

---

# Folketrygdfondet



Årsberetning 1998

---



# Innhold

	Side
Formål og virksomhet	2
Nøkkeltall	3
Mens vi venter på krakket	4
Styret	6
Styrets beretning	7
Resultatregnskap	18
Balanse	19
Regnskapsprinsipper	20
Noter til regnskapet	21
Markedsutviklingen i 1998	27
Aksjemarkedet og Corporate Governance	30
Folketrygdfondets retningslinjer for eierskapsutøvelse	42
Globalisering og økonomisk ustabilitet. Norsk økonomi i en urolig verden	46
Forvaltningsordning	56
Administrasjon	57
Reglement for Folketrygdfondet	58
<i>English Summary</i>	
Purpose and operations	60
Extracts of Directors' Report for 1998	61
Key figures 1998	64

# Formål og virksomhet

## **Opprettelse:**

Folketrygdfondet ble opprettet i 1967 i medhold av loven om folketrygd av 17. juni 1966. Reglementet for forvaltningen av fondet er fastsatt av Stortinget.

## **Formål:**

Fondsforvaltningen har som siktemål at Folketrygdfondet gjennom formuesoppbygging skal bli til størst mulig nytte for folketrygden.

## **Styre:**

Folketrygdfondet ledes av et styre på 9 medlemmer med personlige varamedlemmer, som oppnevnes av Kongen for 4 år om gangen. Styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet.

## **Virksomhetsområde:**

Fondets midler kan plasseres

- i norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater
- som kontolån til statskassen
- som innskudd i forretnings- og sparebanker
- i aksjer i selskaper notert på norsk børs
- i børsnoterte grunnfondsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikrings-selskaper og
- i børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper.

Folketrygdfondet kan eie aksjer og andre egenkapitalpapirer for inntil 20 prosent av fondets kapital. Fondet kan eie andeler for inntil 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondsbeviskapital i ett enkelt selskap.

## **Revisjon:**

Folketrygdfondets regnskap revideres av Riksrevisjonen.

## Nøkkeltall

Realisert resultat	<b>6 891</b> mill. kroner
Verdikorrigert resultat	<b>145</b> mill. kroner
Realisert avkastning	<b>6,8</b> prosent
Verdikorrigert avkastning	<b>0,1</b> prosent
Verdikorrigert avkastning - renteplasseringer	<b>4,4</b> prosent
Verdikorrigert avkastning - aksjeplasseringer	<b>-23,4</b> prosent
Egenkapitalplasseringer, bokført verdi	<b>12 145</b> mill. kroner
Egenkapitalplasseringer, markedsverdi	<b>14 114</b> mill. kroner
Totale plasseringer, bokført verdi	<b>104 893</b> mill. kroner
Totale plasseringer, markedsverdi	<b>107 987</b> mill. kroner
FTFs kapital pr. 31.12.98, bokført verdi	<b>108 150</b> mill. kroner
FTFs kapital pr. 31.12.98, markedsverdi	<b>111 244</b> mill. kroner

## Mens vi venter på krakket

**E**t turbulent år er tilbakelagt og tallenes tale vitner om en oppgang på hell og en vanskelig tid i sikte. Vi er inne i 19-hundretallets siste år. Et sekel er i ferd med å bli tilbakelagt. Et nytt årtusen står for døren. Historiens sus er merkbart.

Kronologisk og regnskapsmessig vil 1999 bare være enda et år i rekken.

Historisk og psykologisk står vi foran et tidsskifte som inviterer til refleksjon over de lange linjer bakover og de store utfordringer fremover.

Utviklingsmessig og teknologisk ser vi med en viss frykt frem mot de mulige problemer som kan oppstå for alle våre informasjonssystemer når tre nitall skal vike plass for tre nuller.

Det er et problem man ikke trengte å bekymre seg over ved dette millenniums begynnelse. Da spurte man: Hvor bliver Ormen Lange, kommer ikke Olav Tryggvason? Men man engstet seg ikke for om langskipet kunne miste fremdriften av andre grunner enn at kongen og hans roere selv var gått ut av tiden. I dag bekymrer vi oss over om den informasjonsteknologi som menneskene i sin oppfinnsomhet har frembrakt for å effektivisere arbeidet og lette styringen av stort og smått, skal komme til å spille oss et puss og skape kaos istedenfor orden i tilværelsen.

Behovet for å kunne holde orden på økonomiske verdier gav i sin tid støtet til de første famlende skritt i utviklingen av skrivekunsten. For

mer enn 5000 år siden ble de første oversikter over eiendom, buskap og avling risset inn i leirplater. Noen av dem har overlevd til denne dag og vitner om at den materielle behovsdekning også kan inspirere til åndelige fremskritt, og at den langsommelige utvikling når den pågår lenge nok, etter hvert kan resultere i rent eventyrlige forandringer på kort tid. Det er vel kjent for investorer med kjennskap til rentesrente-formelen og eksponensialkurven. Utviklingen i dette århundret er selve vitnesbyrdet.

Denne årsberetningen har en derfor valgt å illustrere med symboler for utviklingen av regnskapskunsten fra de første enkle plater i brent leire til dagens avanserte, men noe sårbare edb-systemer.

Omtrent midtveis i denne lange historiske prosess dukket de første mynter opp, og kong Krøsus av Lydia entret scenen som den første i rekken av de pengemessig "rik som"-aktørene. Senere kom sedlene og inflasjonsfenomenet. Og fra siste årsskifte samlet mange land i Vest-Europa seg om en felles myntenhet. Samtidig er mynter og sedler på vei ut av bruk til fordel for kort og kontopenger. Men regnskap skal fortsatt avlegges år for år. I så måte vil 1999 og år 2000 være seg lik.

Forhåpentlig vil vi unngå det krakk som de mest engstelige frykter at "År 2000"-problemet skal forårsake. Forhåpentlig vil heller ikke

utviklingen i finansmarkedene forårsake noe krakk i den nære fremtid.

Men vi lever i en mer omskiftelig tid og en mer ustabil økonomisk verden. Derfor inneholder denne årsberetning også en temaartikkel om “Globalisering og økonomisk ustabilitet. Norsk økonomi i en urolig verden”, forfattet av professor Tore Thonstad ved Sosialøkonomisk institutt, Universitetet i Oslo. Artikkelen setter et kritisk søkelys på de kilder til ustabilitet som kan være innebygget i dagens deregulerte og globaliserte økonomiske system.

Utviklingen i aksjemarkedene over de siste tiårene har inspirert til en internasjonal diskusjon om aksjonærenes eierskapsutøvelse. Denne debatt føres under betegnelsen “corporate governance”, et begrep som står for de interne relasjoner mellom styringsorganene i et aksjeselskap. En egen temaartikkel søker å belyse de problemstillinger som står sentralt i debatten. Beretningen inneholder også en omtale av Folkestrygdfondets retningslinjer for eierskapsutøvelse.

Men denne årsberetning er ikke bare en samling av forhåpentligvis interessante artikler om viktige temaer. Den omhandler først og fremst Folkestrygdfondets resultat for året som var. Utviklingen i 1998 gav ikke grunnlag for de store avkastningsresultater. Men etter styrets vurdering oppnådde fondet likevel

en avkastning som omstendighetene tatt i betraktning må vurderes som tilfredsstillende. Så får en håpe at omstendighetene stiller seg gunstigere i tiden som kommer.



# Styret

*Bjørge Ven*

*Per Gunnar Olsen*

*Stein Blindheim*

*Anne Breiby*

*Harald Ellefsen*

*Tove Lehre*

*Per Arne Olsen*

*Oddvar Skaiaa*

*Anna Kristine Jahr Røine*

## **Medlemmer**

Bjørge Ven, Oslo, leder  
Per Gunnar Olsen, Oslo, nestleder  
Stein Blindheim, Molde  
Anne Breiby, Ålesund \*  
Harald Ellefsen, Trondheim  
Tove Lehre, Lillehammer \*  
Per Arne Olsen, Tolvsrød \*  
Anna Kristine Jahr Røine, Fetsund \*  
Oddvar Skaiaa, Grimstad

## **Personlige varamedlemmer**

Inger-Johanne Lund, Oslo  
Kjell Samuelsen, Borgenhaugen  
Linda Orvedal, Flåm  
Kjell E. Helland, Ranheim \*  
Anne Berit Andersen, Søgne  
Svein Kiran, Oslo \*  
Terje Søviknes, Lysekloster \*  
Ola Prestegarden, Tretten \*  
Johanna Myklebust, Blaksæter

\* Oppnevnt for perioden 01.07.1996 - 15.05.2000  
De øvrige er oppnevnt for perioden 15.05.1998 - 15.05.2002



## Styrets beretning for 1998

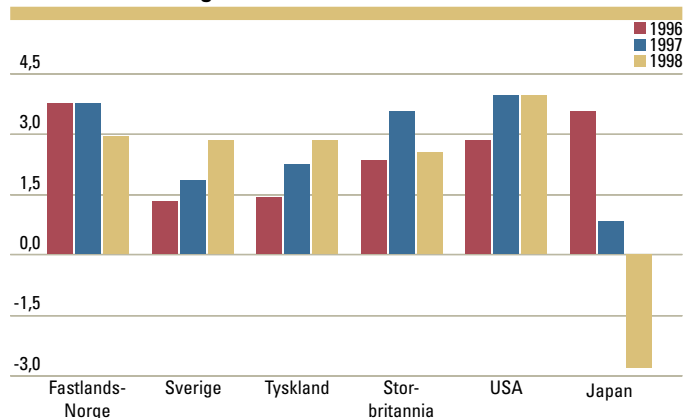
**1998** ble et år preget av betydelig uro i de internasjonale valuta- og kapitalmarkedene. Det økonomiske tilbakeslag i Sørøst-Asia høsten 1997 forplantet seg i løpet av 1998 til andre land, samtidig som betydelige økonomiske problemer i Japan, Russland og latin-amerikanske land bidro til å forsterke bildet av en internasjonal økonomi preget av realøkonomisk ubalanse og finansiell ustabilitet. Den internasjonale uro har likevel bare hatt begrensede virkninger for den realøkonomiske utvikling i Vest-Europa og USA. Den økonomiske utvikling i USA har vært preget av fortsatt høy og stabil økonomisk vekst. Også Vest-Europa opplevde en god økonomisk vekst. Pengepolitikken i EU-landene har vært preget av innføringen fra årsskiftet av euro som den nye felles valutaenhet, hvilket har medført et felles, lavt rentenivå i deltakerlandene.

Norsk økonomi var også i 1998 karakterisert av sterk realøkonomisk vekst og høy sysselsetting, men en sterk nedgang i oljeprisen sammen med den internasjonale uro bidro til en sterk nedgang i kronekursen og en betydelig økning i den korte renten. Nedgangen i kronekursen medførte at kronen i løpet av fjoråret ble devaluert med ca. 10 prosent beregnet i forhold til den tidligere ecu-indeksen. Sammenlignet med referansenivået for valutakurspoli-

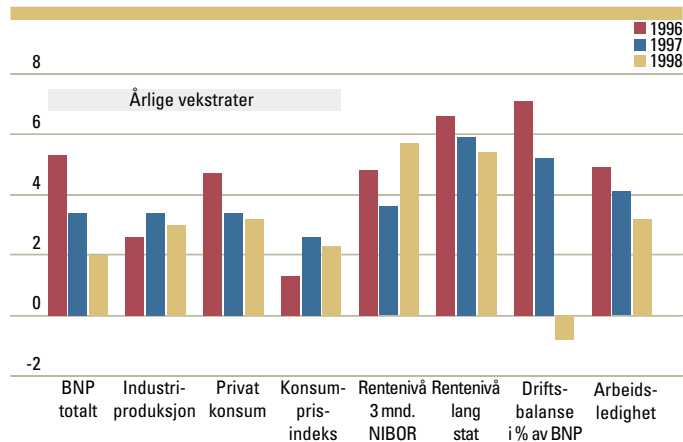
tiken, innebar kronekursen ved siste årsskifte en svekkelse av kronens verdi på ca. 6 prosent. I enkelte perioder av fjoråret var svekkelsen av kronekursen enda større. For å styrke kronen økte Norges Bank i flere trinn frem til august i fjor signalrenten med i alt 4,5 prosentpoeng. Dette førte til at det korte rentenivå i løpet av året ble mer enn fordoblet fra knapt 4 prosent til i overkant av 8 prosent. Rentenivået for lange statsobligasjoner holdt seg imidlertid relativt stabilt på i underkant av 5,5 prosent. Renteutviklingen i Norge førte til at det norske rentenivå både for obligasjoner og -spesielt - korte papirer ved årsskiftet lå betydelig høyere enn i eurolandene og USA.

Aksjemarkedet var i 1998 preget av en meget høy volatilitet. Etter at aksjekursene i løpet av de første uker av året falt med ca. 10 prosent, steg totalindeksen for Oslo Børs frem til mai til et nytt rekordnivå på 1 423 poeng. I løpet av de neste fem måneder falt aksjeindeksen med ca. 45 prosent til 765 poeng, hvorefter indeksen frem til årsskiftet økte til 934 poeng. For året som helhet falt aksjekursene med 26,7 prosent, hvilket innebar at det norske aksjemarkedet opplevde en betydelig sterkere nedgang enn noe annet europeisk land. Den sterke kursnedgang i det norske aksjemarked har i stor grad sammenheng med nedgangen i

**BNP-utvikling i enkelte land 1996-98. Prosentvis endring.**



**Utvikling i norske makro størrelser 1996-98. Prosent.**



oljeprisen, økningen i det korte rentenivået og presset mot den norske kronen.

Folketrygdfondet (FTF) oppnådde i 1998 et realisert resultat på 6 891 millioner kroner, som var 526 millioner kroner mindre enn året før. Det lavere resultat kan i sin helhet tilskrives en nedgang i de realiserte kursgevinster. Den realiserte avkastningsrate for siste år var 6,8 prosent, mot 7,9 prosent året før.

Den sterke kursnedgang i aksjemarkedet, sammen med nedgang i markedsverdien for obligasjoner og andre renteplasseringer, førte til at de urealiserte kursgevinster i FTFs portefølje av verdipapirer i 1998 ble redusert med 6 746 millioner kroner. Det verdikorrigerede resultat for 1998 ble på 145 millioner kroner, tilsvarende en avkastningsrate på 0,1 prosent, mot henholdsvis 8 583 millioner kroner og 8,4 prosent i 1997.

Den verdikorrigerede avkastning på fondets renteplasseringer utgjorde i 1998 4,4 prosent mot 6,0 prosent året før. Den verdikorrigerede avkastning på porteføljen av aksjer og grunnfondsbevis utgjorde -23,4 prosent, mot 25,9 prosent i 1997. Avkastningen på fondets egenkapitalplasseringer var siste år 3,3 prosentpoeng

bedre enn utviklingen i totalindeksen for Oslo Børs.

Folketrygdfondets kapital (beregnet ut fra markedsverdien av verdipapirporteføljen) beløp seg pr. 31. desember 1998 til i alt 111 244 millioner kroner, hvorav de urealiserte kursgevinster utgjorde 3 094 millioner kroner, tilsvarende 2,8 prosent.

**FTFs investeringsvirksomhet**

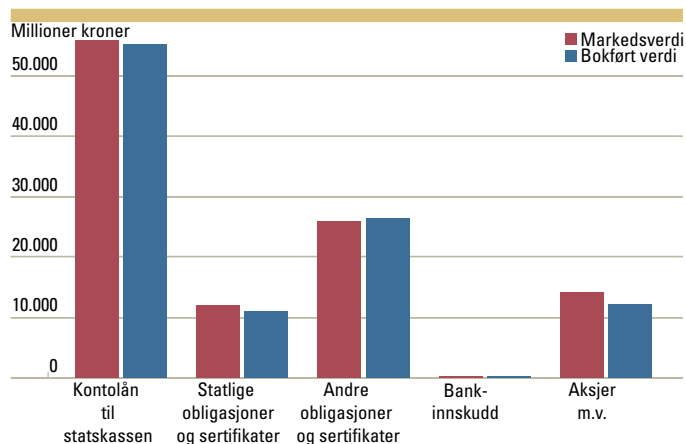
FTFs investeringsvirksomhet er basert på at fondet skal oppnå en så høy avkastning som mulig på kapitalen under hensyntaken til risiko og likviditet. De enkelte verdipapirplasseringer skjer i henhold til fastlagte investeringsstrategier, retningslinjer og fullmaktsrammer fastsatt av styret. Det er utarbeidet instruksjoner og rutiner for den interne kontroll.

Det er styrets vurdering at kredittrisikoen knyttet til FTFs plasseringer i renteinstrumenter er relativt lav og at renterisikoen ligger på et forsvarlig nivå.

Den selskapsespesifikke risikoen knyttet til fondets investeringer i aksjer og andre egenkapitalinstrumenter, reduseres gjennom diversifisering på bransjer og selskaper. Som følge av at FTF bare kan investere i

det norske aksjemarkedet, vil imidlertid svingningene i markedsverdien av aksjeporteføljen følge svingningene i dette markedet.

Finansdepartementet fastsetter for hvert år en maksimalramme for fondets netto økning av beholdningen av private og kommunale verdipapirer (obligasjoner, sertifikater, bankinnskudd, aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner). For 1998 ble denne rammen fastsatt til 2 milliarder kroner. Etter de regler som er fastsatt av Finansdepartementet for plasseringer i statlige verdipapirer, kan fondet fritt foreta plasseringer i stats- og statsgaranterte obligasjoner i første- og annenhåndsmarkedet innenfor en beholdningsramme på 5 milliarder kroner. (Denne del av porteføljen vil bli referert til som fondets markedsportefølje i statspapirer.) Øvrige plasseringer skal som hovedregel skje i form av kontolån til statskassen på betingelser som korresponderer med de markedsbetingelser som til enhver tid gjelder for utestående statslån. Det tilligger fondet å avgjøre hvilke statlige obligasjons- og sertifikatlån som skal legges til grunn for fastsettelsen av betingelsene for de enkelte kontolånsplasseringer.

**Porteføljens sammensetning pr. 31. desember 1998.**

Folketrygdfondets beholdning av verdipapirer, samt bankinnskudd, beløp seg pr. 31. desember 1998 til i alt 104 893 millioner kroner etter bokført verdi (kostpris), hvilket er en økning på 6 777 millioner kroner siden forrige årsskifte. Økningen fordelte seg med 4 828 millioner kroner på stats- og statsgaranterte verdipapirer og 1 949 millioner kroner på private og kommunale papirer. Markedsverdien på porteføljen beløp seg til 107 987 millioner kroner, som er 2,9 prosent høyere enn bokført verdi.

Av den samlede verdipapirporteføljen, regnet etter bokført verdi, utgjorde plasseringer i rentepapirer ved siste årsskifte 88,4 prosent og beholdningen av stats- og statsgaranterte verdipapirer 63,0 prosent. Basert på markedsverdien av porteføljen var de tilsvarende tall henholdsvis 86,9 prosent og 62,7 prosent. Det vises for øvrig til tabell 1 som viser FTFs portefølje pr. 31. desember 1998 fordelt på hovedgrupper av aktiva.

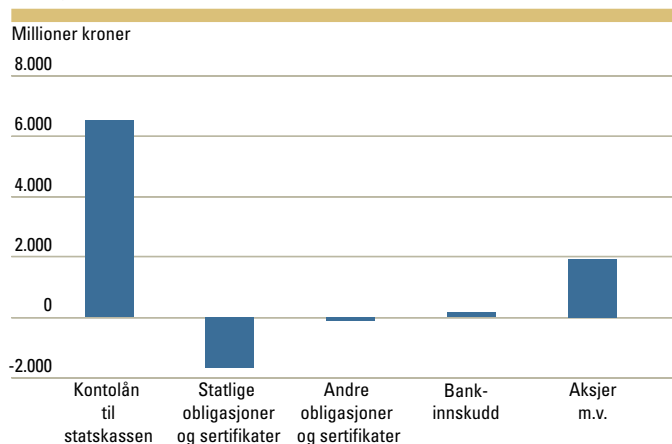
**Renteinstrumenter**

FTFs totale beholdning av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg pr. 31. desember 1998 til 92 511 millioner kroner etter bokført verdi, hvilket er en økning på 4 701 milli-

oner kroner siden forrige årsskifte. Økningen fordeler seg med 4 828 millioner kroner på statlige plasseringer og -127 millioner kroner på private og kommunale plasseringer.

