkelte ganger kommer det en oversettelse, men ofte først etter noen tid. Utenlandske investorer mottar derfor gjerne ikke informasjon i tide til å kunne foreta informert stemmegivning.

I de fleste utviklede markeder er det lovfestet hvilken informasjon som skal følge med en innkalling til generalforsamling, men dette er ikke alltid tilstrekkelig til at aksjonærene kan treffe informerte beslutninger, og kvaliteten på informasjonen er svært ujevn i de ulike markedene. Informasjonsproblemet forsterkes ved det faktum at det ofte er en kjede av finansielle mellommenn mellom aksjeutsteder og investor. Gjennom denne kjeden, som blant annet består av registerførere, lokale depotban-

ker, globale depotbanker, kapitalforvaltere og eksterne tjenesteytere, er det meningen at informasjon og stemmesedler skal flyte fra utsteder til egentlig eier, og så tilbake igjen med stemmeinstrukser. I USA har Securities and Exchange Commission nylig foreslått at selskapene skal ha anledning til å bruke Internett til å levere informasjon om generalforsamling og stemmesedler.

Generalforsamlingen er en annen viktig kilde til informasjon for aksjonærene. På generalforsamlingen har aksjonærene mulighet til å få informasjon om styrets arbeid og videre planer, og ellers ansvarliggjøre styret ved å stille spørsmål. I mange markeder begrenses

imidlertid aksjonærenes adgang til disse møtene gjennom krav om at en investor bare kan møte på generalforsamlingen dersom visse forutsetninger er oppfylt, for eksempel at man har sittet med en aksjebeholdning over et bestemt nivå, eller at man har eid aksjene i en viss tidsperiode.

Aksjonærer har også rett til å kommunisere med og møte selskapets ledelse og styre. Imidlertid er ikke alltid selskapsledelsen villig til å møte aksjonærene – det avhenger av hva slags og hvor stor eier det er tale om, og av hvordan denne rettigheten er regulert i de ulike markedene. Det kan også være vanskelig for aksjonærene å få direkte tilgang til styret.



Bedre virksomhetsstyring

Institusjonelle investorer engasjerer seg i virksomhetsstyringen med sikte på å bedre aksjonærenes mulighet for å påvirke styringen av de selskapene de eier. Med utgangspunkt i drøftingen ovenfor kan tre saker identifiseres som viktige for institusjonelle investorer.

For det første er det viktig å bedre aksjonærenes mulighet til å benytte stemmeretten, og særlig gjelder dette utenlandske investorer. Slike saker står på dagsordenen i investornettverk som International Corporate Governance Network (ICGN). Et nytt utkast til EU-regler, som nå er godkjent av Kommisjonen, tar sikte på å fjerne mange av de hindringer som aksjonærer støter på når de opererer over landegrensene. Utkastet må også godkjennes av Europaparlamentet og EUs medlemsstater før det kan tre i kraft.

For det andre kan aksjo-

nærenes kontroll over styret og deres rett til å fremme forslag på generalforsamlingen bli bedre i mange markeder. Innføring av flertallsavgjørelser i USA og gjennomføring av prinsippet om "én aksje – én stemme" i europeiske land vil kunne være skritt i riktig retning. Mer generelt bør institusjonelle aksjonærer som Norges Bank arbeide for økt aksjonærinnflytelse og flere uavhengige styremedlemmer. For å kunne oppnå en god virksomhetsstyring må det være et minstekrav at aksjonærene er i stand til å fjerne styret. Norges Bank støtter derfor aksjonærforslag som øker aksjonærenes innflytelse, for eksempel forslag om at samtlige styremedlemmer skal være på valg hvert år, og at valget skal avgjøres ved stemmeflertall. Norges Bank kan også komme til å stemme mot eller avstå fra å stemme på et styremed-

lem dersom det ikke er et flertall av uavhengige medlemmer i styret, eller hvis styret har unnlatt å ta de nødvendige skritt for å gjennomføre aksjonærforslag som fikk flertallets støtte på tidligere års generalforsamlinger.

Og så til slutt: prinsippet om åpenhet og innsyn står helt sentralt dersom man ønsker å oppnå en god virksomhetsstyring. Enkelte retts- og reguleringsreformer har, sammen med ny teknologi, gitt større åpenhet og innsyn. Det er likevel nødvendig å arbeide med både selskapene og reguleringsmyndighetene for å sikre at samtlige aksjonærer mottar fyllestgjørende og korrekt informasjon i rett tid fra selskapet.