Markedsverdien av beholdningen av kontolån, obligasjoner og sertifikater beløp seg pr. 31. desember 1998 til 93 635 millioner kroner, som er 1 124 millioner kroner eller 1,2 prosent høyere enn bokført verdi.

I tabell 2 er vist sammensetningen av fondets portefølje av kontolån, obligasjoner og sertifikater ved siste årsskifte basert på henholdsvis bokført verdi og markedsverdi. Endringene i løpet av 1998 fremgår av

**Endringer i porteføljens sammensetning i 1998. Bokført verdi.**

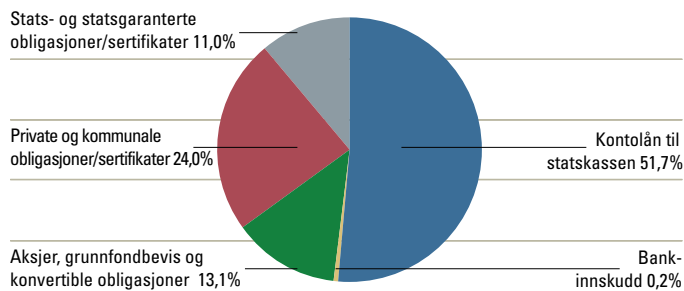
balansen og noter til regnskapet.

Beholdningen av stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater er i løpet av 1998 blitt redusert med 1 686 millioner kroner til 10 979 millioner kroner (bokført verdi). Herav utgjorde fondets markedsportefølje av statspapirer 3 941 millioner kroner, som er 55 millioner kroner mindre enn ved forrige årsskifte. Den øvrige del av beholdningen av statlige obligasjoner utgjøres i hovedsak av eldre plasseringer som ved forfall vil bli replasert i kontolån. Beholdningen av kontolån økte siste år med 6 514 millioner kroner til 55 087 millioner kroner. De

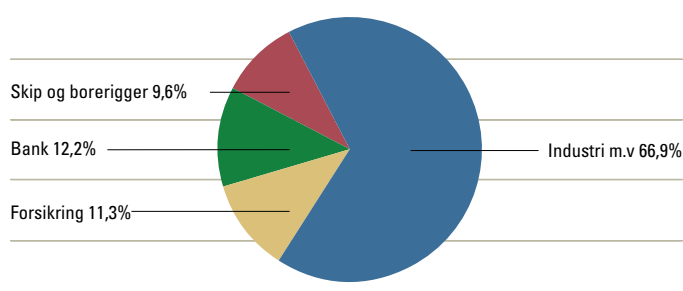
**Tabell 1. FTFs portefølje av verdipapirer (inkl. bankinnskudd) pr. 31. desember 1998**

	Bokført verdi		Markedsverdi	
	Mill. kr	Prosent	Mill. kr	Prosent
Stats- og statsgaranterte verdipapirer	66 066	63,0 %	67 716	62,7 %
Private- og kommunale verdipapirer	26 445	25,2 %	25 920	24,0 %
Bankinnskudd	234	0,2 %	234	0,2 %
Andre plasseringer	3	0,0 %	3	0,0 %
Renteplasseringer i alt	92 748	88,4 %	93 873	86,9 %
Aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner	12 145	11,6 %	14 114	13,1 %
<b>Totale plasseringer</b>	<b>104 893</b>	<b>100,0 %</b>	<b>107 987</b>	<b>100,0 %</b>

**Porteføljens sammensetning pr 31. desember 1998.  
Markedsverdi. Prosentvis fordeling.**



**Aksjeporteføljens sammensetning pr 31. desember 1998  
Markedsverdi. Prosentvis fordeling.**



samlede plasseringer i kontolån samt stats- og statsgaranterte obligasjoner og sertifikater beløp seg ved siste årsskifte til 66 066 millioner kroner. Beholdningen av kontolån til statskassen utgjorde 83,4 prosent av plasseringene i stats- og statsgaranterte papirer og 59,4 prosent av fondets totale plasseringer i renteinstrumenter (mot 79,3 prosent og 55,3 prosent ved forrige årsskifte).

Beholdningen av private og kommunale obligasjoner og sertifikater ble siste år redusert med 127 millioner kroner og beløp seg ved årsskiftet til 26 445 millioner kroner

(bokført verdi), hvilket tilsvarte 25,2 prosent av de samlede plasseringer (27,1 prosent). Av dette utgjorde obligasjoner og sertifikater utstedt av finansforetak 71,6 prosent. Øvrige plasseringer fordelte seg med 17,3 prosent på obligasjoner og sertifikater utstedt av industriforetak m.v. og 11,1 prosent på kommune- og kommunegaranterte obligasjoner.

Innskudd i banker beløp seg ved siste årsskifte til 234 millioner kroner, som fordelte seg med 4 millioner kroner på folioinnskudd og 230 millioner kroner på kortsiktige likviditetsplasseringer.

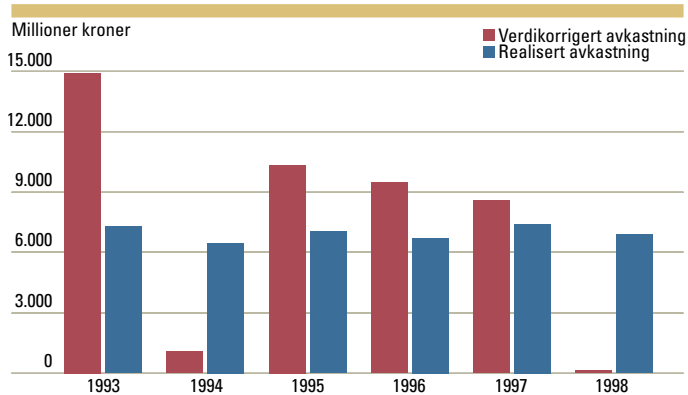
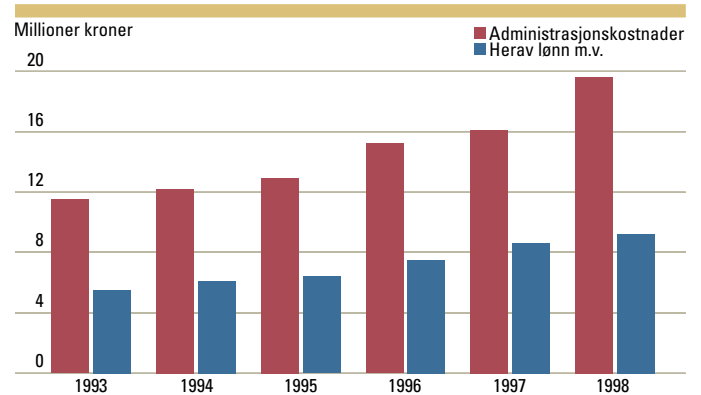
**Aksjer mv.**

Folketrygdfondets portefølje av egenkapitalplasseringer beløp seg pr. 31. desember 1998 til 12 145 millioner kroner (bokført verdi) fordelt med 11 701 millioner kroner på aksjer, 431 millioner kroner på grunnfondsbevis og 13 millioner kroner på konvertible obligasjoner. Den bokførte verdi av beholdningen av egenkapitalplasseringer økte i 1998 med 1 919 millioner kroner. Økningen reflekterer at det er en del av FTFs strategi å øke andelen av egenkapitalplasseringer i svake perioder i markedet og redusere andelen i oppgangsfaser. Det er videre foretatt omplasseringer i aksjeporteføljen hvor det har vært lagt vekt på å oppnå en lavere nedsiderisiko enn hva som gjelder for Oslo Børs totalt. Fondet hadde ved siste årsskifte foretatt investeringer i totalt 50 selskaper, det samme som ved forrige årsskifte. To av selskapene er registrert i utlandet, men i henhold til unntaksbestemmelse i reglementet kan FTF investere i disse da de tidligere (før fusjon/fisjon) har vært norskregistrerte.

Fondets markedsandel utgjorde ved siste årsskifte 3,4 prosent regnet som andel av de aksjer og grunn-

**Tabell 2. FTFs portefølje av kontolån, obligasjoner og sertifikater pr. 31. desember 1998**

	Bokført verdi		Markedsverdi	
	Mill. kr	Prosent	Mill. kr	Prosent
Stats- og statsgaranterte verdipapirer:				
- Kontolån til statskassen	55 087	59,5 %	55 787	59,6 %
- FTFs markedsportefølje i statsobligasjoner/-sertifikater	3 941	4,3 %	4 276	4,6 %
- Andre stats- og statsgaranterte obligasjoner	7 038	7,6 %	7 653	8,2 %
Sum statlige kontolån, obligasjoner og sertifikater	66 066	71,4 %	67 716	72,3 %
Private og kommunale obligasjoner/sertifikater:				
- Kommune- og kommunegaranterte obligasjoner	2 936	3,2 %	2 898	3,1 %
- Industriebligasjoner/-sertifikater	4 577	4,9 %	4 483	4,8 %
- Finansobligasjoner/-sertifikater	18 932	20,5 %	18 538	19,8 %
Sum private og kommunale obligasjoner/sertifikater	26 445	28,6 %	25 919	27,7 %
Sum kontolån, obligasjoner og sertifikater	92 511	100,0 %	93 635	100,0 %

**FTFs avkastning 1993-98.****FTFs administrasjonskostnader 1993-98.**

fondsbevis som er registrert i Verdipapirsentralen.

Markedsverdien av plasseringene i aksjer mv. beløp seg ved siste årsskifte til 14 114 millioner kroner, hvorav investeringene i aksjer utgjorde 13 601 millioner kroner, tilsvarende 96,4 prosent. De urealiserte kursgevinster utgjorde i alt 1 969 millioner kroner, som tilsvarte 16,2 prosent av bokført verdi. De 10 største aksjeplasseringer svarte pr. 31. desember 1998 for 64,0 prosent av fondets samlede investeringer i aksjer og grunnfondsbevis (mot 67,0 prosent ved forrige årsskifte).

Fondets plasseringer i aksjer mv. utgjorde 11,2 prosent av FTFs kapital beregnet etter bokført verdi av verdipapirporteføljen og 12,7 prosent etter markedsverdi. Folketrygdfondet har etter det reglement som er fastsatt av Stortinget, adgang til å plassere inntil 20 prosent av fondets bokførte kapital i aksjer mv.

**Resultatregnskap og balanse**

I driftsregnskapet benyttes to resultatbegreper: Realisert resultat og verdikorrigert resultat. Realisert resultat viser realiserte inntekter fratrukket administrasjons- og forvaltningskostnader. Verdikorrigert resultat viser

realisert resultat med tillegg av endring i urealiserte kursgevinster og representerer økningen i Folketrygdfondets kapital basert på markedsverdien av verdipapirporteføljen.

Realisert resultat for 1998 beløp seg til 6 891 millioner kroner, hvilket tilsvarte en avkastningsrate på 6,8 prosent mot henholdsvis 7 417 millioner kroner og 7,9 prosent i 1997.

Samlede renteinntekter beløp seg siste år til 6 550 millioner kroner (6 271 millioner kroner) og mottatt aksjeutbytte til 352 millioner kroner (388 millioner kroner). Realiserte kursgevinster beløp seg til 8 millioner kroner (774 millioner kroner), som fordelte seg med -364 millioner kroner på kontolån, obligasjoner og sertifikater og 372 millioner kroner på aksjer mv. Det realiserte kurstap på obligasjoner har dels sammenheng med kurstap som er realisert i forbindelse med innfrielse av obligasjoner og dels kurstap som er realisert ved omplasseringer av porteføljen. Den realiserte kursgevinst på aksjer mv. omfatter salgsgevinster som er realisert i forbindelse med de løpende endringer i sammensetningen av porteføljen av egenkapitalinstrumenter.

Fondets administrasjonskostnader

(inkl. avgift til Verdipapirsentralen) beløp seg for 1998 til 19,6 millioner kroner, som er en økning på 3,5 millioner kroner sammenlignet med året før. Lønnskostnader, styrehonorarer og sosiale kostnader utgjorde 46,9 prosent av de samlede administrasjonskostnader, mot 53,4 prosent året før.

Verdikorrigert resultat beløp seg for 1998 til 145 millioner kroner (mot 8 583 millioner kroner året før). Endring i urealiserte kursgevinster beløp seg siste år til -6 746 millioner kroner (1 166 millioner kroner), som fordelte seg med -2 145 millioner kroner på kontolån, obligasjoner og sertifikater og -4 601 millioner kroner på aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner.

Den verdikorrigerte avkastningsrate utgjorde siste år 0,1 prosent (8,4 prosent). Den verdikorrigerte avkastningsrate på plasseringer i rentepapirer var siste år 4,4 prosent (6,0 prosent). Den tilsvarende avkastningsrate på plasseringer i aksjer mv. i form av utbytte, realiserte kursgevinster og økning i urealiserte kursgevinster var -23,4 prosent (25,9 prosent).

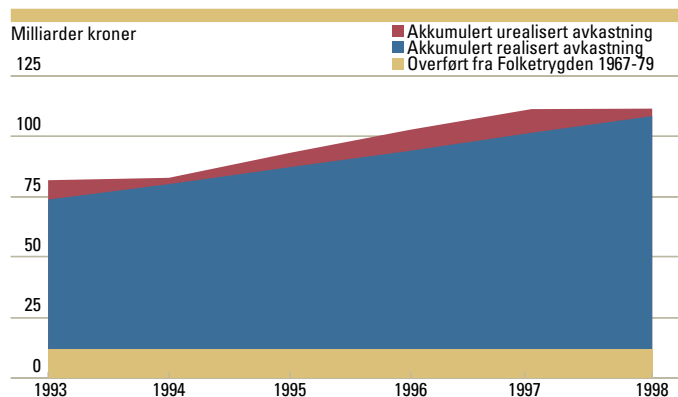
Folketrygdfondets kapital beløp seg pr. 31. desember 1998 til i alt 111 244 millioner kroner, hvorav



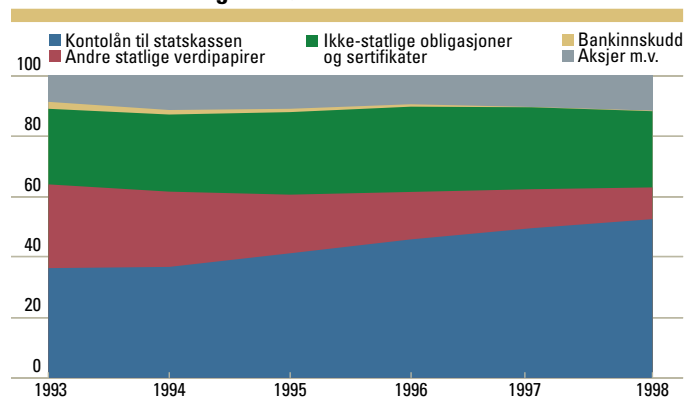
Denne sumeriske leirtavlen med kileskrift fra ca. 2900 f.Kr. inneholder opplysninger om åkerstørrelser og avlinger. Skriften ble trykket inn i våt leire med en rund trepinne, hvoretter leirtavlen ble soltørket eller brent.

Dette første skriftspråket er bygget opp av symboler som representerer tall og gjenstander. Det ble konstruert for å kunne føre regnskap, ikke for å skrive poesi eller historie.

### Utviklingen i FTFs kapital 1993-98.



### Utviklingen i porteføljens sammensetning 1993-98. Prosentvis fordeling. Bokført verdi.



urealiserte kursgevinster utgjorde 3 094 millioner kroner tilsvarende 2,8 prosent. De urealiserte kursgevinster fordelte seg med 1 125 millioner kroner på porteføljen av kontolån, obligasjoner og sertifikater og 1 969 millioner kroner på porteføljen av aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner.

### Styret

Styret har i 1998 avholdt 7 styremøter. I tillegg har det vært avholdt 5 møter i styrets arbeidsutvalg som består av styrets leder og nestleder. Styrets varamedlemmer deltar fast ved styremøtet hvor fondets årsregnskap og beretning blir vedtatt og på det to-dagers styreseminar som avholdes hvert år. For øvrig møter varamedlemmer kun ved forfall.

Oppnevningsperioden for 5 av styrets medlemmer utløp den 15. mai 1998. Til leder av styret for Folketrygdfondet for perioden 15. mai 1998 – 15. mai 2002 ble oppnevnt Bjørg Ven (personlig varamedlem: Inger Johanne Lund). Til medlemmer og personlige varamedlemmer i styret for samme periode ble oppnevnt: Stein Blindheim (Linda Orvedal), Harald Ellefsen (Anne Berit Andersen), Per Gunnar Olsen (Kjell Samuelsen) og

Oddvar Skaiaa (Johanna Myklebust). Per Gunnar Olsen ble i styremøte 25. juni valgt til nestleder i styret.

Styret vil i denne forbindelse gi uttrykk for sin store takk til Henrik J. Lisæth, som i 1998 gikk ut av styret etter 10 år som styremedlem, hvorav 8 år som styrets leder. Styret vil spesielt fremheve Lisæths målrettede ledelse av og verdifulle bidrag i det omstillings- og oppbyggingsarbeide som har funnet sted i hans lederperiode. Styret vil videre takke det fratrådte styremedlem Arne Synnes og de fratrådte varamedlemmene Eleonore Bjartveit og Eva Teigene for deres aktive interesse og gode bidrag til Folketrygdfondets utvikling.

### Administrasjonen

Folketrygdfondet hadde ved siste årsskifte 20 tilsatte. Som følge av personalendringer, permisjonsfravær, mv. utgjorde bemanningen effektivt knapt 16 årsverk i 1998. Styret vil peke på at de lønnsmessige rammebetingelser som FTF er underlagt, medfører at fondet står overfor en meget vanskelig konkurransesituasjon i arbeidsmarkedet ved rekruttering av nye medarbeidere. Styret anser det derfor som meget viktig at FTF på dette felt kan gis friere rammebetingelser.

Det er en målsetting for utviklingsarbeidet i fondet at FTF skal fremstå som et respektert og faglig sterkt investeringsmiljø i det norske verdipapirmarkedet. Det legges stor vekt på faglig kompetanseutvikling for den enkelte medarbeider og på generell ledelses- og organisasjonsutvikling.

FTF har i 1998 anskaffet nytt porteføljestyresystem og gjennomført en omfattende oppgradering av edb-plattformen. Fondets edb-baserte informasjons- og styrings-systemer holder en høy standard og bidrar til å sikre en effektiv og betryggende kapitalforvaltning.

Ved kgl. resolusjon av 13. mars 1998 ble cand. oec. Tore Lindholt beskikket som administrerende direktør for Folketrygdfondet for en ny åremålsperiode på 6 år.

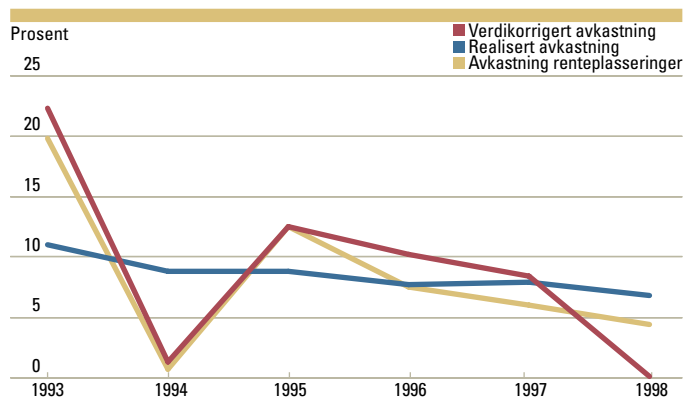
Fondets virksomhet medfører ingen forurensning av det ytre miljø. Arbeidsmiljøet i fondet er godt.

Styret vil rette en takk til medarbeiderne for den innsatsvilje som er vist og de gode resultater som er oppnådd i et år som har vært mer krevende enn vanlig.

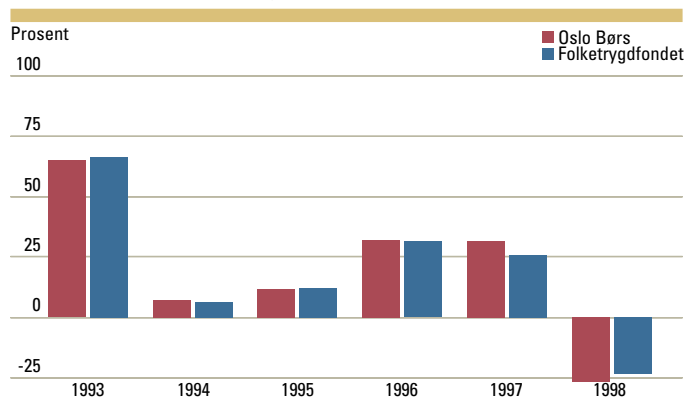
### Endringer i reglementet

Stortinget fattet den 30. november 1998 vedtak om at FTFs adgang til

### Avkastningsrater 1993-98.



### Avkastning på FTFs egenplasseringer sammenholdt med totalindeksen for Oslo Børs 1993-98.



plasseringer i aksjemarkedet endres fra å gjelde "børsnoterte aksjer i norske selskaper" til å omfatte "selskaper notert på norsk børs". Endringen innebærer at FTFs adgang til å foreta investeringer i aksjer er utvidet til å omfatte også utenlandske selskaper som er notert på Oslo Børs.

Videre er fondet gitt adgang, etter nærmere retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet, til å inngå salgs- og gjenkjøpsavtaler knyttet til egenkapitalinstrumenter og rentebærende instrumenter der erververen av instrumentene etter avtalen har plikt til å tilbakeføre disse til selger. Endringen innebærer at FTF er gitt adgang til å foreta såkalte repo-handler.

De nevnte endringer av fondets plasseringsadgang er blitt foreslått fra FTFs side. Fondet har også fremmet forslag om adgang til å foreta investeringer i nordiske aksjer, men de politiske myndigheter har ikke funnet å ville gi tilslutning til dette. FTF har videre tatt opp forslag om å kunne investere i unoterte aksjer i norske selskaper. Dette spørsmål er foreløpig ikke avklart.

### Eierskapsutøvelse

Folketrygdfondet er i henhold til de politiske føringer for investeringer i aksjemarkedet, ikke forutsatt å utøve eierskap utover det som er naturlig for fondet som finansiell investor og profesjonell porteføljeforvalter. FTF deltar således ikke i noen selskapers styre. Fondet har imidlertid ansvar for å ivareta sine økonomiske interesser i de enkelte selskaper. For en langsiktig aksjonær vil dette ikke kunne skje bare gjennom kjøps- og salgsbeslutningene. FTF er en betydelig investor i det norske aksjemarked, og fondets plasseringsadgang er begrenset til selskaper som er notert på Oslo Børs. Det er derfor av vesentlig betydning for fondet at det norske aksjemarkedet utvikler seg på en sunn og tillitvekkende måte og at de enkelte selskaper lever opp til de krav som må stilles til børsnoterte selskaper hva gjelder informasjon til aksjemarkedet og likebehandling av aksjonærer mv.

Styret vil i denne forbindelse understreke at et velfungerende aksjemarked er avhengig av en fundamental tillit fra investorenes side til den aktivitet som foregår i markedet. Det betinger bl.a. at markedet er transparent, dvs. at det er gjennomsik-

tige forhold. Dette krever at de børsnoterte selskaper gir god informasjon om forhold av stor betydning for investorenes muligheter for å kunne vurdere selskapenes økonomiske situasjon og utvikling. Der en måtte stå overfor transaksjoner mellom et selskap og noen av dets aksjonærer, er det nødvendig at selskapet utviser en særlig aktsomhet og at saksbehandlingen gjennomføres slik at den ikke gir grunn til å reise spørsmål om forfordeling av aksjonærer mv. I slike saker må selskapets plikt til å gi aksjemarkedet informasjon gå lenger enn hva som gjelder for andre typer av transaksjoner.

Folketrygdfondet har i 1998 funnet grunn til å reise spørsmål overfor to børsnoterte selskaper hvor fondet er aksjonær, om forhold knyttet til transaksjoner mellom selskapene og deres hovedaksjonærer med sikte på å oppnå avklaring på om det kan ha skjedd forfordeling i disfavør av minoritetsaksjonærene. I ett av selskapene har FTFs initiativ ført til at selskapets styre har oppnevnt et utvalg for å gjennomgå de transaksjoner som fondet har reist spørsmål ved. På anmodning fra undersøkelsesutvalget har FTF utarbeidet en redegjørelse til utvalget om



grunnlaget for de spørsmål fondet har reist. På nåværende tidspunkt har de spørsmål som FTF har tatt opp i forhold til de to selskapers side, ennå ikke fått en tilfredsstillende avklaring. Styret er innstilt på å arbeide videre med sikte på at de aktuelle saksforhold skal kunne bli tilstrekkelig belyst for aksjonærene på selskapenes generalforsamling.

Styret vil for øvrig bemerke at det bør være en viktig oppgave også for Oslo Børs å påse at det ikke forekommer forskjellsbehandling av aksjonærer i de børsnoterte selskaper. En sunn utvikling i aksjemarkedet vil etter styrets syn måtte innebære at både Oslo Børs og selskapenes aksjonærer føler en forpliktelse til å påse at aksjonærenes interesser og rettigheter blir ivaretatt på en tilfredsstillende måte. Et særlig ansvar vil imidlertid måtte påhvile Oslo Børs som tilsynsorgan i aksjemarkedet. Styret har i denne forbindelse merket seg at Børslovutvalget nylig har fremmet forslag om lovendringer som bl.a. vil tydeliggjøre at børslovens formål er å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter.

Det vises for øvrig til en egen artikkel i denne årsberetning hvor retningslinjene for FTFs eierskapsutøvelse er omtalt.

### **Investeringspolitikk og avkastningsutvikling**

Styret fant i forrige årsberetning grunn til å påpeke at en sto overfor "en økende risiko for at konjunkturutviklingen vil bli mindre positiv og at en vil oppleve perioder av kortere eller lengre varighet preget av en negativ kursutvikling i aksjemarkedet." Det ble også påpekt at kombinasjonen av et historisk høyt kursnivå i aksjemark-

kedet og et lavt rentenivå, tilsa at fondets verdikorrigerede avkastningsrate ville kunne komme til å bli lavere enn den realiserede avkastningsrate som følge av nedgang i de urealiserte kursgevinster i verdipapirporteføljen.

Det ble videre uttalt at styret i lys av markedsutviklingen hadde funnet grunn til i sterkere grad å vektlegge risikohensyn i vurderingen av aktivallokeringen, durasjonen for renteporteføljen og sammensetningen av egenkapitalporteføljen. Ved sammensetningen av egenkapitalporteføljen er det lagt vekt på å oppnå en lavere nedside-risiko enn markedsrisikoen for Oslo Børs.

På bakgrunn av markedsutviklingen er durasjonen i renteporteføljen blitt noe økt i løpet av 1998, og ved slutten av året lå den på ca. 3 år. I tråd med FTFs investeringspolitikk for egenkapitalinvesteringer som er basert på at fondet skal opptre som langsiktig aksjonær i de enkelte selskaper, men samtidig motkonjunkturtelt i markedet, har FTF vært nettokjøper av aksjer i 1998. For å unngå at fondet får en høyere markedsandel i aksjemarkedet enn det som er likviditetsmessig tjenlig og risikomessig forsvarlig, har fondet ikke funnet det riktig å utnytte mer enn ca. 60 prosent av den ramme som er fastsatt for fondets plasseringer i aksjer og andre egenkapitalinstrumenter.

FTFs rammebetingelser for plasseringer i renteinstrumenter er slik at det ikke gis noen enkel referanseramme for evaluering av fondets avkastningsresultat, og det finnes heller ikke andre investorer i markedet som fondet naturlig kan sammenligne seg med. Ut fra de rammebetingelser som gjelder, er det styrets vurdering at fondets avkastningsresultat i 1998 må anses som tilfredsstillende, markedsforhol-

dene tatt i betraktning, selv om avkastningsraten for 1998 var lavere enn for 1997. Den nedgang som over de senere år har funnet sted i avkastningen på plasseringer i rentepapirer, er en konsekvens av at det gjennomsnittlige rentenivå over de siste 5-6 år har vært synkende, selv om rentenivået for kortsiktige plasseringer viste økning siste år.

For fondets egenkapitalplasseringer utgjør utviklingen i totalindeksen for Oslo Børs en nærliggende referanseramme, selv om fondet hittil ikke har kunnet investere i de utenlandske selskaper som inngår på Oslo Børs (med unntak for tidligere norske selskaper som gjennom fusjon eller lignende er gått over til å bli utenlandske). FTF oppnådde for 1998 en avkastning på plasseringene i aksjer mv. som var 3,3 prosentpoeng bedre enn utviklingen i børsindeksen, hvilket innebærer at fondets investeringspolitikk i så måte har gitt de tilskittede resultater. Over de siste 6 år har avkastningen på fondets egenkapitalplasseringer vært på linje med utviklingen i børsindeksen, hvilket må anses som tilfredsstillende. For perioden 1993-98 har den verdikorrigerede avkastning på FTFs egenkapitalplasseringer vært på 16,6 prosent i gjennomsnitt. Den gjennomsnittlige årlige avkastningsrate for FTFs samlede plasseringer har i samme periode vært på 8,9 prosent.

Styret vil peke på at det norske aksjemarked er kjennetegnet ved en meget høy volatilitet, hvilket utviklingen i 1998 tydelig har illustrert. Siden fondet er begrenset til å foreta investeringer bare i det norske marked, vil fondets avkastningsresultater nødvendigvis variere mer fra år til år enn for institusjoner som kan foreta plasseringer også i uten-

landske markeder og som kan variere sin aktivaallokering fra år til år i større grad enn hva som er mulig for Folketrygdfondet. Det forhold at fondets verdikorrigerede avkastning for 1998 bare ble på 0,1 prosent som følge av at nedgangen i de urealiserte kursgevinstene var nesten like stor som den realiserte avkastning, må derfor ses i lys av det ovennevnte.

Den kursnedgang som fant sted i det norske aksjemarked i 1998, må etter styrets syn i stor grad ses som en konjunkturbestemt korreksjon i forhold til den meget sterke kursøkning som hadde skjedd i de foregående

år. I dette ligger at de spesielle faktorer, herunder bl.a. den sterke nedgang i oljeprisen, som bevirket at kursnedgangen i det norske marked ble meget sterkere enn i andre land, reflekterer forhold som er essensielle for konjunkturbevegelsene i norsk økonomi og volatiliteten i kapitalmarkedet.

Kursnedgangen i det norske aksjemarkedet i 1998 innebar at den gjennomsnittlige årlige avkastning i det norske aksjemarkedet, som for femårsperioden 1993-97 var så vidt høy som 27,9 prosent, er blitt redusert til 16,6 prosent for seksårsperi-

oden 1993-98. Kursnedgangen siste år fremstår i dette perspektiv som en avkastningsmessig normaliserende korrigerende av kursutviklingen etter en lang periode preget av sterk kursoppgang.

Hvorvidt en kan påregne at aksjemarkedet står foran en ny sterk oppgang er likevel usikkert, hensett til konjunkturutsiktene for norsk økonomi og de mange risikofaktorer som kan påvirke utviklingen i internasjonal økonomi. Styret vil likevel anta at FTFs verdikorrigerede avkastningsrate i 1999 vil komme til å ligge høyere enn tilfellet var for 1998.

Oslo, den 4. mars 1999

Bjørg Ven  
(leder)

Per Gunnar Olsen  
(nestleder)

Anne Breiby

Tove Lehre

Anna Kristine Jahr Røine

Stein Blindheim

Harald Ellefsen

Per Arne Olsen

Oddvar Skaiaa



Bildet viser en såkalt 'bulla' som var en form for konvolutt av leire, formet som en ball, og som inneholdt merker av leire. Bullaer ble benyttet bl.a. i Lilleasia både før og samtidig med kileskriften, trolig helt frem til ca. år 1500 f. Kr. Den avbildede bulla er fra Mesopotamia.

Man antar at leirmerkene i en bulla inneholdt opplysninger om kvantiteter. Bullaene ble gjerne forseglet og påført avtrykk som viste hva de inneholdt. Hensikten med en bulla har trolig vært å garantere nøyaktigheten og ektheten av de leirmerkene den inneholdt. Bullaene antas å ha gjort nytte i en eller annen regnskapsmessig sammenheng.

# Resultatregnskap

MILLIONER KRONER	NOTE	1998	1997
<b>Realiserte inntekter</b>			
Renteinntekter	1	6 550	6 271
Utbytte		352	388
Realiserte verdipapirgevinster	2	8	774
Andre inntekter	3	0	0
Sum realiserte inntekter		6 910	7 433
<b>Driftskostnader</b>			
Administrasjons- og forvaltningskostnader	4	19	16
Sum driftskostnader		19	16
<b>Resultat</b>			
Realisert resultat		6 891	7 417
Endring urealiserte verdipapirgevinster	5	-6 746	1 166
Verdikorrigert resultat		145	8 583

# Balanse

Pr 31. desember

MILLIONER KRONER	NOTE	1998	1997
<b>Eiendeler</b>			
Bankinnskudd	6	234	77
Verdipapirer til kostpris	5,7,8		
Statssertifikater		65	0
Andre sertifikater		974	2 239
Kontolån til statskassen		55 087	48 573
Stats- og statsgaranterte obligasjoner		10 914	12 665
Andre ihendehaverobligasjoner		25 471	24 333
Konvertible obligasjoner		13	0
Aksjer, grunnfondsbevis		12 132	10 226
Urealiserte verdipapirgevinster	5,7,8	3 094	9 840
Opptjente, ikke forfalte renter		3 255	3 145
Andre fordringer	9	3	3
Driftsmidler		4	1
Sum eiendeler		111 246	111 102
<b>Gjeld og egenkapital</b>			
Gjeld	10	2	3
Folketrygdfondets kapital	11	111 244	111 099
Sum gjeld og egenkapital		111 246	111 102

Oslo, 31. desember 1998  
4. mars 1999

Björg Ven  
Leder

Per Gunnar Olsen  
Nestleder

Stein Blindheim

Anne Breiby

Harald Ellefsen

Tove Lehre

Per Arne Olsen

Anna Kristine Jahr Røine

Oddvar Skaiaa

Tore Lindholt  
Adm. direktør

Folketrygdfondets regnskap for 1998 er revidert og godkjent av Riksrevisjonen.

Oslo, 5. mars 1999

Etter fullmakt  
Erna Jørgensen Lea  
Underdirektør

Kari Wang Ebbesen  
Hovedrevisor

# Regnskapsprinsipper

## Generelt

FTFs regnskap er avlagt i henhold til prinsipper som er alminnelig akseptert for aksje- og obligasjonsfond.

## Verdi av portefølje

I regnskapet er fremmedkapitalinstrumenter vurdert til ligningsverdi pr. årsavslutningsdato. Egenkapitalinstrumenter er vurdert til markedsverdi pr. årsavslutningsdato. Dersom det ikke foreligger omsetningskurser på børsen, benyttes antatt markedsverdi. Kurtasje til megler ved anskaffelse av verdipapirer er inkludert i verdipapirenes kostpris. Ved salg av verdipapirer beregnes gevinst som salgssum fratrukket kurtasje og gjennomsnittlig kostpris på de solgte verdipapirer.

Garantiprovisjon i forbindelse med deltakelse i garantikonsortier føres til fradrag i kostpris for aksjer og obligasjoner når FTF tegner. Når FTF kun deltar i garantikonsortiet og ikke tegner, inntektsføres provisjonen i sin helhet. I disse tilfellene skjer inntektsføringen når bekreftelsen på deltakelse i garantikonsortiet er mottatt.

## Egenkapital

FTFs egenkapital består av innbetalt kapital (dvs. overføringer fra folketrygden mv.) samt akkumulert resultat.

## Inntektsføringsprinsipper

Renter på verdipapirer inntektsføres etter hvert som de påløper, mens utbytte på aksjer og grunnfondsbevis inntektsføres på det tidspunkt aksjene/grunnfondsbevisene noteres, ekskl. utbytte på børsen.

## Skatter

FTF er unntatt fra skatteplikt.

## NOTE 1 - Renteinntekter.

Mill.kr.

Renteinntekter fordeler seg som følger:

	1998	1997
Kontolån og stats- og statsgaranterte obligasjoner	4 794	4 506
Andre ihendehaverobligasjoner	1 639	1 518
Konvertible obligasjoner	0	9
Sertifikater	94	215
Bankinnskudd	23	23
Pantelån og gjeldsbrev	0	0
Sum	6 550	6 271

## NOTE 2 - Realiserte verdipapirgevinster.

Mill.kr.

Realiserte verdipapirgevinster har følgende fordeling:

	1998	1997
Kontolån og obligasjoner	-365	-63
Sertifikater	1	-62
Aksjer m.v.	372	899
Sum	8	774

## NOTE 3 - Andre inntekter.

Andre inntekter representerer garantiprovisjon ved aksje- og obligasjonsemisjoner og ekstraordinære inntekter.

## NOTE 4 - Administrasjons- og forvaltningskostnader.

Mill.kr.

Administrasjons- og forvaltningskostnader består av følgende poster:

	1998	1997
Honorarer, lønn m.v.	9,2	8,6
Andre driftskostnader	8,8	6,1
Verdiforvaltning Norges Bank/årsavgift VPS	0,7	0,8
Avskrivninger	0,9	0,6
Sum	19,6	16,1

**NOTE 5 - Urealiserte verdipapirgevinster.**

**Mill.kr.**

Samlede urealiserte verdipapirgevinster og årlige endringer i disse er som følger:

	1998	1997
Markedsverdi portefølje pr. 31. desember	107 750	107 876
Historisk kost portefølje pr. 31. desember	104 656	98 036
Urealiserte verdipapirgevinster	3 094	9 840
Endring urealiserte verdipapirgevinster	-6 746	1 166

Urealiserte verdipapirgevinster pr. 31. desember 1998 fordeler seg som følger:

	KOSTPRIS	MARKEDS- VERDI	UREALISERTE KURS- GEVINSTER	ENDRING UREALISERTE GEVINSTER
Sertifikater	1 039	1 031	-8	-10
Kontolån og obligasjoner	91 472	92 605	1 133	-2 135
Konvertible obligasjoner	13	1	-12	-12
Aksjer	11 701	13 601	1 900	-4 437
Grunnfondsbevis	431	512	81	-152
Sum	104 656	107 750	3 094	-6 746

**NOTE 6 - Bankinnskudd.**

**Mill.kr.**

Bankinnskudd består av folioinnskudd og kortsiktige plasseringer i banker.