Informasjonen må også omfatte hvordan selskapet påvirker sine omgivelser, slik at aksjonærene kan forholde seg til risikoen i virksomheten.

TEMAARTIKKEL 3

**Ramme 1:****Prinsippet om "én aksje – én stemme" i Europa**

Det er en vanlig oppfatning at aksjonærenes stemmerett bør være proporsjonal med den kapital de risikerer i selskapet. I USA følger de fleste børsnoterte selskaper prinsippet om "én aksje – én stemme". I store deler av Europa er det ikke slik; makten er konsentrert i hendene på en minoritet bestående av mektige aksjonærer som kontrollerer de fleste stemmene. Slike kapitalstrukturer befester stillingen til visse aksjonærer og selskapsledelsen, og begrenser mulighetene for oppkjøp. Forskning og markedsempiri har vist at selskaper som avviker fra "én aksje – én stemme" – eller har andre mekanismer som begrenser mulighetene for oppkjøp – typisk omsettes til lavere kurser enn liknende selskaper uten slike strukturer. I markeder med slike kapitalstrukturer blir den sentrale utfordringen i eierskapsutøvelsen og virksomhetsstyringen å beskytte interessene til aksjonærer med små eierposter.

En tredjedel av de europeiske foretakene som inngår i aksjeindeksen FTSE Eurofirst 300, som inkluderer de 300 største selskapene i Europa, følger ikke prinsippet om "én aksje – én stemme".¹ Den høyeste andelen selskaper som avviker fra prinsippet, befinner seg i Nederland, Sverige og Frankrike. EUs kommisjonsmedlem for det indre marked, Charlie McCreevy, sier at

han forsøker å fjerne forskjellsbehandlingen av aksjonærer ved å innføre prinsippet om "én aksje – én stemme" i hele EU.² EU-kommisjonen fokuserer på selskaper og stater som vanskeliggjør utenlandske investeringer gjennom aksjer med spesielle rettigheter ("golden shares") eller nasjonalt lovverk som gir en rett tilsvarende den som vanligvis følger med slike aksjer. EU-domstolen har dømt Spania, Storbritannia og Portugal for brudd på prinsippet om fri bevegelighet for kapital. Samtidig oppfylte ikke den nye versjonen av EUs overtakelsesdirektiv som ble vedtatt i 2003, målsettingen om å sikre at aksjonærer i kraft av å være eiere har rett til, i forhold til hvor mye kapital de har skutt inn, å beslutte om et kjøpstilbud skal godtas eller ikke. I direktivet heter det at stemmeretten kan settes til side dersom den ikke gjenspeiler den kapitalen investorene har bidratt med, men medlemsstatene har rett til å reservere seg mot denne bestemmelsen.

De vanligste avvikene fra prinsippet om "én aksje – én stemme" er:

- **Aksjer med utvidet stemmerett:** Aksjer med utvidet stemmerett skaper en vridning i forholdet mellom finansielt eierskap og stemmemakt. Det vil ofte være slik at aksjer med ekstra stemmerettigheter ikke

avhendes, og dermed sementeres en aksjonærs dominerende stilling. Aksjer med utvidet stemmerett blir vanligvis tildelt bestemte parter og ikke omsatt i aksjemarkedet, slik at det ikke finnes noen prismekanisme som kan regulere denne forskjellen. De fleste selskaper i Frankrike, Sverige og Nederland opererer med denne type aksjer.

- **Aksjer med fortrinnsrett og spesielle rettigheter:** Slike aksjer gir innehaverne bestemte rettigheter uavhengig av hvor stor eierandel de har. Denne type aksjer er vanligst i nederlandske selskaper. Rettighetene varierer fra selskap til selskap og er nedfelt i selskapets vedtekter. Det kan handle om alt fra retten til å foreslå bestemte kandidater til styreverv, retten til direkte å oppnevne styremedlemmer eller til å nedlegge veto mot et vedtak som er gjort på generalforsamlingen. "Golden shares" er aksjer med fortrinnsrett utstedt til fordel for regjeringen i landet der selskapet er registrert. Tysk og spansk lovverk inneholder bestemmelser som gir staten ekstraordinære fullmakter i form av slike aksjer i enkelte selskaper.

- **Maksimumsgrense for stemmerett:** Ti prosent av euro-

peiske selskaper, spesielt i Spania, Sveits, Italia og Tyskland, har maksimumsgrenser for en aksjonærs stemmerett. Slike grenser forbyr aksjonærer å stemme over en viss terskel, uansett hvor mange aksjer de sitter med.

- **Aksjer uten stemmerett:** Slike aksjer kan være preferanseaksjer eller ikke, dvs. med eller uten spesielle rettigheter knyttet til utbytte. Det er et diskusjonstema om preferanseaksjer uten stemmerett bør betraktes som et unntak fra prinsippet om "én aksje – én stemme", siden det gis preferanseutbytte som kompensasjon for manglende stemmerett. Aksjer uten stemmerett og uten preferanseutbytte blir ofte benyttet for å gi en uforholdsmessig makt til strategiske aksjonærer, slik en ser det i en rekke selskaper i Sveits, Storbritannia og Frankrike.

Gjennom sine prinsipper for eierskapsstyring og sin stemmegivning vil Norges Bank oppmuntre til at hver aksje får én stemme uten noen maksimumsgrense for bruk av stemmeretten.

¹ Se "Application of the one share – one vote principle in Europe", Deminor 2005.

² Financial Times 10. oktober 2005.

TEMAARTIKKEL 3

Ramme 2:

Styrevalg i USA

Hvordan selskapets styremedlemmer blir valgt, er av grunnleggende betydning for aksjonærenes mulighet til å påvirke styringen av selskapet de eier. Ettersom styremedlemmene i prinsippet representerer aksjonærenes interesser, følger det av tanken om aksjonærdemokrati at aksjonærer bør kunne bestemme hvem det er som skal representere dem.

I de fleste selskaper i USA har aksjonærene i realiteten svært liten innflytelse over hvem som representerer dem i styret, ettersom styremedlemmene blir valgt ved pluralitetsavstemning. I et slikt system blir et styremedlem valgt dersom han eller hun får flere stemmer enn noen andre motkandidater. Et styremedlem kan derfor bli valgt selv om hun ikke har støtte fra majoriteten av aksjonærene. Den opprinnelige begrunnelsen for pluralitetsavstemning var å sikre valg av styremedlemmer i valg med flere kandidater. Men ettersom det i de fleste styrevalg ikke er flere kandidater, innebærer denne regelen at det kan bli valgt styremedlemmer med én eneste stemme.

I prinsippet kan aksjonærer foreslå sin egen kandidat, men kostnadene forbundet med dette

er så høye at det ikke er en reell valgmulighet for de fleste aksjonærer. En aksjonær som motsetter seg valget av en bestemt kandidat, har ingen annen mulighet for å signalisere uenighet enn ved å unnlate å stemme. Imidlertid har dette vist seg å være en lite effektiv løsning dersom en ønsker å hindre valg av styremedlemmer som ikke har aksjonærstøtte. I mange selskaper blir styremedlemmer valgt selv om et flertall av de stemmeberettigede unnlater å stemme. Det faktum at styremedlemmene ikke er avhengige av aksjonærenes støtte for å bli valgt, fører til uklare ansvarsforhold.

En regel om stemmeflertall, dvs. at styremedlemmer må ha et flertall av stemmene for å bli valgt, er foreslått for at styremedlemmene lettere skal kunne stilles til ansvar. Denne regelen er vanlig i Europa, og enkelte selskaper i USA har også vedtatt den. Regelen om stemmeflertall løser ikke alle problemene med hensyn til å ansvarliggjøre styremedlemmene, fordi de som ikke får støtte fra flertallet, vil fortsette i vervet til en etterfølger er valgt ved stemmeflertall. Kritikere hevder at flertallsavstemning vil gi mange ubesvarte spørsmål og utilsiktede konsekvenser. Dessuten gir ikke

en omlegging til flertallsavstemning aksjonærene noen myndighet til å velge ut kandidater til styrevervet. Dette ville fremdeles være styrets ansvar. Omlegging til flertallsavstemning vil likevel være et skritt i riktig retning ved at aksjonærene da vil kunne gi uttrykk for sin misnøye med styret, og ved at aksjonærene får mulighet til å avgi stemmer som, i det minste etter en viss tid, vil føre til at styremedlemmer blir avsatt.

I løpet av 2005 ble spørsmålet om flertallsavstemning i styrevalg en viktig sak, med mer enn 60 ikke-bindende aksjonærforslag om omlegging fra pluralitetsavstemning til flertallsavstemning. Norges Bank har, i likhet med mange andre institusjonelle investorer det er naturlig å sammenligne seg med, støttet slike forslag. Mer enn et dusin slike forslag fikk støtte fra flertallet, og mer enn 50 fikk om lag 45 prosent støtte. Enkelte selskaper har i etterkant annonsert at de vil innføre flertallsvalg, mens andre har sagt at de vil endre sine prinsipper slik at et styremedlem som ikke får støtte fra flertallet, må være villig til å fratre dersom styret ønsker det.