	1998	1997
Folioinnskudd	4	3
Kortsiktige plasseringer	230	74
Totalt	234	77

**NOTE 7 - Fordeling av urealiserte verdipapirgevinster for Folketrygdfondets konto-  
låns- og obligasjonsportefølje pr. 31. desember 1998.**

**Mill.kr.**

	PÅ- LYDENDE	KOST- PRIS	MARKEDS- VERDI	UREALISERTE KURS- GEVINSTER
Kontolån	53 150	55 087	55 787	700
Stat	10 482	10 914	11 865	951
Industri	4 276	4 477	4 384	-93
Kraftforsyning med kommunegaranti	104	105	101	-4
Kommuner og fylker	2 816	2 831	2 797	-34
Finansforetak	17 786	18 058	17 671	-387
Sum	88 614	91 472	92 605	1 133



**NOTE 8 a - Folketrygdfondets beholdning av aksjer pr. 31. desember 1998:**

SELSKAP	AKSJEKAP. PR. KLASSE (1000 KR)	PÅLYDENDE PR. AKSJE (KR)	ANTALL AKSJER 31.12.98	%-VIS ANDEL AV TOTAL AKSJEKAP. I SELSKAPET	MARKEDS- VERDI (1000 KR)
Kreditkassen	3 859 510	7,00	17 000 000	3,08	448 800
Den norske Bank	6 405 000	10,00	22 726 600	3,55	597 710
BNbank	487 710	50,00	926 026	9,49	169 463
Storebrand	1 385 749	5,00	27 671 673	10,00	1 591 121
Aker RGI A	1 139 394	20,00	2 824 700	3,83	225 976
Aker RGI B	438 696	20,00	200 000		13 600
Alcatel STK	84 000	10,00	205 451	2,45	51 363
Alvern Norway	8 159	1,00	517 000	6,34	1 551
Avantor	22 134	1,00	1 579 227	7,13	63 169
Dyno Industrier	511 952	20,00	850 000	3,32	96 050
Elkem	985 600	20,00	2 150 000	4,36	195 650
Elkjøp	71 600	10,00	350 000	4,89	98 000
Hafslund A	68 291	1,00	8 022 559	8,68	385 083
Hafslund B	47 173	1,00	2 003 625		64 917
Kværner A	423 830	12,50	2 725 000	6,26	408 750
Linstow ASA	449 922	10,00	4 400 000	9,78	158 400
Merkantildata	101 855	1,00	1 805 800	1,77	135 435
Nera	192 187	2,00	10 293 644	10,71	103 966
NetCom	23 712	0,50	1 200 000	2,53	237 600
Norsk Hydro	4 581 453	20,00	4 590 000	2,00	1 179 630
Norske Skog A	575 911	20,00	1 034 222	4,83	229 597
Norske Skog B	188 311	20,00	812 000		155 092
Nycomed Amersham	GBP 31 542	GBP 0,05	24 609 200	3,90	1 304 288
Olav Thon	118 979	10,00	800 000	6,72	153 600
Orkla A	987 224	6,25	16 853 420	8,53	1 912 863
Rieber & Søn A	398 246	10,00	3 900 000	12,26	237 900
Rieber & Søn B	409 309	10,00	6 000 000		336 000
Saga Petroleum	2 239 807	15,00	7 466 788	5,00	518 942
Scana Industrier	26 583	1,25	1 087 081	5,11	31 525
Schibsted	69 250	1,00	4 720 000	6,82	453 120
Tandberg	20 940	2,00	694 000	6,63	35 394
Tomra Systems	164 359	4,00	1 400 000	3,41	350 000
C. Tybring-Gjedde	44 091	5,00	382 676	4,34	9 567
Ulstein Holding	216 624	10,00	600 000	2,77	101 400
Unitor Ships Service	244 371	12,50	1 155 400	5,91	85 500
Veidekke	56 978	5,00	1 167 600	10,25	102 749
Bergesen d.y. A	132 746	2,50	3 400 000	5,41	309 400
Bergesen d.y. B	56 653	2,50	700 000		61 600
Bona Shipholding	USD 28 386	USD 1,50	75 000	0,40	1 725
Bonheur	57 450	5,00	300 560	2,62	43 280
Color Group	96 547	2,00	3 000 000	6,21	42 000

SELSKAP	AKSJEKAP. PR. KLASSE (1000 KR)	PÅLYDENDE PR. AKSJE (KR)	ANTALL AKSJER 31.12.98	%-VIS ANDEL AV TOTAL AKSJEKAP. I SELSKAPET	MARKEDS- VERDI (1000 KR)
<b>Det Søndenfjelds-norske</b>					
Dampskibsselskab	41 556	1,00	1 550 000	3,73	93 000
Fred Olsen Energy	1 206 000	20,00	1 215 400	2,02	57 124
Ganger Rolf	45 750	5,00	272 330	2,98	38 126
Leif Høegh & Co	60 000	2,00	1 500 000	5,00	133 500
NCL Holding	547 964	2,30	988 200	0,41	17 787
Petroleum Geo-Services	447 703	5,00	2 500 000	2,79	242 500
ProSafe	257 249	10,00	1 200 000	4,66	59 400
Smedvig A	82 049	3,00	360 000	0,87	23 040
Odfjell A	148 738	10,00	533 600	4,79	30 949
Odfjell B	69 748	10,00	513 500		31 837
W. Wilhelmsen A	49 666	5,00	401 000	6,01	80 200
W. Wilhelmsen B	22 708	5,00	469 000		91 455
Sum markedsverdi					13 600 694
Urealiserte kursgevinster aksjer					1 900 014
Bokført kostpris					11 700 680

**NOTE 8b - Folketrygdfondets beholdning av grunnfondsbevis pr. 31. desember 1998:**

SELSKAP	GRUNN- FONDS- KAPITAL (1000 KR)	PÅ- LYDENDE PR. ANDEL (KR)	ANTALL	%-VIS ANDEL AV TOTAL GRUNN- FONDSKAP. I SELSKAPET	MARKEDS- VERDI (1000 KR)
Sparebanken Midt-Norge	600 000	100,00	294 300	4,91	52 680
Sparebanken Nord-Norge	644 345	100,00	290 000	4,50	43 210
Sparebanken Rogaland	744 000	100,00	366 600	4,93	70 387
Sparebanken Nor	4 688 936	100,00	2 340 000	4,99	346 320
Sum markedsverdi					512 597
Urealiserte kursgevinster grunnfondsbevis					81 401
Bokført kostpris					431 196

**NOTE 9 - Andre fordringer.****Mill.kr.**

Andre fordringer består av:

	31.12.1998	31.12.1997
Pantelån under forvaltning av Rikstrygdeverket	3	3
Sum	3	3

**NOTE 10 - Gjeld.****Mill.kr.**

Gjelden består av:

	31.12.1998	31.12.1997
Diverse gjeld (skattetrekk m.v.)	2	2
Uoppgjorte verdipapirhandler	0	1
Sum	2	3

**NOTE 11 - Folketrygdfondets kapital.****Mill.kr.**

Folketrygdfondets kapital fremkommer som følger:

Overført fra folketrygden m.v. i perioden 1967-1979	11 778
Akkumulert resultat 1967-1997	99 321
Folketrygdfondets kapital pr. 1. januar 1998	111 099
Verdikorrigert resultat 1998	145
Folketrygdfondets kapital pr. 31. desember 1998	111 244



Den minoiske kulturen på Kreta benyttet i sin tidlige fase (ca. 2000-1650 f.Kr.) en bildeskrift. Denne skriften ble etterfulgt av skriftspråket Linear A (ca. 1750-1400 f.Kr.). Dette språket er ennå ikke tydet.

Linear A ble erstattet av skriften Linear B, som er den eldste europeiske skrift som er blitt tydet. Linear B skriver seg fra den kretisk-mykenske høykulturen (ca. 1450-1100 f.Kr.). Denne skriften er en forløper til gresk, men ble bare benyttet til å føre regnskaper og inventarlist.

Leirtavler fra Knossos: Minoisk bildeskrift (øverst til venstre), Linear A (øverst til høyre) og Linear B (nederst).

# Markedsutviklingen i 1998

## Rentemarkedet

Utviklingen i de internasjonale finansmarkedene i 1998 var preget av ustabilitet og et fallende rentenivå. Det var særlig den økonomiske og finansielle krisen i sør-øst Asia og problemene i den japanske økonomien som sto i fokus. I tillegg forsterket krisen i Russland og Brasil frykten for større ubalanser i verdensøkonomien og lavere vekst. Uroen i finansmarkedene førte til en kapitalflukt til de store likvide markedene, og dette bidro ytterligere til rentenedgang i USA og Tyskland.

For å motvirke et mulig fall i verdensøkonomien ble det utover høsten iverksatt tiltak både på nasjonalt og internasjonalt plan for å møte de finansielle problemene og for å stimulere til økonomisk vekst. I forventning om at dette skulle bidra til et raskt økonomisk omslag steg de lange rentene før de igjen sank noe mot slutten av året.

De lange amerikanske rentene falt i løpet av året med over 1 prosentpoeng til 4,7 prosent, etter å ha vært nede på 4,2 prosent i oktober, som er det laveste nivået siden slutten av sekstidårene. De amerikanske kortrentene var relativt stabile inntil den amerikanske sentralbanken satte ned signalrenten i tre trinn fra 5,5 til 4,75 i løpet av høsten. I løpet av året falt dermed de korte amerikanske rentene med 0,7 prosentpoeng til 5,1 prosent.

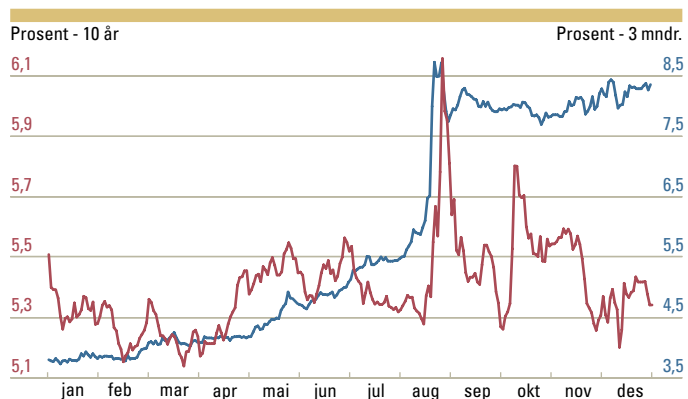
I Europa var oppmerksomheten i stor grad rettet mot innføringen av

euro som ny felles valutaenhet i EU. Innføringen skjedde fra siste årsskifte, og som følge derav var renteutviklingen i de 11 euro-landene i 1998 preget av konvergens mot det tyske rentenivå. For Tyskland endte den korte renten på 3,2 prosent mot 3,6 prosent ved inngangen til året. Den tyske 10-års renten falt med 1,5 prosentpoeng til 3,9 prosent som er det laveste nivået siden den første verdenskrig.

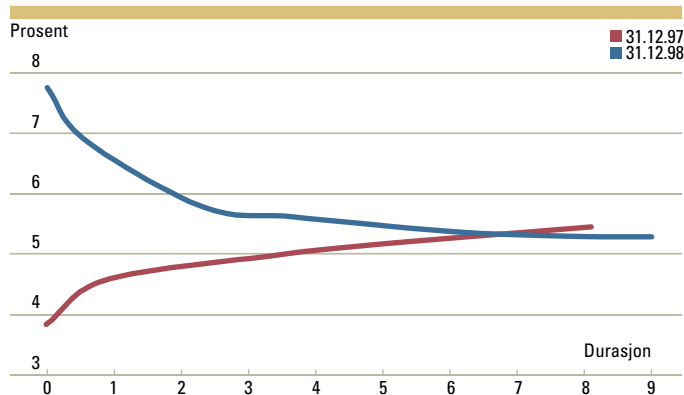
Mens den planlagte innføringen av euroen bidro til rentekonvergens og kursstabilitet for de landene som er med i den europeiske monetære union, ble andre halvår mer volatil for de øvrige europeiske valutaene, og særlig svenske og norske kroner kom under press. I Norge bidro dessuten et ekspansivt lønnsoppgjør og lavere oljepris til å svekke kronen. Til tross for at Norges Bank hevet signalrenten med totalt 4,5 prosentpoeng til 8,0 prosent, var kronen svak gjennom det meste av annet halvår. I den første del av året var kronen til dels sterkere enn Norges Banks såkalte utgangsløse.

Både korte og lange norske renter økte da presset mot kronen var på det sterkeste i slutten av august. De lange rentene sank imidlertid igjen utover høsten og fulgte de internasjonale rentene ned til historisk sett meget lave nivåer ved årsskiftet. De korte rentene har derimot holdt seg på et høyt nivå som følge av den

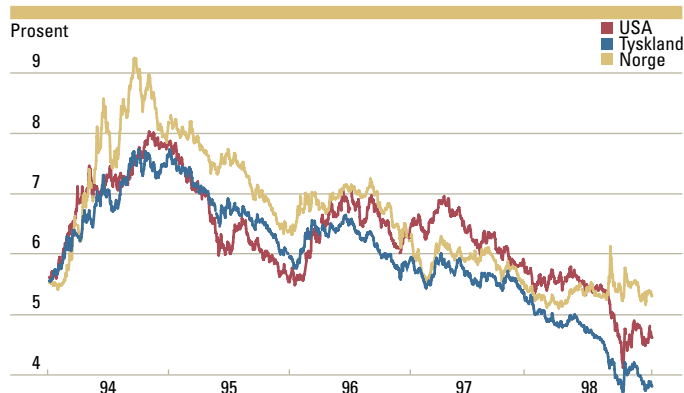
### Norsk kort og lang rente i 1998.



### Avkastningskurven for norske statsobligasjoner.



### Renteutvikling for 10 års statsobligasjoner. 1994-98.



svake kronen. Med forskjellig utvikling for korte og lange renter endret avkastningskurven seg dramatisk gjennom året. Renteforskjellen mellom lange og korte renter gikk fra +1,7 prosent til -3,0 prosent, hvilket resulterte i en sterkt fallende avkastningskurve.

Den norske 10-års renten var ved årsslutt på 5,3 prosent, mot 5,5 prosent ved inngangen til året. Tre-månedersrenten ble mer enn fordoblet til 8,4 prosent. Urolige finansmarkeder førte også til at risikopremien mellom stat og private obligasjoner økte gjennom året. For lange obligasjoner økte spreaden med 0,5 prosentpoeng eller mer.

Omsetningen i obligasjonsmarkedet, eksklusiv repoer, gikk noe ned i 1998 og endte på 1 132 milliarder kroner. Dette tilsvarer et gjennomsnittlig dagsvolum på 4,5 milliarder kroner som er 0,4 milliarder kroner lavere enn rekordåret 1997. Repo-omsetningen økte imidlertid og utgjorde siste år 68,6 prosent av totalomsetningen mot 64,8 prosent i 1997. Det ble i 1998 emittert obligasjoner for 70,9 milliarder kroner, hvilket er 1,4 prosent høyere enn året før. Det ble emittert stats- og statsgaranterte obligasjoner for 23,7 milliarder kroner, mens kommune- og fylkesobligasjoner sto for 4,4 milliarder kroner. I privat sektor beløp

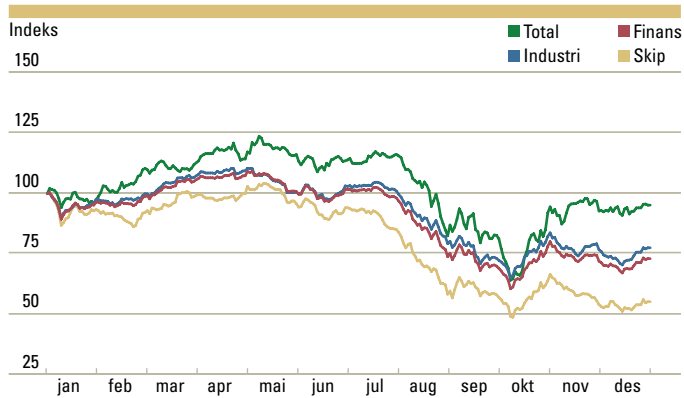
emisjonene seg til 42,8 milliarder kroner. Av dette svarte finansinstitusjoner for 37,2 milliarder kroner.

### Aksjemarkedet

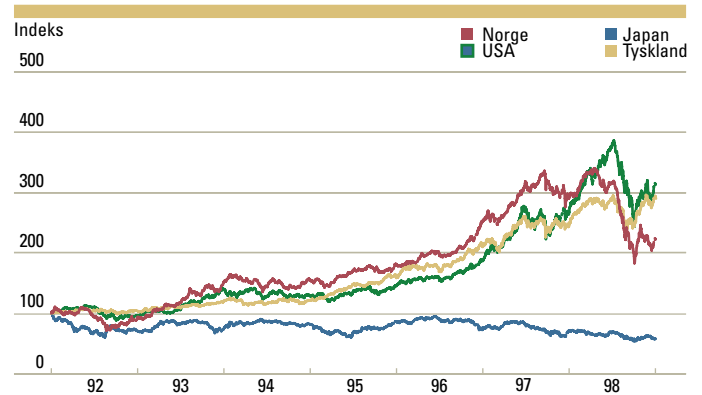
Året 1998 ble et av de dårligste i senere tid for Oslo Børs. Kursutviklingen var preget av stor volatilitet. For året som helhet falt totalindeksen med 26,7 prosent. Alle indeksene viste en negativ utvikling. Finansindeksen hadde den beste utviklingen med et fall på 2,4 prosent. Shippingindeksen, som er svært eksponert mot oljeprisen gjennom offshoreselskapene, ble mest svekket og falt med 45,5 prosent, mens industriindeksen falt med 22 prosent. Indeksen for de mest omsatte aksjer (OBX-indeksen) falt med 25,8 prosent, og SMB-indeksen (indeksen for små og mellomstore bedrifter) falt med 42,5 prosent.

Etter en kortvarig kursnedgang i begynnelsen av 1998, økte totalindeksen til sitt hittil høyeste nivå den 6. mai med 1 422,7 poeng. Deretter falt indeksen med 46,2 prosent til et bunn-nivå på 765,8 poeng den 8. oktober. Markedet tok seg noe opp mot slutten av året som følge av fornyet internasjonal optimisme og indeksen økte til 934,2 poeng ved årsslutt. De viktigste årsaker til den

### Utviklingen i det norske aksjemarkedet i 1998.



### Kursutviklingen i ulike aksjemarkeder 1992-98.



negative kursutviklingen siste år var et betydelig fall i oljeprisen, økning i det korte rentenivå og svekkelse av kronekursen. Videre bidro den internasjonale uroen i finansmarkedene som følge av de store økonomiske problemer i Russland, finansiell uro i Brasil og den videre svekkelsen i Asia til den negative utviklingen i det norske markedet.

Oslo Børs var et av de markedene som i 1998 hadde den svakeste utvikling i internasjonal sammenheng. Aksjemarkedet i USA opplevde en oppgang på 16,1 prosent, mens aksjemarkedene i England og Tyskland steg med henholdsvis 14,6 og 17,7 prosent. I Japan, som også i 1998 hadde store økonomiske problemer, svekket aksjemarkedet seg med 9,3 prosent.

Siden den siste, relativt langvarige kursoppgangen i aksjemarkedet skjøt fart i 1993, har likevel investeringer i det norske aksjemarked gitt en god avkastning. Den gjennomsnittlige årlige økning i totalindeksen for Oslo Børs var for 6-årsperioden 1993-98 på 16,6 prosent, mens den årlige vekst for Dow Jones-indeksen i USA var på 18,5 prosent og for Dax-indeksen i Tyskland på 21,8 prosent. Den japanske Nikkei-indeksen har i samme periode falt med 3,4 prosent i gjennom-

snitt pr. år. Det bemerkes dog at den norske aksjeindeks inkluderer utbetalt utbytte, mens de andre indekser ikke gjør det.

Omsetningen på Oslo Børs beløp seg siste år til 322,7 milliarder kroner, hvilket innebar en nedgang på 5,4 prosent sammenlignet med 1997. Den gjennomsnittlige dagsomsetning var på knapt 1,3 milliarder kroner.

Verdien av aksjene notert på Oslo børs falt med ca 73 milliarder kroner til ca. 466 milliarder kroner i løpet av 1998. Det svake markedet ga seg også uttrykk i et lavere antall nye selskaper tatt opp til notering samt lavere emisjonsaktivitet enn i 1997. Totalt ble det gjennomført emisjoner for 10,3 milliarder kroner i 1998 mot 20,9 milliarder kroner året før. I løpet av 1998 ble det tatt opp 27 nye selskaper til notering mot 56 i 1997, mens 8 selskaper ble strøket fra notering i 1998. Det var 236 selskaper notert på Oslo Børs ved utgangen av 1998 mot 217 året før.

Utbytteneivået økte i 1998 med ca. 5 prosent sett i forhold til året før og endte på ca. 10 milliarder kroner.

Det var relativt små endringer i eiersammensetningen på Oslo Børs i løpet av 1998. Etter en sterk økning over de senere år, opplevde aksjefon-

dene siste år en nedgang i sin relative eierandel på 0,2 prosentpoeng, hvilket må antas å ha sammenheng med nedgangen i aksjekursene. Aksjefondene svarte ved siste årsskifte for en eierandel på 8,0 prosent. Gruppen private pensjonsfond og -kasser fortsatte imidlertid å øke sin eierandel i aksjemarkedet og svarte ved siste årsskifte for en eierandel på 3,5 prosent, hvilket representerer en økning på 0,4 prosentpoeng. Utlendinger, som utgjør den største eiergruppen, økte sin eierandel med 0,6 prosentpoeng til 31,7 prosent. Den offentlige eierandel (stat, kommune og statlige selskaper) økte siste år med 0,8 prosentpoeng til 16,9 prosent. Gruppen private foretak reduserte sin eierandel med 2 prosentpoeng til 22,9 prosent.