TEMAARTIKKEL 3

Ramme 3:**Giftpiller ("Poison pills")**

Giftpiller representerer det vanligste forsvaret mot oppkjøp i USA, og det mest kontroversielle. Som ordet antyder, er en giftpille en strategi som forsøker å hindre uønskede oppkjøp ved å øke kostnaden eller redusere gevinsten for den som forsøker å skaffe seg en kontrollerende eierandel i selskapet. Giftpiller ble populære i USA i begynnelsen av åttiårene, som svar på en økende tendens til fiendtlige oppkjøp. Det var en tid tvil om hvorvidt giftpiller var lovlige, og de langt fleste slike piller ble innført etter november 1985, da Delawares høyesterett gav et selskap medhold i at det hadde rett til å vedta en giftpille uten aksjonærenes godkjenning. Mer enn 3000 giftpiller er på plass i større selskaper i USA, inkludert i mer enn to tredjedeler av selskapene i aksjeindeksen S&P 500, som inkluderer 500 ledende selskaper i USA.

Det finnes flere typer giftpiller. Den vanligste versjonen i dag er en kombinasjon av såkalt "flip-over" og "flip-in". Ved flip-over kan aksjonærene erverve oppkjøperens aksjer til redusert pris etter en fusjon, noe som gjør fusjonen betraktelig dyrere. Et eksempel på en flip-over kan være når aksjonærer har rett til å kjøpe aksjer fra oppkjøperen i forholdet to til én i enhver påfølgende fusjon. Flip-over kombineres ofte med flip-in, som gir eksisterende aksjonærer (men ikke oppkjøperen) rett til å kjøpe flere aksjer til redusert pris, selv om oppkjøperen ikke gjennomfører fusjonen. Denne rettigheten utløses dersom oppkjøperens eierandel går over en bestemt terskel (vanligvis mellom 20 og 50 prosent av utestående aksjer). Når en slik rettighet kombineres med en bestemmelse om flip-over, blir aksjeoppkjøp med sikte på fiendtlig overtakelse svært kostbart.

Tilhengerne av giftpiller mener at pillene øker aksjonærenes verdier fordi de tvinger potensielle oppkjøpere til å forhandle med selskapets styre og gjør at oppkjøper ikke kan utnytte aksjonærenes manglende evne til å koordinere sine salg. Enkelte studier viser at giftpiller kan hjelpe selskaper som er utsatt for et oppkjøp til å forhandle fram høyere oppkjøpspriser.¹ Det er imidlertid også mange eksempler på at giftpiller har ført til at ledelsen har befestet sin stilling og hindret oppkjøp som ville ha vært i aksjonærenes interesse. Selv om den kurs som betales til selskaper med giftpiller, er høyere enn hva som tilbys ubeskyttede foretak, kan selskapets sjanser for å få et kjøpstilbud bli mindre hvis det finnes en giftpille. Virkningen av en giftpille avhenger sannsynligvis av hvorvidt den benyttes

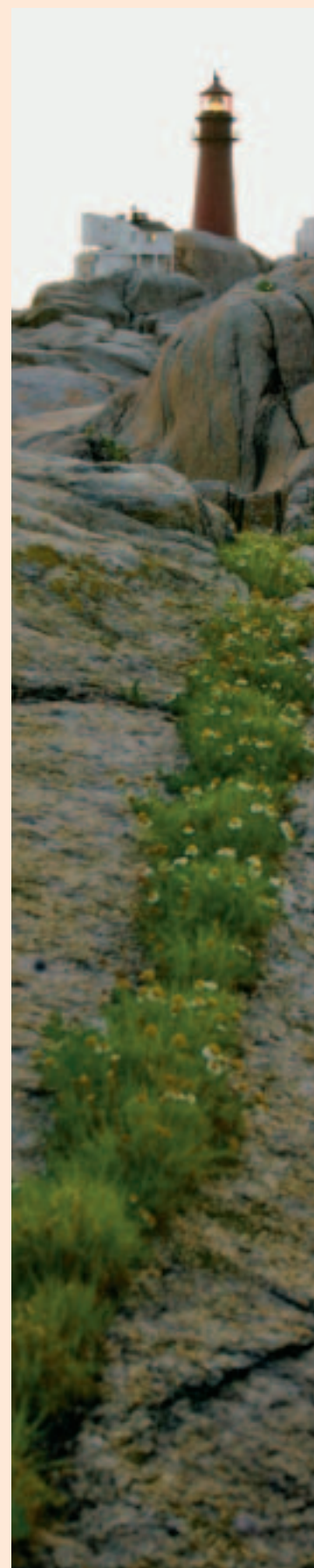
av styremedlemmer som er opptatt av aksjonærenes interesser eller ikke. Dette synet støttes av studier som viser at markedet gjerne reagerer positivt på annonsering av giftpiller når styreflertallet består av eksterne styremedlemmer, og negativt når så ikke er tilfellet. En giftpille kan derfor betraktes som et nyttig forhandlingsverktøy når den er i hendene på lydhøre og nøytrale styremedlemmer.