# Aksjemarkedet og Corporate Governance

## 1. Innledning

Over de senere årtier er eierstrukturen i de børsnoterte selskaper både i Norge og andre land blitt preget av en stadig økende grad av *internasjonalisering* og *institusjonalisering*. Dette har sammenheng med globaliseringen av næringslivet, liberaliseringen av kapitalmarkedene og at en stor del av den økte finanssparing forvaltes av institusjoner av ulike slag som har kapitalforvaltning som arbeidsoppgave (banker, forsikrings-selskaper, pensjonsfond, aksjefond mv.). Denne utvikling har i flere henseende hatt markerte konsekvenser både for aksjemarkedene og de børsnoterte selskapene. Aksjemarkedene er bl.a. blitt preget av økt likviditet og profesjonalitet på investorsiden. Selskapene har bl.a. måttet avfinne seg med en mer omskiftelig aksjonærstruktur og en økende andel eierskapsmessig passive aksjonærer.

Denne utvikling har medført at man internasjonalt har fått en debatt om de styrings- og kontrollspørsmål som endringene i eierskapsstrukturen reiser for selskapene. Denne diskusjon føres under betegnelsen *corporate governance*. Dette begrepet, som det ikke finnes noe helt dekkende norsk uttrykk for, betegner de *interne relasjoner* mellom de styrende organer i et selskap, dvs. generalforsamling, styre og den administrative ledelse, herunder *rollefordelingen* mellom disse organer med hensyn til

arbeidsoppgaver og ansvarsforhold. I særlig grad har debatten om corporate governance fokusert på aksjonærens rettigheter, styrets ansvar og selskapets forpliktelser i forhold til sine eiere først og fremst, men også i forhold til andre interessegrupper.

Debatten om corporate governance er i særlig grad blitt stimulert av at enkelte amerikanske pensjonsfond på 80-tallet begynte å utvise et mer aktivt eierskap som reaksjon på enkelte uheldige utviklingstrekk i aksjemarkedet. Blant annet utviklet en del selskaper diverse juridiske knep (såkalte "poison pills") for å forhindre at de skulle bli gjenstand for uønskede oppkjøp. I de tilfelle slike "poison pills" var ledsaget av en svak resultatutvikling for selskapet i kombinasjon med generøse belønningsordninger til ledelsen, hadde man en utvikling som ble opplevd som uheldig og provoserende fra de institusjonelle investorers side, hvilket førte til at de for å ivareta sine økonomiske interesser begynte å opptre mer aktivt som eiere i forhold til de enkelte børsnoterte selskaper. Førrende i denne utvikling var USAs største pensjonsfond, *CalPers* (California Public Employees' Retirement System) som er pensjonsfondet for over 1 million offentlig ansatte i delstaten California.

Debatten om corporate governance og de institusjonelle aksjonærens eierskapsutøvelse har etter hvert fått "vind i seilene" også i Europa og har



stått sentralt på dagsorden på mange internasjonale investorkonferanser. Så sent som i april 1998 avga en rådgivergruppe bestående av fremtredende internasjonale næringslivsrepresentanter en rapport om corporate governance til OECD\*). Et hovedpoeng i denne rapporten er betydningen av bedre corporate governance som virkemiddel for å bedre selskapenes konkurransevne og lette deres tilgang til kapital i de globale markeder. Arbeidsgruppen fremsetter i sin rapport en rekke forslag til forbedringer og tilråder at OECD gir høy prioritet til arbeidet med å etablere internasjonale retningslinjer og standarder om corporate governance.

Det kan også nevnes at Norske Finansanalytikerens Forening i april 1998 utarbeidet en norm for god aksjonærpolitikk. Denne inneholder anbefalinger som i store trekk faller sammen med konsensusoppfatninger som debatten om corporate governance har gitt grunnlag for når det gjelder selskapenes forhold til sine aksjonærer.

I det følgende skal en først knytte noen generelle kommentarer til aksjemarkedets funksjoner og utviklingen i eierskapsstrukturen på Oslo Børs. Deretter vil en søke å referere i en kortfattet form hovedpunktene i debatten om corporate governance. I denne forbindelse vil en også gjengi noen av hovedkonklusjonene i ovennevnte OECD-rapport.

## 2. Aksjemarkedets funksjoner og aktører

Skjematisk kan en si at aksjemarkedet skal ivareta følgende funksjoner:

- For det første skal aksjemarkedet – sammen med fremmedkapitalmarkedet – bidra til en tilfredsstillende samlet *kapitaldannelse* i samfunnet. Dette er aksjemarkedets sentrale samfunnsøkonomiske funksjon.
- For det andre skal aksjemarkedet bidra til å gi bedrifter den ønskelige og nødvendige økonomiske *handlingsfrihet* ved tilgang til en tilstrekkelig egenkapital, slik at bedriftenes strategier, planer og løpende beslutninger ikke på en uheldig måte blir preget av rene kreditorhensyn. Egenkapitalen representerer i så måte selskapenes fundamentale og langsiktige kapitalbase, mens fremmedkapitalen (lånekapitalen) skal dekke mer tidsbegrensede og spesielle finansieringsbehov.
- For det tredje skal aksjemarkedet bidra til at bedriftene får *eiere* som kan ta styringsansvar for bedriftene og føre kontroll med deres utvikling.
- For det fjerde skal aksjemarkedet bidra til at man får et mest mulig stabilt og pålitelig system for økonomisk *verdsetting* av bedrifter og en effektiv *kanalisering* og *reallokering* av sparemidler til egenkapitalanvendelse i de selskaper og bransjer hvor kapitalen kan få høyest avkastning.
- Og for det femte skal aksjemarkedet gi de som sparer muligheter til *risikospredning* og *likvide plasseringer*, samt anledning til å få del i den meravkastning man kan forvente ved å ta den høyere risiko som ligger i egenkapitalplasseringer sammenlignet

med fremmedkapitalplasseringer. Det er således mange ulike, viktige og hver for seg krevende funksjoner som aksjemarkedet skal ivareta. Det er ingen selvfølge at markedet samtidig og alltid makter å ivareta alle funksjoner like godt eller de enkelte funksjoner på en fullt ut tilfredsstillende måte. I praksis fungerer da heller ikke aksjemarkedet i enhver hen-seende på en perfekt måte. Dels kan denne mangel på fullkommenhet skyldes de reguleringsmessige rammebetingelsene for markedet, dels kan det ha med forholdene på etter-spørselssiden å gjøre (bl.a. strukturen i næringslivet) og dels kan det ha med forholdene på tilbudssiden å gjøre, dvs. investorstrukturen og investorenes preferanser og agering.

I aksjemarkedet har aktørene på tilbudssiden, dvs. investorene, ikke bare som funksjon å bidra til riktig prissetting og god likviditet gjennom sin tilførsel av kapital. De har, som nevnt, også som funksjon å tilføre eierskap, dvs. å forstå den overordnede styring av og kontroll med utviklingen i selskapene. Aksjonærenes to roller – som *markedsaktører* og *eierskapsutøvere* – er hver for seg krevende og hver på sin måte. Som investor bør man helst kunne ha grunnlag for å foreta kvalifiserte vurderinger av avkastningsmuligheter og investeringsrisiko. Som eier bør man ha interesse av og forutsetninger for å kunne medvirke til at selskapene får den best mulige ledelse og styring.

For mange aksjonærer vil ønsket om å kjøpe aksjer i et selskap utelukkende være motivert av et ønske om å få god avkastning på den investering som gjøres og ikke av et ønske om å øve innflytelse på styringen av selskapet. Det forhold at ikke alle aksjonærer i et selskap ønsker å opp-tre som aktive eiere, behøver ikke

\*) CORPORATE GOVERNANCE. *Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*, A Report to the OECD by the Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, OECD Publications, Paris, april 1998.

*”the quality of corporate governance can affect the dynamism of the private sector and ultimately the credibility of market economies in providing growth and promoting citizen welfare”.*

(OECD-rapport om corporate governance)

nødvendigvis å få som konsekvens en mangelfull eierstyring og -kontroll, dersom selskapet har andre aksjonærer med vilje og kompetanse til å utøve et aktivt eierskap. Hvis derimot en betydelig andel av selskapets aksjonærer ønsker å avstå fra å utøve sitt eieransvar, vil man kunne få et styrings- og kontrollmessig vakuum på eiersiden som kan ha negative konsekvenser for selskapets utvikling på lengre sikt.

Selv om aksjonærer typemessig kan grupperes på mange forskjellige måter, er det blitt vanlig å inndele aksjonærene i et selskap i fire kategorier avhengig av om de typisk er kort- eller langsiktige som investorer og aktive eller passive som eiere.

Innenfor kategorien *aktive og langsiktige aksjonærer* finner man typisk de såkalte *industriutviklerne* eller *industri-alistene*. Denne type eiere har både et økonomisk og et industrielt motiv for sitt eierskap. De bidrar ikke bare med kapital, men også industriell kunnskap og utøver aktivt eierskap gjennom deltakelse i selskapets styre.

De *aktive, mer kortsiktige* aksjonærer innbefatter de *finansielle restrukturerere*, dvs. investorer som går inn på eiersiden i et selskap med det formål å omstrukturere selskapet for deretter å selge seg ut når omstillingsprosessen er gjennomført.

De *passive, kortsiktige* aksjonærer representeres av de *profesjonelle porteføljeforvaltere* i aksjefond mv. Disse kapitalforvaltere er vedvarende til stede i aksjemarkedet, men opererer gjerne med en relativt kort investeringshorisont og omplasserer fortløpende investeringsmidlene mellom markeder, bransjer og selskaper etter hva som til enhver tid antas å gi størst avkastning.

Innenfor kategorien *passive, langsiktige* aksjonærer har man gjerne

inkludert dels de *personlige småaksjonærer* og dels *pensjonsfond*. For de personlige småaksjonærene vil langsiktigheten gjerne være begrunnet i at hyppige endringer i aksjeporteføljen vil medføre relativt store transaksjonskostnader. For pensjonsfondene gjelder at de ut fra sitt formål er opptatt av å oppnå høy avkastning på lang sikt på den kapital de forvalter. De vil derfor ha en betydelig andel av sin kapital plassert i aksjemarkedet og de vil typisk operere med en lengre investeringshorisont for sine plasseringer i de enkelte selskaper enn for eksempel de mer trading-orienterte aksjefondene.

For et børsnotert selskap kan det være fordelaktig at det har ulike typer av aksjonærer: *langsiktige* aksjonærer som bidrar til eiermessig stabilitet og at selskapet har fokus på industriell utvikling, *kortsiktige* aksjonærer som kan bidra til god likviditet i og riktig prising av selskapets aksjer, *strategiske* aksjonærer som kan tilføre aktivt eierskap og industriell kompetanse og *rent finansielt motiverte* aksjonærer som kan bidra til at selskapets styre ikke overser aksjonærenes ønske om god avkastning både på kort og lang sikt. Hvis et selskaps eiere derimot for det meste består av kortsiktige, passive og rent finansielt motiverte aksjonærer, vil en kunne få en situasjon der selskapet ikke bare

---

*”For companies to attract equity investment, regulatory safeguards must emphasize fairness, transparency and accountability. These safeguards should take into account the new and growing category of non-controlling shareholders who have emerged in the form of institutional investors.”*

(OECD-rapport)

---

har et eierskapsvakuum, men også kan ha et utviklingshandicap som følge av at styret for ensidig kan komme til å prioritere den kortsiktige avkastningsutviklingen.

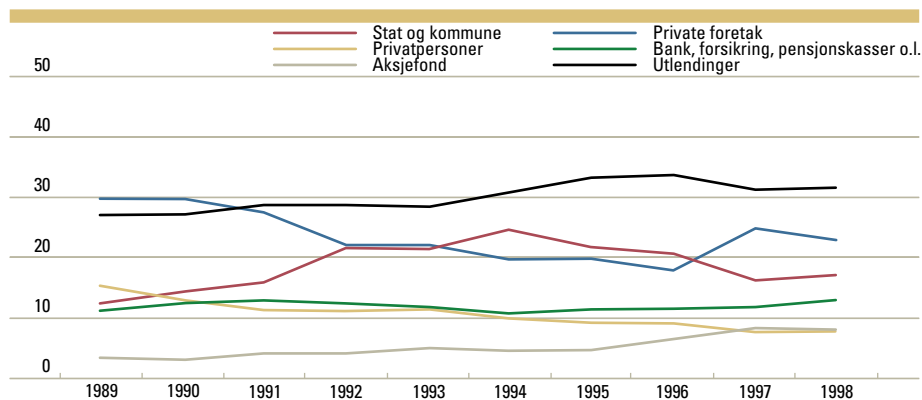
### 3. Eierstrukturen på Oslo Børs

Ved utgangen av 1998 var det notert i alt 236 selskaper på Oslo Børs, mot 134 selskaper for 10 år siden. Samlet børsverdi for selskapene beløp seg ved siste årsskifte til 466 milliarder kroner. Børsverdien av de VPS-registrerte aksjer og grunnfondsbevis beløp seg til 415 milliarder kroner, dvs. 89,0 prosent av selskapenes børsverdi. Av de børsnoterte selskapene var 22 utenlandske. Disse svarte for 14,8 prosent av børsverdien av de VPS-registrerte aksjer og grunnfondsbevis.

De 10 største norske selskapene på Oslo Børs svarte for knapt halvparten (49,4 prosent) av den samlede børsverdi for de norske selskapene. Det største av de børsnoterte norske selskaper (Norsk Hydro) utgjorde alene 16,6 prosent av samlet børsverdi for de norske selskaper, mens tre fjerdedeler av de norske selskapene til sammen hadde en lavere andel av børsverdien enn Norsk Hydro. Oslo Børs er således karakterisert av en meget skjev selskapsstruktur. De fleste av de børsnoterte selskaper er relativt små, og rundt 70 prosent av aksjeomsetningen er knyttet til de 20-25 største selskapene.

I beregningsgrunnlaget for børsindeksen inngår bl.a. ikke statens store eierandeler i Norsk Hydro, de to største forretningsbankene og enkelte andre selskaper. For de utenlandske selskapene inngår bare den andel av selskapenes aksjer som er registrert i VPS. Den del av selskapenes markedsverdi som inngikk i totalindeksen for Oslo Børs beløp seg ved

## Eierstrukturen på Oslo Børs 1989-98. Prosent.



siste årsskifte til 307 milliarder kroner, dvs. 74,0 prosent av verdien av de samlede VPS-registrerte aksjer og 65,9 prosent av selskapenes samlede børsverdi.

I figur 1 er vist endringene i eierstrukturen på Oslo Børs for perioden 1989-98 beregnet på grunnlag av de VPS-registrerte aksjer. Av figuren fremgår at gruppen *utlendinger* ved siste årsskifte utgjorde den største eiergruppe med en eierandel på 31,7 prosent. Denne gruppe innbefatter en betydelig andel institusjonelle investorer. Utlendingene har økt sin eierandel over de siste ti år, men eierandelen var ved siste årsskifte noe lavere enn i 1996 da utlendingene svarte for vel en tredjedel av de VPS-registrerte aksjer.

Den *offentlige* eierandel, (dvs. andelen av aksjer eid av stat, kommuner og statlige selskaper/fond) utgjorde ved siste årsskifte 16,9 prosent. Også det offentlige eierandel har økt over de siste ti år, men var ved siste årsskifte markert lavere enn da den var på det høyeste i 1994 da det offentlige eierandel utgjorde nær en fjerdedel. Den sterke økning i det offentlige eierandel i perioden 1991-94 skyldes i første rekke bankkrisen på begynnelsen av 90-tallet og reduksjonen i eier-

andelen over de senere år har bl.a. sammenheng med statens nedsalg i bankene.

*Private foretak* utgjør i dag den nest største eiergruppe på Oslo Børs, med en eierandel på 22,9 prosent ved siste årsskifte. Eierandelen til denne gruppe har i hovedsak vist en fallende trend over de senere år, hvilket delvis reflekterer strukturendringer i norsk næringsliv.

Gruppen *bank, forsikring, pensjonskasser o.l.* svarte ved siste årsskifte for en eierandel på 12,6 prosent. Denne gruppen (og særlig livsforsikringsselskapene) har økt sine aksjeinvesteringer over de senere år, men som følge av at en ikke uvesentlig del av

*"In the past decade, institutional investors (pension funds, life insurance companies, mutual funds, etc.) have emerged as the dominant suppliers of equity capital. These institutions – with diversified portfolios including small but significant stakes in a large number of companies – cannot rely fully on the classic safeguard of selling underperforming securities because of the size of their holdings and their portfolio indexing strategies."*

(OECD-rapport)

økningen har skjedd i utenlandske aksjemarkeder, har gruppens eierandel i det norske aksjemarkedet ikke økt i særlig grad.

*Privatpersoner* har historisk sett ikke utgjort noen særlig stor eiergruppe på Oslo Børs, og eierandelen har over de siste ti år blitt omtrent halvert. Ved siste årsskifte svarte gruppen privatpersoner for en eierandel på 7,8 prosent. Det personlige eierskap på Oslo Børs er imidlertid vesentlig større enn hva denne eierandel indikerer som følge av at mange privatpersoner investerer gjennom egne selskaper, hvilket bl.a. gjelder mange av de største personlige aksjonærer.

Nedgangen i eierandelen for gruppen privatpersoner må for øvrig ses i sammenheng med at gruppen *aksjefond* siden 1989 har mer enn fordoblet sin eierandel og ved siste årsskifte svarte for 8,0 prosent. Dette reflekterer at stadig flere privatpersoner investerer i aksjer, men samtidig foretrekker å gjøre dette gjennom aksjefond for derved å redusere den selskaps-spesifikke risiko knyttet til aksjeinvesteringer.

## 4. Om aksjeselskapet og dets organer

Det som først og fremst skiller et aksjeselskap fra andre virksomhetsformer, er at deltakerne i selskapet – aksjonærene – har et *begrenset ansvar* for selskapets forpliktelser. En kreditor kan således bare forholde seg til selskapet og ikke til selskapets eiere. Aksjeeiernes økonomiske forpliktelse er begrenset til deres aksjeinnskudd, de hefter ikke for selskapets forpliktelser. Nettopp ønsket om å kunne begrense eiernes økonomiske ansvar og forpliktelser og spre den begrensede risiko på flere deltakere for derved å bedre tilgangen på egenkapital



De første mynter ble laget i Lilleasia ca. år 600 f.Kr. De ble laget i sølv eller gull eller en blanding av disse to, elektrum, og hadde derved en verdi i seg selv.

Senere ble mynter produsert av mindre verdifulle metaller, der de representerte en verdi som var garantert av den utstedende myndighet. Lavere metallverdi førte likevel til at myntene fikk redusert verdi i bruk. I de senere år har en fått ulike typer av kontantkort, f.eks. telekort, som spiller en tilsvarende rolle som mynter og pengesedler.

Mynter (regnet ovenfra): Sardis fra Lydia (560-547 f.Kr.), tetradrakme fra Athen (440 f.Kr.), tetradrakme fra Makedonia (336-323 f.Kr., begge sidene), solidus fra Bysants (705-711 e.Kr.), norsk mynt fra Olav Tryggvasons tid (995-1000) og norsk 20-kroners mynt fra 1998 (begge sidene).

til næringslivet, var bakgrunnen for at aksjeselskapsformen i sin tid ble etablert som alternativ til de personlige eide selskaper med ubegrenset ansvar.

Som konsekvens av det begrensede ansvar for aksjonærene, stiller loven om aksjeselskaper formelle krav til organiseringen av et aksjeselskap og forvaltningen av selskapets midler. Gjennom de krav til *forsvarlig forvaltning* av selskapets midler som loven stiller, skal interessene til aksjeeierne, kreditorene, de ansatte og andre tredjemenn balanseres.

Et aksjeselskap kan beskrives som en formell organisering av formuesverdier. Formuesverdiene overføres til selskapet mot at aksjonærene mottar vederlag i form av eierandeler (dvs. aksjer) i selskapet. En aksjonær er deleier i selskapet, men ikke eier av selskapets eiendeler. Aksjeselskapet er *et eget rettssubjekt* og det er selskapets styrende organer som innenfor de regler som gjelder, kan disponere over selskapets eiendeler og treffe de beslutninger som er nødvendige for forvaltningen av selskapets eiendeler.

Aksjeselskapets høyeste organ er *generalforsamlingen*, som består av aksjonærene i selskapet. Generalforsamlingen fastsetter selskapets vedtekter, velger medlemmer til styret (eller alternativt bedriftsforsamlingen eller representantskapet hvis selskapet har slike organer), fatter vedtak om resultatregnskap, balanse og overskuddsanvendelse, om emisjon eller om fullmakt til styret om utstedelse, evt. tilbakekjøp av aksjer, om valg av revisor mv.

Generalforsamlingens beslutninger fattes som hovedregel som flertallsvedtak basert på de på generalforsamlingen representerte aksjer med stemmerett. For vedtektsendringer kreves kvalifisert flertall, dvs. tilslutning fra minst

to tredjedeler av så vel de avgitte stemmer som av den aksjekapital som er representert på generalforsamlingen. I spørsmål om vedtektsendringer teller således både stemmerettsløse aksjer og eventuelle avgitte blanke stemmer med.

I Norge inneholder aksjeloven en bestemmelse om at aksjeselskaper med mer enn 200 ansatte (som hovedregel) skal ha en *bedriftsforsamling* og at selskaper som ikke har *bedriftsforsamling* kan ha et representantskap. I selskaper med bedriftsforsamling tilligger det dette organ å velge styret. Bedriftsforsamlingen har som oppgave å føre tilsyn med styrets og administrerende direktørs forvaltning av selskapet. Bedriftsforsamlingen skal avgi uttalelse til generalforsamlingen om styrets forslag til resultatregnskap og balanse og om styrets forslag om anvendelse av overskuddet (eller eventuelt dekning av tap). Det tilligger videre bedriftsforsamlingen å treffe avgjørelse – etter forslag fra styret – i saker som gjelder (a) investeringer av betydelig omfang i forhold til selskapets ressurser eller (b) rasjonalisering eller omlegging av driften som vil medføre større endring eller omdisponering av arbeidsstyrken.

For finansinstitusjoner gjelder egne lover. I finansinstitusjoner orga-

---

*” The focal point of corporate governance is the board of directors as a mechanism to represent shareholder interests, prevent conflicts of interest (i.e. address the agency problem), monitor managerial performance and balance competing demands on the corporation. For the board to play this role in a meaningful way, it needs to be capable of acting independently of management.”*

(OECD-rapport)

---

nisert som aksjeselskaper, spiller *representantskapet* en i hovedsak tilsvarende rolle som bedriftsforsamlingen i vanlige aksjeselskaper. I finansinstitusjoner tilligger det imidlertid representantskapet å velge revisor. Finansinstitusjoner skal også ha en kontrollkomité som skal føre tilsyn med foretakets virksomhet og blant annet påse at virksomheten drives i samsvar med lov og vedtekter, og den skal spesielt føre tilsyn med styrets disposisjoner. Kontrollkomiteen skal minst en gang årlig avgi melding om sitt arbeid til representantskapet og Kredittilsynet.

Etter aksjeloven hører forvaltningen av selskapets anliggender under *styret* og *administrerende direktør*. Styret/-administrerende direktør skal herunder sørge for en tilfredsstillende organisasjon av selskapets virksomhet. Administrerende direktør forestår den *daglige ledelse* og skal følge de retningslinjer og pålegg styret har gitt. De oppgaver som tilligger administrerende direktør å avgjøre som ledd i den daglige ledelse av selskapet, omfatter imidlertid ikke saker som etter selskapets forhold er av uvanlig art eller stor betydning. Slike saker kan administrerende direktør bare avgjøre om styret i det enkelte tilfelle har gitt myndighet til det, eller styrets beslutning ikke kan avventes uten vesentlig ulempe for selskapets virksomhet. Styrets beslutninger fattes etter flertallsprinsippet, slik hovedregelen er for de øvrige styrende organer i selskapet. For å forhindre myndighetsmisbruk inneholder aksjeloven bestemmelse om at hverken styremedlemmer eller administrerende direktør kan delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål hvor de har en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse i saken. Styret og andre som representerer selskapet kan heller ikke treffe tiltak som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller tre-

djemann en urimelig fordel på andre aksjeeiere eller selskapets bekostning.

Som det fremgår av ovennevnte, anviser loven om aksjeselskaper et velutviklet system av ”checks and balances”, dvs. at beslutningsmyndighet motsvares av kontrollordninger. Administrerende direktør er tillagt utøvelsen av den daglige ledelse, men er underlagt styrets retningslinjer og kontroll. Styret har ansvaret for forvaltningen av selskapets anliggender, treffer de overordnede beslutninger om selskapets utvikling, fastsetter rammer og retningslinjer for – og fører kontroll med – administrerende direktørs myndighetsutøvelse. Styret står på sin side til ansvar for generalforsamlingen og er dessuten underlagt bedriftsforsamlingens (eller representantskapets og kontrollkomiteens) tilsyn. Generalforsamlingen har den øverste myndighet i selskapet, men dens medlemmer tar også den største økonomiske risiko og må bære konsekvensene hvis de fatter ukloke beslutninger eller forsømmer sine kontrollfunksjoner med den følge at dårlig forvaltning resulterer i tap.

## 5. Debatten om corporate governance

Den prinsipielle diskusjon om corporate governance har relevans for enhver type av aksjeselskaper. Det er imidlertid de børsnoterte selskaper (allmennaksjeselskapene) som i særlig grad har stått i fokus for diskusjonen. Det har sammenheng med at en økende andel av aksjonærene i de børsnoterte selskaper består av rent finansielt motiverte, institusjonelle aksjonærer, hvorav mange opererer med en relativt kort tidshorison og enda flere ikke har noe ønske om å utøve et aktivt eierskap. Dette har bidratt til å svekke eierskapsutøvelsen i selskapene og de styrings- og kon-

trollfunksjoner som aksjonærene gjennom aktiv deltakelse på generalforsamlingen – og gjennom styrerepresentasjon – er forutsatt å ivareta.

Når man særlig har fokusert på de børsnoterte aksjeselskaper, har dette også sammenheng med at de i utgangspunktet henvender seg til allmennheten for å dekke sitt behov for egenkapital og derfor også har en større forpliktelse til å utvise åpenhet om sin virksomhetsutøvelse. Dette kommer også til uttrykk ved at de børsnoterte selskaper er underlagt mer spesifikke og omfattende regler enn ikke-børsnoterte selskaper.

Debatten om corporate governance adresserer mange og ulike typer av problemstillinger, hvorav kan nevnes:

- selskapets økonomiske formål, samfunnsmessige ansvar og ulike informasjonsforpliktelser overfor aksjemarkedet.
- styrets rolle, kompetanse, oppgaver og ansvar.
- sikring av aksjonærenes rettigheter, herunder ivaretagelse av hensynet til likebehandling av aksjonærene.
- aksjonærenes eierskapsutøvelse, herunder spørsmålet om institusjonelle aksjonærers ansvar for å utøve eierskap og forpliktelse til å redegjøre

---

*”Generating economic profit so as to enhance shareholder value in the long term, by competing effectively, is the primary objective of corporations in market economies. Corporate governance must acknowledge this objective while simultaneously fulfilling broader economic, social and other national objectives. This multiplicity of functions is complex but necessary to the perpetuation of the corporation and the market system.”*

*(OECD-rapport)*

---

overfor sine egne interessenter for hvordan de ivaretar sitt eieransvar.

- agent-problemet, dvs. hvordan sikre at selskapets styre og administrasjon ivaretar selskapets og aksjonærenes interesser og ikke først og fremst egne interesser.
- revisjonens rolle, oppgaver og organisering.
- behovet for lovmessige reguleringer og/eller andre tiltak for etablering av retningslinjer og standarder for corporate governance.

Det er et viktig kjennetegn ved debatten om corporate governance at den ikke føres innenfor en snever bedriftsøkonomisk ramme, selv om utgangspunktet er spørsmålet om hva som er mest tjenlig for det enkelte selskap. Det er tvert imot et viktig aspekt ved debatten at man tilstreber å innplassere ”de moderne foretak” som er organisert som børsnoterte selskaper i en samfunnsmessig sammenheng. Dette reflekterer en erkjennelse av at selskapene i næringslivet spiller en betydelig rolle for utviklingen – både økonomisk og samfunnsmessig – i de etter hvert meget deregulerte markedsøkonomier, og at globaliseringen av markedene og produksjonslivet representerer en vesentlig endring av rammebetingelsene for bedriftene i de enkelte land. Det forhold at ”markedets lover” i internasjonal utgave får en stadig større gjennomslagskraft stiller samtidig større krav til organiseringen og styringen av de enkelte selskaper, - ikke bare for at de skal være effektivt organisert for å kunne hevde seg i konkurransen, men også for å sikre at selskapene styres på en forsvarlig måte og er underlagt betryggende kontroll både av selskapets egne organer og fra samfunnets side. Spørsmålet om hva slags lovreguleringer og tilsynsordninger selskapene bør være underlagt fra de politiske myndigheters side,

er derfor også ett av diskusjonstemaene i denne sammenheng.

Selv om den samfunnsmessige betydning og de økonomiske ringvirkninger av selskapenes virksomhet kan være meget stor, er det en konsensusoppfatning i corporate governance-debatten at *den økonomiske målsetting for selskapene består i å maksimere kapitalavkastningen på lang sikt*, dvs. å øke aksjonærverdiene i selskapet. Denne konklusjon er basert på at i en velfungerende markedsøkonomi vil denne målsetting bidra til å fremme selskapenes konkurransedyktighet i produkt- og innsatsfaktormarkedene, herunder sikre konkurransedyktige lønnsbetingelser, og at man får en god ressursallokering og produktivitetsutvikling innenfor næringslivet som helhet. Konklusjonen baserer seg videre på at de politiske myndigheter har ansvar for å sikre at selskapene er underlagt lover og andre rammebetingelser som sikrer at selskapene i samfunnsmessig forstand fungerer på en tjenlig måte (for eksempel i miljømessig henseende) når de forfølger målsettingen om størst mulig kapitalavkastning. Det her nevnte innebærer likevel ikke at selskapene bare kan negligere sin samfunnsmessige rolle og unnlate å være seg bevisst den betydning selskapets funksjonsmåte og virksomhet har for selskapets alminnelige omdømme og forhold til ulike grupper av interessenter (blant annet lokalsamfunnet) og viktige samfunnsmessige problemstillinger (som for eksempel utdanning, likestilling, miljøforurensning, mv.).

I debatten om corporate governance fokuseres mye på *styrets rolle*. På den ene siden fremheves betydningen av styrets uavhengighet i forhold til administrasjonen og at styret må være seg sitt ansvar (i betydningen

”accountability”, dvs. å stå til regnskap for) overfor aksjonærene bevisst. På den annen side understrekes betydningen av styrets selvstendighet som beslutningsorgan og dets ansvar (i betydningen ”responsibility”, dvs. å være forpliktet til) overfor selskapet som sådan og de ulike grupper som har et naturlig og berettiget interessemessig forhold til selskapet (aksjonærer, ansatte, kunder, leverandører, kreditorer, lokalsamfunn, myndigheter etc.). Det er styrets oppgave til enhver tid å balansere de ulike – kort- og langsiktige – interesser og hensyn innenfor rammen av selskapets økonomiske målsetting.

Styrets primære oppgave består i å fatte beslutning om selskapets utviklingsretning og strategier for å nå selskapets mål. Sagt på en annen måte er det styrets hovedoppgave å foreta prioriteringer og treffe beslutninger om tiltak som styrker den kortsiktige lønnsomhetsutviklingen og fremmer den langsiktige industrielle utvikling for selskapet, samt å sørge for at administrasjonen oppfyller virksomhetsmålene.

Rollefordelingen mellom styret og administrasjonen består i så måte i at styret bestemmer *retningen* for selska-

---

*”The potential for management and shareholder interests to diverge is a defining characteristic of the modern, publicly traded corporation. Addressing this ”agency” problem is a central concern of corporate governance, and the system of rights and responsibilities it encompasses. For corporate governance to be most effective, the major participants – shareholders, directors and managers – need a clear understanding of their respective roles, rights and responsibilities.”*

(OECD-rapport)

---

pets utvikling, mens administrasjonen står til *regnskap* for styret for at de forskjellige utviklingsmessige milepælene nås. Siden det i praksis er administrasjonen som tilrettelegger grunnlaget for styrets beslutninger, betinger denne rollefordelingen at styret har evne og vilje til å foreta selvstendige og kompetente vurderinger av de synspunkter og forslag som fremmes fra administrasjonens side. I debatten om corporate governance fremheves derfor meget sterkt at styret bør ha medlemmer som er uavhengige av administrasjonen, samt har tilstrekkelig kompetanse og personlig autoritet til foreta selvstendige vurderinger og - eventuelt - vinne frem med avvikende løsningsforslag som selskapet etter styrets oppfatning i gitte situasjoner måtte være bedre tjent med enn administrasjonens forslag.

Det er et karakteristisk og kritisk kjennetegn ved de børsnoterte selskaper, spesielt hva gjelder de meget store selskaper, at den administrative styring og kontroll er adskilt fra selve eierskapet. Dette forhold har sammenheng med aksjeselskapets juridiske struktur, men forsterkes ytterligere av at eierskapet i de store børsnoterte selskaper ofte er spredt på svært mange aksjonærer som hver for seg har relativt små eierandeler, samtidig som styrene i stor grad består av såkalte ”profesjonelle” styremedlemmer med bare en liten eller ingen eierinteresse i selskapet. Dette innebærer at det blir en viktig oppgave for styret på den ene side å sørge for at administrasjonen ivaretar aksjonærenes interesser og ikke først og fremst sine egne (agentproblemet). På den annen side må styret påse at ikke noen aksjonærer gjennom representasjon i styret får fordeler i forhold til aksjonærer som ikke deltar i styrearbeidet eller at store aksjonærer i

selskapet får fordeler på bekostning av småaksjonærene, men at alle aksjonærer likebehandles.

Et meget sentralt tema i debatten om corporate governance er derfor spørsmålet om *vern av aksjonærenes rettigheter*. Dette spørsmålet er ikke bare av direkte økonomisk betydning for aksjonærene i det enkelte selskap ved at neglisjering av minoritetsaksjonærenes interesser i et aksjeselskap vil virke negativt på prisingen av selskapets aksjer. Manglende ivaretagelse av legitime aksjonærinteresser får også betydning for den grunnleggende tillit som aksjemarkedet er avhengig av fra investorenes side, for hvis denne blir svekket, vil det få negative konsekvenser ikke bare for kursfastsettelsen i de enkelte selskaper, men også for den samlede tilgang av risikokapital til aksjemarkedet. Nettopp dette forhold har bidratt til at den debatt som en del pensjonsfond innledet med kritiske spørsmål til enkeltsselskaper på 1980-tallet, nå videreføres med styrke av mange fremtredende representanter for næringslivet, som den foran nevnte OECD-rapport vitner om.

Et vesentlig poeng i denne sammenheng er at globaliseringen av bl.a.

---

*“Effective shareholder protection stresses: i) fairness, through regulations prohibiting fraud, managerial or controlling shareholder selfdealing, and other “insider” wrongdoing; ii) accountability, through clearly set forth governance roles and responsibilities and primary reliance on managerial monitoring by a board of directors; and iii) transparency, through regulations that mandate the disclosure of information to shareholder.”*

(OECD-rapport)

---

kapitalmarkedene innebærer at de aksjemarkeder som ikke oppfyller rimelige standardkrav til corporate governance og ivaretagelse av aksjonærrettigheter, vil tape i konkurransen om kapital og de seriøse investorer, til skade for selskapene og næringslivets konkurransedyktighet. Selv om aksjemarkedene i enkelte land vil kunne få svekket sin posisjon i konkurransen om kapitalen, hvis mange av de børsnoterte selskapene er kjennetegnet ved en mangelfull corporate governance, vil ikke derved markedsmekanismen i seg selv nødvendigvis sørge for den ønskelige standardforbedring (raskt nok) som følge av at det alltid vil kunne være aktører (med betydelig innflytelse i enkeltsselskaper) som vil kunne se seg tjent med den rådende standard selv om andre aktører og markedet som helhet taper på tingenes tilstand. Dette forhold nødvendiggjør at både aksjemarkedet og de enkelte selskaper er underlagt hensiktsmessige reguleringer og tilfredsstillende kontrollordninger.

Som ledd i arbeidet med å ivareta aksjonærenes interesser er det viktig at selskapet gir god *informasjon* til aksjemarkedet om den økonomiske situasjon for selskapet og om strategien og planene for selskapets utvikling. Den informasjon som gis må være oppdatert, korrekt, presis og så fullstendig som mulig hensyn tatt til selskapets forretningsmessige interesser. Dette er viktig både for at aksjonærene skal kunne ha et forsvarlig informasjonsgrunnlag å fatte kjøps- og salgsbeslutninger på og for å kunne vurdere om de bør markere eventuell misnøye med selskapets økonomiske utvikling ved å selge seg ut, dvs. “stemme med føttene” eller utøve et mer aktivt eierengasjement.

For *institusjonelle investorer* gjelder at deres investeringer i aksjemarke-

det som hovedregel kun er rent finansielt motiverte. Denne investorgruppe har derfor normalt intet ønske om å utøve aktivt eierskap, men må som alle andre som investerer i egenkapital- eller fremmedkapitalinstrumenter ivareta sine økonomiske interesser. For så vidt vil det kunne være nærliggende for de institusjonelle investorer å bare selge seg ut av selskaper der den økonomiske utvikling er dårligere enn man burde kunne forvente. Det vil i særlig grad kunne fremstå som det mest formålstjenlige for de investorer som opererer med en kort investeringshorisont og der aksjepostene er av begrenset størrelse slik at de lett kan selges uten at salget i seg selv fører til kursfall. Der investorene sitter med større aksjeposter i et selskap, vil det imidlertid kunne være vanskeligere å bli kvitt hele aksjeposten, iallfall vil nedsalget gjerne måtte skje over noe tid for å unngå at det får negative kursvirkninger.

For langsiktige *institusjonelle investorer* som i større eller mindre grad opererer med en indeksevenkning av sin aksjeportefølje, vil selve hensynet til indeksevenkningen tilsi at man ikke bare kan selge seg ut av de selskaper hvis økonomiske utvikling man måtte være misfornøyd med. Den mer adekvate måte å ivareta sine økonomiske interesser på for denne

---

*“many shareholders do not make use of their voting rights. This may be explained in part by the fact that the costs of monitoring corporate performance accrue only to the shareholders who are engaged in the monitoring, while the benefits are shared by the entire shareholder base.”*

(OECD-rapport)

---



gruppe investorer, er å utøve aktivt eierskap gjennom kontakt med selskapene og deltakelse på generalforsamlingene. Dette forhold er årsaken til at en del store pensjonsfond har begynt å utøve et mer aktivt eierskap og at enkelte, som for eksempel CalPERS, har utformet sitt eget Corporate Governance Program som de arbeider etter og har bekjentgjort for de selskaper i hvilke de investerer.

For den enkelte investor er det imidlertid kostnader forbundet med grundig oppfølging av de enkelte selskaper og aktiv deltakelse på generalforsamlingene. Den positive effekt som den enkelte institusjonelle investors eierskapsutøvelse måtte få for styringen av og den økonomiske utviklingen i selskapene, nyter derimot alle investorer godt av. Dermed vil en på dette felt uunngåelig også møte gratispassasjerproblemet: Alle institusjonelle investorer vil være tjent med at noen av dem aktivt engasjerer seg for å ivareta deres felles aksjonærinteresser, men den enkelte investor vil ut fra egeninteresse ønske at noen av de andre påtar seg kostnadene og belastningen ved å gjøre det. Enkelte av de institusjonelle investorer vil dessuten kunne føle det vanskelig å skulle fremføre kritiske synspunkter overfor selskapene som følge av at de kan ha krys-

sende interesser. (Forsikringselskaper og banker kan for eksempel både ha en kundeinteresse og en eierinteresse i et selskap.) Derfor har man også registrert at selv om de institusjonelle investorer generelt er blitt mer aktive som eiere enn før, gjelder dette ikke alle, men først og fremst de store pensjonsfondene (som gjerne sitter med relativt store eierandeler i selskapene og kun er opptatt av høyest mulig avkastning på lang sikt). Andre institusjonelle investorer vil kunne være passive fordi de regner med at de investorer som tidligere har vært aktive, fortsatt vil gjøre jobben for dem med hensyn til ivaretagelse av de felles aksjonærinteresser. Den stadig større oppmerksomhet som vies temaet corporate governance, vil formodentlig etter hvert bidra til å endre på dette.