I USA skiller giftpiller seg fra andre tiltak mot oppkjøp ved at de kan vedtas av et styre uten aksjonærenes godkjenning. Fordi slike tiltak gir det sittende styret stor makt, og fordi de har en viktig rolle i prosessen med å bestemme selskapets fremtid, bør aksjonærene ha rett til å stemme over om de skal iverksettes.

Siden årtusenskiftet har tendensen vært at aksjonærene har stemt mot bruk av giftpiller. Som en konsekvens av økt aksjonæraktivisme mot giftpiller har enkelte selskaper grepet til nye motoffensiver i form av giftpiller med såkalte "dead-hand"- og "no-hand"-egenskaper. Dette er tiltak som forhindrer at en fiendtlig oppkjøper fjerner pillen, selv om fusjonens støttespillere får kontroll over styret. Med "dead-hand" er det kun de styremedlemmer som etablerte giftpillen, som kan fjerne den, og med "no-hand" har intet styre rett til å fjerne pillen i en viss tidsperiode.

I 2005 ble det på mer enn 25 generalforsamlinger fremmet ikke-bindende aksjonærforslag om å ta giftpiller opp til avstemning blant aksjonærene. Norges Bank har støttet disse forslagene. Den gjennomsnittlige støtten var nær 60 prosent, og 12 forslag fikk flertall blant de avgitte stemmene. Mange selskaper vedtar fremdeles giftpiller uten å be om aksjonærenes godkjenning. Enkelte selskaper fremmet forslag fra ledelsen om å la aksjonærer godkjenne giftpiller, eller i det minste endre enkelte trekk ved dem. Noen selskaper har i sine forslag om piller begynt å ta med en bestemmelse, såkalt "sunset provision", som innebærer at pillen bare skal gjelde fram til neste års generalforsamling med mindre flertallet av de avgitte stemmer uttrykkelig støtter en forlengelse.

¹ James Cotter, Anil Shivdasani, Marc Zenner, "Independent boards enhance target shareholder wealth during tender offers," Directorship, November 1997.



Tidligere publiserte artikler

Tidligere publiserte artikler i årsrapportene for 1998 – 2004 er fremdeles aktuelle.

Disse finnes på Norges Banks nettsider under Kapitalforvaltning.

www.norges-bank.no

Årsrapporten 1998:

- 1 Markedsutviklingen i 1998 i et langsiktig perspektiv
- 2 Sammensetningen av Petroleumsfondets portefølje
- 3 Aksjeinvesteringer og valg av eksterne aksjeforvaltere
- 4 Styringen av risikoen i Petroleumsfondet

Årsrapporten 1999:

- 1 Strategi for høyest mulig avkastning
- 2 Metoder for å måle avkastning
- 3 Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning?
- 4 Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko

Årsrapporten 2000:

- 1 Forvaltningsstrategi i store utenlandske fond
- 2 Sammenhenger mellom størrelse, kostnader og avkastning i kapitalforvaltningen
- 3 Utfordringer i drift av porteføljer og styringen av risiko
- 4 Aksjeinvesteringer i nye land

Årsrapporten 2001:

- 1 Ikke-statsgaranterte obligasjoner i Petroleumsfondet
- 2 Fra passiv til aktiv indeksforvaltning
- 3 Utviklingen i det internasjonale markedet for kapitalforvaltning

Årsrapporten 2002:

- 1 103 år i kapitalmarkedene
- 2 Kostnader ved store aksjehandler
- 3 Investeringer i et turbulent kredittmarked
- 4 Måling og styring av markedsrisiko

Årsrapporten 2003:

- 1 Resultater fra seks år med aktiv forvaltning
- 2 Høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko
- 3 Erfaringer med eksterne aktive aksjeforvaltere
- 4 Utøvelse av eierrettigheter

Årsrapporten 2004:

- 1 Erfaringer med eksterne aktive renteforvaltere
- 2 Innfasingskostnader i Petroleumsfondet
- 3 Investeringer i det kinesiske aksjemarkedet