Det vil i så måte trolig ha en effekt at man i debatten om corporate governance også har begynt å reise spørsmål om de forpliktelser institusjonelle investorer har eller bør ha til å redegjøre overfor dem hvis kapital de forvalter, hvor aktivt de ivaretar sine aksjonærinteresser, hva slags retningslinjer de har utformet for sin eierskapsutøvelse og hvordan de faktisk har utøvet eierskap i de enkelte selskaper.

Det såkalte *agent-problemet* dreier seg om hvordan en best kan forene interessene til aksjonærene, styret og administrasjonen slik at selskapet kan oppnå den best mulige utvikling økonomisk og industrielt. Agent-spørsmålet er ikke bare knyttet til hvordan man best kan anspore den administrative ledelsen i et selskap til å oppnå den best mulige kapitalavkastning, men også om å forhindre at aksjonærer med dominerende eierinnflytelse og/eller aksjonærer som befinner seg i en innsideposisjon som styremedlemmer

oppnår fordeler på andre aksjonærers bekostning. For å oppnå det første er det formålstjenlig at belønningsordningene for den administrative ledelsen ansporer til å frembringe gode økonomiske resultater både på kort og lang sikt. De resultatavhengige belønningsordninger bør imidlertid utformes slik at de gir uttelling for de ekstra gode resultater og ikke bare for de gode resultater som måtte følge av den alminnelige konjunkturutvikling. For å unngå at eiere som deltar i styret gjennom denne posisjon oppnår uberettigede fordeler (på andre aksjonærers og/eller selskapets bekostning), er det viktig at styret inkluderer styremedlemmer som er uavhengige og nøytrale i forhold til selskapets aksjonærer og administrasjon.

Selv om det generelt – av flere grunner – vil være fordelaktig med en direkte eierrepresentasjon i styret, er det således av vesentlig betydning at man gjennom styresammensetningen som helhet makter å sikre at interessene både til selskapet som sådan og de aksjonærer som ikke deltar i styret, blir tilbørlig ivaretatt. Dette innebærer også at styremedlemmene i et selskap normalt ikke bør ha forretningsmessige oppdrag for selskapet som konsulenter, juridiske rådgivere eller lignende. Styremedlemmene i et selskap er – enten de er aksjonærer i sel-

---

*“Two specific types of “agency costs” need to be minimised to protect shareholders adequately:*

- i) management discretion needs to be limited as to the risk of non-profitable use of equity funds, and*
- ii) transfers of assets from minority to controlling shareholders need to be subject to strict fairness requirements.”*

*(OECD-rapport)*

---



---

*Although active investor involvement in monitoring management can benefit all shareholders and mitigate traditional agency problems, certain basic legal protections for minority shareholders must be in place to guard against potential abuses, such as dilution, fraud and insider trading.”*

*(OECD-rapport)*

---

skapet eller ikke – å betrakte som *tiltitsmenn* for selskapet og alle dets aksjonærer, og de må derfor være seg bevisst de krav dette stiller til dem med hensyn til habilitet, integritet og aktsomhet. Styret har i så måte en viktig oppgave med hensyn til å påse at rollefordelingen i selskapet fungerer som forutsatt, og på den best mulige måte, og at selskapets integritet som eget rettssubjekt ivaretas.

I den forannevnte OECD-rapporten er betydningen av uavhengige styremedlemmer sterkt understreket. Dette må ses på bakgrunn av at det i mange land er vanlig at styret består både av eksterne styremedlemmer og (interne) styremedlemmer som inngår i den administrative ledelsen i selskapet eller er heltidsansatte styremedlemmer (for eksempel arbeidende styreformann). I Norge er det ikke vanlig at andre fra administrasjonen enn eventuelt administrerende direktør er medlemmer av styret. Ordningen med ansattrepresentasjon i styret innebærer imidlertid at spørsmålet om forholdet mellom antall eksterne og interne styremedlemmer ikke er irrelevant for norske forhold, selv om det i visse henseende stiller seg annerledes enn for styret der de interne styremedlemmer er rekruttert fra den administrative ledelsen. For også i en situasjon med ansattrepresentanter i styret blir det viktig å sikre at de interne styremedlemmer på den ene side ikke får en for dominerende stilling i styret og at man på den annen side også har uavhengige, eksterne styremedlemmer som kan ivareta minoritetsaksjonærenes interesser og bidra til at de såkalte "agentkostnadene" blir så lave som mulig.

I denne sammenheng er også *revisorfunksjonen* i aksjeselskaper av stor betydning. I enkelte land hvor styret

har et stort antall medlemmer og styremedlemmene inngår i ulike typer av komiteer, vil man kunne ha en egen komité som ivaretar revisjonsoppgavene sammen med en ansatt (ekstern) revisor. I Norge er det vanlig at man har en generalforsamlingsvalgt ekstern revisor som avgir en årlig revisjonsrapport til generalforsamlingen. Det er imidlertid ikke uvanlig at den valgte revisor (eller andre fra det revisjonsfirma som revisoren er tilknyttet) også utfører konsulentoppdrag for selskapet. I dette forhold kan ligge en mulig interessekonflikt som kan bidra til at revisjonen gjennomføres på en mindre kritisk måte enn den forutsetningsvis bør. For at aksjonærene/ generalforsamlingen skal kunne føre en effektiv kontroll med styret – og for at selskapets kreditorer skal kunne vurdere hvor risikoutsatte deres fordringer på selskapet måtte være – er det imidlertid av stor viktighet at det enkelte selskap har en revisor som på en uavhengig og kompetent måte kan forstå en kritisk revisjon, hvilket bl.a. innebærer at revisjonsarbeidet helst bør omfatte mer enn en formalitetskontroll av de transaksjoner og de verdiansettelser som er gjort fra administrasjonens og styrets side.

## 6. Sluttmerknader

I denne artikkel er fokusert på et tema som inntil nå har vært gjenstand for vesentlig større oppmerksomhet i utenlandske aksjemarkeder enn i det norske. Debatten om corporate governance reflekterer imidlertid utviklingstrekk i aksjemarkedene som nok preger det norske aksjemarked i minst like stor grad som de utenlandske. Det kan til og med hevdes at den betydelig utenlandske eierandel på Oslo Børs, som inkluderer en betydelig andel relativt kort-siktige institusjonelle investorer,

innebærer at temaet corporate governance i særlig grad er aktuelt og interessant for det norske marked.

Det er i denne sammenheng grunn til å fremheve at god corporate governance - dvs. at det enkelte selskap er kjennetegnet av ryddige styringsforhold, effektiv kontroll og tillitvekkende relasjoner mellom dets styrende organer - er av vesentlig betydning og fortjener oppmerksomhet fordi:

- det fremmer et velfungerende aksjemarked, hvilket både selskaper og investorer er avhengig av.
- det fremmer selskapenes konkurransedyktighet og letter deres tilgang på egenkapital.
- det er nødvendig at det vernes om aksjonærenes rettigheter slik at aksjonærene kan ha tillit til aksjemarkedet.
- det er viktig å fokusere på at aksjonærene også har plikter overfor selskapene, særlig på bakgrunn av den store og økende andel av institusjonelt eierskap.
- det er nødvendig at kontrollfunksjonene i selskapene fungerer på en betryggende måte slik at selskapenes og alle aksjonærenes interesser blir ivaretatt på beste måte.

Med en bredere aksept for betydningen av god corporate governance vil det etter hvert kunne bli et naturlig krav til både selskaper og (så vel institusjonelle som andre grupper av) aksjonærer at de klargjør sine holdninger og retningslinjer i forhold til de problemstillinger en her står overfor. Den økende internasjonalisering og institusjonalisering i aksjemarkedene innebærer store utfordringer, og forbedret corporate governance vil kunne gjøre det lettere å håndtere disse.



De første pengesedler ble laget i Kina ca. år 650 e. Kr., men det var først ved forrige tusenårsskifte at de fikk noen utbredelse av betydning. I den første tiden besto sedlene av kvitteringer som kjøpmenn hadde utstedt for mynter som var deponert hos dem. For å vanskeliggjøre forfalskninger ble sedlene utstyrt med figurer og ornamentikk og trykket i to farver.

I de vestlige land ble de første sedler fremstilt på slutten av 1600-tallet. I begynnelsen ble pengene fremstilt av private seddelbanker. For stor pengeproduksjon førte til inflasjon og ved flere anledninger til kriser og konkurser. Etter hvert ble fremstillingen av sedler forbeholdt landenes sentralbanker.

Pengesedler (regnet ovenfra): Euroseddel, norsk 5 rigsbankdaler fra 1814 (foto Kjell Ove Storvik), femtikroneseddel fra 1998 og enkroneseddel fra 1947.

# Folketrygdfondets retningslinjer for eierskapsutøvelse

Folketrygdfondets kapitalforvaltning har som siktemål at fondet gjennom formuesoppbygging skal bli til størst mulig nytte for folketrygden. Styret i Folketrygdfondet (FTF) har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet.

FTF er et statlig fond underlagt Finansdepartementet. Det er imidlertid en forutsetning for forvaltningsvirksomheten at FTFs styre ikke kan instrueres av departementet i de enkelte investeringssaker. Etter reglementet kan FTF investere inntil 20 prosent av sin kapital i aksjer, grunnfondsbevis og konvertible obligasjoner i selskaper som er notert på Oslo Børs. FTF er således (med et par unntak) reglementsmessig begrenset til å operere i det norske marked for børsnoterte aksjer. (Fra og med 1999 kan FTF investere også i utenlandske selskaper som er notert på Oslo Børs.)

De føringer som fra de politiske myndigheter er nedfelt om FTFs rolle som investor i aksjemarkedet, går bl.a. ut på at FTF skal opptre som en profesjonell porteføljeinvestor med sikte på over tid å oppnå en høyest mulig avkastning, men aksjeporteføljen er ikke forutsatt å ha en utpreget sterk risikoprofil. Videre er anført at FTF ut fra sitt formål vil opptre langsiktig og være en stabil investor i den forstand at FTF kontinuerlig vil opp-

rettholde en stor portefølje av norske aksjer. FTFs eierandeler kan i henhold til reglementsbestemmelse ikke utgjøre mer enn maksimalt 15 prosent av total aksjekapital eller grunnfondsbeviskapital i det enkelte selskap, og FTFs egenkapitalinvesteringer vil således bare utgjøre minoritetsinteresser.

De politiske føringer går videre ut på at det ikke er naturlig for FTF å påta seg styrerepresentasjon, mens FTF derimot bør kunne ivareta sine økonomiske interesser gjennom deltakelse på generalforsamlinger og representasjon i representantskap og bedriftsforsamlinger. FTF skal ivareta sine porteføljeinteresser ved å følge den økonomiske utviklingen i selskapene, men ikke utøve eierskap utover de retningslinjer som er forutsatt av de politiske myndigheter eller det som følger av FTFs rolle som finansiell investor. Når det gjelder spørsmål som blir lagt frem i generalforsamlingen for avgjørelse og ellers saker som blir lagt fram for eierne, er forutsatt at FTF tar stilling til dette på linje med det som vil være tilfelle for andre eiere ut fra en vurdering av hva som best tjener FTFs interesser.

FTFs investeringer i aksjemarkedet har over de senere år omfattet 40-50 selskaper. I over 90 prosent av de selskapene som har inngått i aksjeporteføljen, har eierandelen vært på under 10 prosent. På grunn av særtrekk ved det norske aksjemarkedet, herunder bl.a. markedets store

volatilitet og skjevheter i selskaps- og bransjesammensetningen på Oslo Børs, har sammensetningen av FTFs aksjeportefølje i større eller mindre grad avveket fra hva som ville følge av en ren indeksevenkting av porteføljen, selv om det også er blitt lagt vekt på å unngå altfor store avvik fra børsindeksen. Over de siste 6 år har avkastningen på FTFs egenkapitalplasseringer vært på linje med utviklingen i totalindeksen for Oslo Børs.

FTFs forhold til eierskapsutøvelse er forankret i de føringer som er lagt fra de politiske myndigheters side og basert på det ansvar FTF har for å ivareta sine økonomiske interesser som en langsiktig, finansiell investor i det norske aksjemarked. I egenskap av statlig fond legger FTF vekt på å opptre med stor aktsomhet og holde en uklanderlig etisk standard som markedsaktør.

Selv om Folketrygdfondet bare er en minoritetsaksjonær i de enkelte selskaper, er FTF etter sin størrelse som kapitalforvalter en betydelig aktør på investorsiden i aksjemarkedet. Som langsiktig investor vil FTF naturlig ha fokus på den langsiktige verdiskapning i de enkelte selskaper og være opptatt av at aksjemarkedet som helhet utvikler seg på en sunn og tillitvekkende måte. I de tilfelle FTF som aksjonær må forholde seg til konkrete eierskapsproblemer som melder seg i de enkelte selskaper, vil FTFs stillingstaken og opptreden være bestemt av hva som er formålstjenlig for FTF som langsiktig investor og riktig som ansvarsbevisst aksjonær. I denne sammenheng vil FTF, ut fra hensynet til konsekvens og forutsigbarhet, måtte hensynta hvordan håndteringen av ulike eierskapsproblemer i de enkelte selskaper kan komme til å få virkninger også for FTFs økonomiske interesser i og opp-

treden overfor andre selskaper.

Folketrygdfondets holdning til eierskapsutøvelse har som utgangspunkt at FTF generelt skal spille en noe tilbaketrukket rolle som aksjonær, men samtidig være innstilt på å agere med fasthet når omstendighetene måtte tilsi at det er riktig og nødvendig at FTF gjør bruk av sine aksjonærrettigheter for å ivareta fondets økonomiske interesser. Fondet anser det videre som en del av sitt aksjonæransvar å delta på generalforsamlingene i de selskaper hvor fondet har eierandeler. Av praktiske grunner (bl.a. på grunn av at selskaper kan avholde generalforsamlinger samtidig) lar det seg ikke gjøre å delta på alle generalforsamlinger. I de tilfelle man ikke kan møte, avgir FTF normalt stemmefullmakt til styrets eller bedriftsforsamlingens formann.

I de tilfelle hvor FTF finner å måtte stemme mot et fremlagt forslag på generalforsamlingen i et selskap, avgir fondet vanligvis en stemmeforklaring (med mindre debatten på generalforsamlingen har gjort dette unødvendig). I det begrensede antall tilfelle hvor FTF har avgitt stemme mot forslag fremsatt av styret, har dette som oftest vært knyttet til spørsmålet om tildeling av fullmakter til styret til utstedelse, eventuelt tilbakekjøp, av aksjer. FTFs generelle holdning til forslag om å gi fullmakter til styret, er at slike forslag bør være velbegrunnede, og eventuelle fullmakter til å øke/reducere selskapets utestående kapital bør ha et begrenset omfang, slik at risikoen for at det kan skje en utvanning av aksjonærenes verdier er liten.

FTF er innforstått med at det for virksomhetsutviklingen i et selskap kan være formålstjenlig at styret har fullmakter til utstedelse, eventuelt tilbakekjøp, av aksjer. I mange tilfelle

har imidlertid forslag om å gi fullmakter til styret hatt en mangelfull begrunnelse, og det kan heller ikke sies at praksis for tilbakerapportering til generalforsamlingen om hvordan fullmakter har vært benyttet, har vært tilfredsstillende. Dette gjelder bl.a. for fullmakter om utstedelse av aksjer i forbindelse med opsjonsordninger til medlemmer av ledelsen og andre nøkkelpersoner i selskapets administrasjon. FTF stiller seg generelt positiv til at det eksisterer incentivordninger for ledelsen i et selskap, men disse bør ha en formålstjenlig utforming, hvilket bl.a. tilsier at de er langsiktige, innebærer økonomisk risiko også for ledelsen, har et hensiktsmessig omfang sett i forhold til annen belønning og har som siktemål å være en belønning for prestasjoner ut over det gjennomsnittlige. Det er dessuten av vesentlig betydning at karakteren og omfanget av eventuelle opsjonsordninger eller lignende er kjent for aksjemarkedet, slik at investorene kan ta disse i betraktning ved sine investeringsbeslutninger.

Tilsvarende er det viktig at det redegjøres for hvordan eventuelle fullmakter til tilbakekjøp av aksjer er forutsatt å skulle benyttes til fordel for selskapet og som ledd i selskapets aksjonærpolitikk. Adgangen til tilbakekjøp av aksjer er av ny dato for norske aksjeselskaper, og det er derfor viktig at selskapenes styre har et bevisst forhold til de mulige positive og negative sider bruk av dette virkemiddel i de enkelte tilfelle kan ha for selskapet og aksjonærene, bl.a. for aksjekurs, likviditet, egenkapitalbase, eierstruktur mv. I denne sammenheng må kravet til likebehandling av aksjonærene uansett stå sentralt.

I de tilfelle FTF som aksjonær blir stilt overfor spørsmål om å forholde

seg til tilbud om oppkjøp eller forslag om fusjon/fisjon, legges alltid stor vekt på de vurderinger og tilrådinger som gjøres av styrene i vedkommende selskaper. I slike tilfelle kan FTF imidlertid ikke unnlate å gjøre sin egen vurdering i saken og ta et selvstendig standpunkt. I enkelte tilfelle har en kommet til at FTFs økonomiske interesser på lang sikt har vært best tjent med ikke å følge tilrådingen fra styret.

Folketrygdfondet deltar i samsvar med de politiske føringer ikke i noen selskapsstyrer. FTF er imidlertid representert i bedriftsforsamlingen/representantskapet (eller – for sparebanker – forstanderskapet) i noen av de selskaper som har slike organer. I denne forbindelse deltar fondet også i valg av styremedlemmer i selskapene (slik man for øvrig gjør på generalforsamlingen i selskaper uten bedriftsforsamling).

FTFs syn på styrets rolle og sammensetning i børsnoterte selskaper er sammenfallende med de generelle synspunkter som foran er referert fra debatten om corporate governance. FTF anser det generelt som positivt at et selskap har såkalt strategiske (industrielle) eiere som kan påta seg et aktivt eierskap i form av styredeltakelse. Det er samtidig viktig at styret har uavhengige styremedlemmer som kan verne om minoritetsaksjonærenes interesser og ivareta selskapets selvstendige interesser slik at det ikke skjer forfordeling av aksjonærer eller en sammenblanding av eierinteresser og selskapsinteresser. I selskaper hvor eierstrukturen er preget av at man har enkelte dominerende aksjonærer som deltar i styret og for øvrig mange passive minoritetsaksjonærer, er det viktig at styret påser at eventuelle transaksjoner som måtte skje mellom selskapet og hovedaksjonæren eller andre nærstående gjen-

nomføres med særlig aktsomhet, under full åpenhet og på basis av beslutningsgrunnlag utarbeidet av kompetente og uavhengige organer/rådgivere. I selskaper uten strategiske og aktive eiere, er det viktig at styret får en sammensetning som sikrer dets uavhengighet av og autoritet overfor administrasjonen. I slike styrer er det viktig at man har uavhengige styremedlemmer med dybdeinnsikt på selskapet virksomhetsfelt og at styret som helhet har en bred kompetanse og god erfaring i styrearbeid.

FTF er som aksjonær opptatt av at selskapene er seg bevisst sine forpliktelser overfor aksjonærene, og at de har utformet en klar aksjonærpolitikk og gir god informasjon til aksjemarkedet om denne. Blant aksjonærene i et selskap vil det kunne være ulikt syn på hva slags utbyttepolitikk selskapet bør ha. Det viktigste i denne forbindelse er imidlertid at styret har fastsatt en utbyttepolitikk og kommunisert denne til aksjemarkedet, for så å etterleve den.

Selskapenes holdning til aksjemarkedet bør for øvrig være preget av vilje og evne til åpenhet. For at aksjemarkedet skal kunne fungere på en effektiv måte, bør det være transparent, dvs. at man har gjennomsiktlige forhold i markedet slik at alle investorer kan stille mest mulig likt informasjonsmessig. Det betinger at selskapene gir en god løpende informasjon til markedet om alle forhold som måtte være av vesentlig betydning for selskapenes utvikling og kursdannelsen i markedet. Selskapene bør videre tilstrebe å informere like godt om så vel positive som negative begivenheter, da manglende balanse på dette felt over tid vil føre til at aksjonærenes tillit til selskapene vil bli svekket.

Folketrygdfondet legger som aksjo-

nær stor vekt på å opptre aktsomt, selvstendig, ryddig og forutsigbart. Som statlig fond og stor investor må FTF forholde seg til at det lett kan få massemedias søkelys på seg. Dette forhold bidrar til at det ved ethvert spørsmål om eierskapsutøvelse foretas en vurdering av om vedkommende spørsmål er av slik viktighet at det forsvarer den mediamessige belastning som en aktiv eierskapsutøvelse fra FTFs side kan komme til å medføre. FTF legger videre vekt på å opptre slik at fondet ikke skal kunne oppfattes å inngå i noen gruppedannelser av aksjonærer eller å stå noen miljøer i næringslivet nærmere enn andre. Som statlig fond vektlegger FTF nøytralitet og uavhengighet i forhold til andre - private og statlige - aktører i aksjemarkedet og at FTFs standpunkttaken i de saker som FTF vil måtte forholde seg til som aksjonær, skal være basert på sakenes realiteter og Folketrygdfondets økonomiske interesser.



Norges Banks "Kladde Cassa" fra bankens første år, 1817, er et eksempel på kolonnebok for dobbelt bokføring.

Venezianerne gjorde allerede på 1100-tallet store fremskritt med hensyn til regnskapsmetoder (italiensk regnskap). Det ble imidlertid ikke alminnelig med dobbelt bokholderi før på 1600-tallet.

Foto: Kjell Ove Storvik

# Globalisering og økonomisk ustabilitet

## Norsk økonomi i en urolig verden

*Av professor dr. philos. Tore Thonstad, Sosialøkonomisk institutt, Universitetet i Oslo*



*Professor dr. philos.  
Tore Thonstad*

I de senere årene har det vært rask vekst i mange områder i verden, særlig i Sørøst-Asia. Verdenshandelen har blomstret, og investeringsaktiviteten over landegrensene har vært omfattende.

I mange land har store befolkningsgrupper opplevet økte inntekter. Verden er knyttet nærmere sammen gjennom utviklingen av transport-systemene, telekommunikasjonene, spesielt Internett, og kunnskaper spres raskere enn før. Men dette er bare den ene side av medaljen, for gjennom globaliseringen har vi også fått en mer urolig og ustabil verdensøkonomi.

Dette er bl.a. blitt illustrert gjennom hvordan økonomiske problemer i ett asiatisk land raskt spredte seg til hele Øst-Asia, og at virkningene etter hvert meldte seg i de fleste av verdens land. Spredningen har skjedd dels gjennom svikt i handelen, bl.a. med olje, men mest gjennom finansmarkedene og handelen med valuta.

I flere av de tidligere østblokklandene, og særlig i Russland, har overgangen fra kommandoøkonomi til markedsøkonomi skjedd så brått at det økonomiske system og det politiske system ikke har maktet påkjeningene, med sammenbrudd og sosial nød som resultat.

Liberalisering og konkurranseprinsipper brer seg raskt til stadig flere sektorer i mange land, også i vårt eget. Samtidig som det skjer kon-

kurransesutsetting av mange offentlige tjenester for å oppnå effektiviseringsgevinster svekkes den offentlige sektor gjennom nedskjæringer.

I mange land har man fått stor arbeidsløshet, og forskjellene på fattig og rik øker. I Norge er denne utviklingen heldigvis hittil ikke kommet særlig langt, bl.a. fordi oljeinntektene har gitt vårt land handlingsrom til å holde arbeidsløsheten lav.

Multinasjonale selskaper blir mer og mer dominerende. Stadig mer av hvert lands næringsliv styres fra hovedkvarterer i andre land. Den internasjonale handel med varer og tjenester har utviklet seg til en handel med hele bedrifter over landegrensene. Dette resulterer i omfattende strukturendringer som i betydelig grad kan berøre sysselsettingen i mange land.

Styringsmulighetene til de politiske myndigheter i de enkelte land blir sterkt redusert som følge av at de blir tvunget til å rette seg etter reglene til den frie internasjonale konkurransen. Derved mister landene flere virkemidler i den økonomiske politikken. I stadig større grad må dessuten de gjenværende virkemidler brukes defensivt for å motvirke tap av konkurransevne, framfor offensivt for å sikre sysselsettings- og fordelingsmålsettinger ("systemtvang").

Midt oppe i denne globale liberalisering er vi vitne til en utvikling som i noen grad går på tvers. I flere



verdensdeler skjer det en regional integrasjon, også bygd på liberalistiske prinsipper, men der det gjøres forskjell på land innenfor og utenfor gruppen, både når det gjelder handel og andre forhold. En kan kalle dette regionalisering eller diskriminerende liberalisering.

Jeg skal her gå litt nærmere inn på disse store omkalfatringene i verdensøkonomien og særlig ha for øye de virkninger de kan tenkes å få for norsk økonomi.

### Globaliseringens regelverk

Globalisering av økonomien betyr at hele verden blir en felles markedsplass. Dagens globalisering er nesten fullt ut knyttet til fri-flyt-ideologien. Vi er således i dag vitne til en prosess der det åpnes for stadig friere handel over landegrensene. Dels skjer dette innenfor regionale blokker i Nord-Amerika, Europa, Øst-Asia og også i andre verdensdeler. Dels foregår det på globalt plan ved at GATT-regelverket legger til rette for stadig friere flyt av varer og tjenester. Dette skjer ved at stadig flere land blir medlemmer av WTO, som er GATTs etterfølger, ved at WTO-reglene dekker flere varer og tjenester enn før, og ved at handelshindringer bygges ned på de områder som allerede var dekket av GATT.

Minst like viktig som den friere vareflyten er den friere flyten av direkteinvesteringer, dvs. investeringer over landegrensene foretatt av multinasjonale selskaper. Adgangen til friere flyt fremmes bl.a. av EU's regelverk, som er gjentatt i EØS-lovgivningen, og av regelverk utarbeidet av OECD og WTO. Det forhandles nå om en ytterligere liberalisering av kapitalflyten, gjennom den såkalte MAI-avtalen (multilateral avtale om investeringer). I følge denne avtalen skal det bl.a. ikke være lov å forskjellsbehandle

innenlandske og utenlandske investorer. Det skal være fritt fram for utenlandske oppkjøp av et lands bedrifter. Det legges strenge begrensninger på hvilke krav vertslandet kan stille til de utenlandske foretakene. Norge har tidligere, i konsesjonslovene og i lovene om oljevirkksomheten, hatt krav om bruk av lokale varer og tjenester, krav om bruk av lokal arbeidskraft, krav om lokal representasjon i styrende organer m.v. Slike krav kan ikke lenger stilles, verken i henhold til EØS-avtalen eller utkastet til den meget vidtgående MAI-avtalen.

I de senere år har nok oppmerksomheten konsentrert seg mest om en tredje frihet, nemlig friheten til å flytte finanskapital mellom land, og til å drive valutaspekulasjon. Også denne friheten forsterkes av MAI-avtalen.

Globaliseringen har blitt betydelig fremmet ved virksomheten til Verdensbanken, og særlig aktiviteten til det internasjonale Pengefondet. Som betingelse for å yte støtte til et land i krise, både utviklingsland, tidligere kommunistland og land i Øst-Asia, har Pengefondet stilt krav om at landene må foreta omfattende liberaliseringer både av utenrikshandelen, kapitalflyten over landegrensene og av den indre økonomi. Noen av Pengefondets betingelser har nok hjulpet skakkjorte økonomier på fote. Men mange økonomer har hevdet at betingelsene ofte har vært dårlig tilpasset forholdene i de enkelte land, og de har i blant kommet i skarp konflikt med andre hensyn og resultert i uheldige sosiale konsekvenser. I flere tilfelle har en etter press fra Pengefondet forsert innføring av et markedssystem før en i vedkommende land har fått etablert det nødvendige lovverk om eiendomsrett, kontraktsrett, konkurranserett osv. Under slike

forhold får den økonomiske kriminalitet gode vekstvilkår.

Samlet har utviklingen av disse internasjonale rammebetingelsene lagt det legale grunnlaget for ferden mot verden som ett marked etter fri-flyt-prinsippet.

### Globalisering før og nå

Enkelte hevder at globaliseringen er en nødvendig følge av den teknologiske utvikling, og at den i takt med utviklingen av informasjonsteknologien stadig vil forsterkes. Da ser en bort fra at globalisering ikke er noen ny foreteelse i verdensøkonomien, men at graden av globalisering har gått i bølger, og at dagens globalisering kan skape kriser og derved utløse motkrefter som snur utviklingen. Jeg vil i denne forbindelse vise til en artikkel av Geir Lundestad i Aftenposten 30.7.1998 under tittelen "Globalisering ikke av ny dato". Han sier der bl.a.:

"I liberalismens gyldne periode, 1870-1913, var verden på flere sentrale områder relativt like integrert som i dag. I forhold til brutto nasjonalprodukt hadde land som Storbritannia, Frankrike og Tyskland en like stor handel i 1913 som de har hatt på 1990-tallet. De samme lands investeringer i utlandet var stort sett større i denne tidlige perioden enn de er i dag. De internasjonale tollsatsene var gjennomgående lave, valutaene var konvertible i forhold til gull, begrensningene på investeringene i utlandet var gjennomgående små eller ikke-eksisterende."

Som kjent ble denne markedsliberalismens gyldne periode avbrutt av den første verdenskrig. Noen mener at kampen om markedene faktisk var blant årsaksfaktorene til krigsutbruddet.

Flere har som nevnt hevdet at de teknologiske nyvinninger i vår tid innenfor alle former for kommunikasjon fremtvinger globalisering. Dette kan innebære en overvurdering av de tekniske faktorens rolle. Både transporten og telekommunikasjonene var rimelig bra utviklet også ved slutten av forrige globaliseringsperiode, dvs. like før 1914. Fra da og fram til ca. 1960 skjedde det stadige framskritt innenfor både transport og telekommunikasjoner, men i store deler av perioden var verden likevel sterkt oppdelt og langt fra globalisert. Tilsvarende må en kunne tenke seg at mange sider ved dagens globalisering kan reverseres ved styringstiltak fra nasjonalstatenes side eller i regi av maktblokker. Vi har for øvrig nettopp sett at markedssystemet helt eller delvis har brutt sammen i enkelte øst-asiatiske land og i Russland, med økonomisk og politisk kaos som resultat, og med reversering av liberaliseringstiltak. En bør derfor ikke ta for gitt at man nå er inne i en evigvarende prosess mot et globalisert verdensmarked basert på økonomisk liberalisme og fri flyt. Derimot legger den utvikling vi har hatt i kommunikasjonsteknologien grunnlaget for økt kunnskaps-spredning og globalisering av kunnskap. Men det er en form for internasjonalisering som de fleste vil ønske velkommen.

### Markedets sterke sider

Enkelte liberalismekritikere har gått alt for langt i sin fordømmelse av markedsmekanismen. I virkeligheten er markedsmekanismen en utmerket institusjon, når den blir brukt på de områder der den passer og samtidig blir underlagt tilstrekkelig samfunnsmessig kontroll. Markedsmekanismen er nemlig et fleksibelt og ubyråkratisk signalsystem, som gir signaler

fra kjøpere til produsenter og selgere om hvilke varer og tjenester brukerne ønsker. Det er vanskelig å forestille seg hvordan et moderne samfunn kunne fungere uten dette signalsystemet (jfr. Johansen (1980)).

Men det er lett å peke på dette signalsystemets begrensninger. Markedssystemet gir i de fleste tilfelle ingen eller utilstrekkelige signaler om at naturens tålegrense er overskredet, ved at ressurser tømmes ut for raskt og ved at virksomheten forurenser, eller ved at arbeidskraften påføres sterke belastninger. Snarere tvert imot, da profitten gjerne blir større jo mer man kan tillate seg å forurense og jo rimeligere og hardere man får arbeidskraften til å arbeide. Det må derfor settes begrensninger på hvilke deler av samfunnet markedsmekanismen skal benyttes, og bestemmes hvordan den skal reguleres på de områder der den egner seg.

Et minstekrav til at et marked skal fungere tilfredsstillende er at det institusjonelle rammeverk må være på plass. Fremfor alt trengs et velutviklet juridisk system som håndterer avtaler og konflikter i avtaleforhold. En trenger kontrollorganer av typen kredittilsyn og konkurransetilsyn. En trenger et eiendomsregister, og et system for eiendomsoverdragelse. Særlig viktig er det å ha krav til offentlighet om aktørenes disposisjoner, så som store aksjekjøp, eiendomskjøp, fusjoner og fisjoner. Et velutviklet kapitalmarked trengs også, med tilhørende lovgivning og kontrollorganer. Alle disse ordningene, som er en forutsetning for et vel fungerende marked, forutsetter en sterk og velordnet stat. Det har som kjent sviktet på mange av disse punkter i de tidligere kommandoøkonomier, som har hatt en rask overgang til markedøkonomi. I enkelte øst-

asiatiske land har krisen blitt skjerpet fordi landene hadde for dårlig utviklet system for regulering og overvåkning av finanssektoren og dens samspill med det øvrige næringsliv. Den tilgang på utenlandsk kapital som var viktig for den økonomiske veksten, ble samtidig et stort problem da den forsvant igjen som følge av uroen i valutamarkedene.

For ikke lenge siden var valutamarkedene ganske strengt regulerte i de fleste land. Disse reguleringene er som foran nevnt sterkt trappet ned, bortsett fra i noen få land. I dag er derfor valutahandelen stort sett uregulert, og en har vært vitne til en enorm økning, langt utover den økning som skulle følge av økt verdenshandel og internasjonale investeringer. Vi har her fått en destabiliserende faktor i verdensøkonomien, og det blir mer og mer klart at det er særlig sterkt behov for begrensninger på hvordan valutamarkedene tillates å fungere.

### Krisepreder og kriseforsterker

En positiv økonomisk utvikling i en del av verden kan i dagens sammenfildrede økonomiske system gi positive ringvirkninger for andre deler av verden, særlig ved at resten av verden får økt sin eksport. Dette kan betraktes som en positiv side ved globaliseringen. En beslektet positiv side ved globalisering er at om eksempelvis ett marked for norsk fisk svikter, kan det kompenseres ved salg på andre markeder. På denne måten kan satsing på flere eksportmarkeder samtidig spre risikoen for en eksportnæring.

Men de negative sider ved globaliseringen er betydelige. Vi har i det siste fått dette illustrert på en dramatisk måte ved at en krise som startet i etpar asiatiske land først spredte seg

til andre land i regionen, og etter hvert fikk omtrent hele verden i større eller mindre grad føle virkningene. Kriser spres på mange ulike vis, men særlig gjennom at finanssystemene i de enkelte land er så nært knyttet sammen på grunn av den frie flyten av finanskapital og investeringskapital. La oss ta et eksempel. Når spekulasjon mot et lands valutaverting lander til å devaluere, vil utenlandske finanssektorer som har plassert penger i landet tape på dette. For å kompensere noe av tapet, og av frykt for at flere land vil devaluere, vil de trekke plasseringer ut av andre devalueringstruede land. Derved svekkes valutaen også i disse landene, og de kan i neste omgang bli tvunget til å devaluere. Dette svekker handelspartnernes konkurransevne, og kan fremtvinge krav om devaluering også i flere land. Dessuten vil et land i krise normalt redusere sin import, og også dette går ut over handelspartnerne. De psykologiske faktorer er også viktige. En krise som sprer seg fra land til land vil påvirke aksjespekulanter, og mange vil selge aksjer, særlig aksjer i land i krise. Dette gir nedgang i kursnivået på aksjer, og fall i aksjeeiernes formuer. Dette fallet i formue kan redusere aksjeeiernes forbruk og særlig deres investeringer, og dermed bremses veksten i økonomien.

Det forhold at aktører i finansmarkedene får så sterk innflytelse på den økonomiske utvikling er betenkelig av flere grunner. For det ene svekkes styringsmulighetene til de politiske organer i de enkelte land. For det andre kan mange av finansaktørene dessuten ha en kort tids-horisont, og dette kan skape ustabilitet og kriser også i situasjoner der den underliggende realøkonomiske utvikling er god. Jo tettere landene

er sammenvevd ved handelsforbindelser og særlig ved finansielle plasseringer, jo lettere skjer krisespredningen. Jo mindre sand det er i maskineriet, desto raskere kan omplussinger av finanskapital skje over nesten hele kloden.

Forsvarerne av fri kapitalflyt påpeker at valutaspesulasjon i visse tilfelle kan fremtvinge nødvendige politikkjusteringer, spesielt føre til korreksjon av en for høy eller lav valutakurs. Tross dette innser nå flere og flere etter hvert at det er nødvendig å finne mekanismer som bremser den internasjonale finanskapitalen. Det er flere veier å gå. En mulighet er å gjeninnføre noen av de reguleringer på valutatransaksjoner som mange land hadde inntil for få år siden. Det viste seg imidlertid at reguleringene ble omgått på mange sinnrike måter, og det bidro til at de ble opphevet. For Norge var det EØS-avtalen som gjorde slutt på de siste bremsene på den frie kapitalflyten. Noen land i Asia har beholdt valutareguleringer, og det ser ut til at de har blitt mindre rammet av krisen enn andre asiatiske land. Enkelte land, som tidligere hadde avviklet det meste av valutareguleringene, har for øvrig gjeninnført reguleringer etter at de var blitt rammet av krisen.

I mange land drøftes nå et alternativ til valutareguleringer, nemlig innføring av den såkalte "Tobin tax". Dette er en skatt på omveksling fra en valuta til en annen. Det er imidlertid vanskelig for ett enkelt land å innføre en slik skatt, da landets bedrifter kan foreta valutavekslingen utenlands, f.eks. i sine utenlandske datterselskaper, eller omgå skatten på andre måter. Det beste ville derfor være en internasjonal avtale om en slik skatt, men det vil føre for langt å drøfte dette her.

## Ekstremisme utløser motreaksjoner

En ekstrem type økonomisk system er en kommandøøkonomi som er nesten lukket mot omverdenen. Slike samfunn har eksistert bl.a. i Albania, og man har det fortsatt i Nord-Korea. Den annen ytterlighet er markedsliberalisme internt og fri flyt av varer, tjenester og kapital over landegrensene.

Ekstremisme utløser gjerne motreaksjoner. Som historikeren Francis Sejersted (1998) har påpekt utløste den kraftige internasjonaliseringen frem til første verdenskrig en nasjonalistisk motreaksjon i mange land. Han karakteriserer globaliseringsbølgen fra omkring 1870 fram til første verdenskrig som den klassiske imperialismes høydepunkt. Det var samtidig den periode da man fikk utviklet de klassiske eksempler på multinasjonale selskaper. Han sier:

"Det var kort sagt perioden for en aggressiv geografisk ekspansjon av den vestlige industrikapitalisme. Karakteristisk for denne ekspansjon var den vestlige entreprenør som ved å gå inn i "nye" områder og ta ressurser ut av det system som der fantes og der disse ressurser hadde liten verdi, for å bringe dem inn i det annet system i vesten der disse ressurser hadde en høy verdi. Den politiske risiko viste seg å være stor, hvilket førte til en militarisering av denne økonomiske ekspansjon."

Sejersted nevner også en norsk parallell, som er interessant i dagens situasjon når norske foretak, statseide og private, gjør sine framstøt i mange utviklingsland og tidligere Østblokkland:

"I norsk kontekst finner vi en interessant parallell til dagens situasjon i norske investorers jakt på natur-

ressurser i Russland. Dengang dreiet det seg riktignok ikke om olje, men om skogressurser. Det kom så langt at avisen Arkangels i 1917 skrev at nordmennene var i ferd med å overta skogressursene i Nord-Russland.”

Sejersted fortsetter med å påpeke internasjonaliseringens konfliktskapende natur:

“I vårt perspektiv blir første verdenskrig og den russiske revolusjon en reaksjon på den økonomiske internasjonalisering. Det var naturligvis mer komplekse fenomener, men økonomisk nasjonalisering for å få politisk kontroll med utviklingen generelt og med naturressursene spesielt, var et typisk trekk i tiden. I Norge er de strenge konsesjonslover karakteristiske. I norske skolebøker fremstilles dessuten det såkalte “hjemkjøp” av industrikonsernet Borregaard fra engelskmennene som en nasjonal seier. De norske investeringene i Russland gikk naturligvis fløyten, hvilket ikke er nevnt i de norske skolebøker. Mitt poeng er altså å påpeke hvordan denne første store internasjonaliseringsbølge førte til en klar politisk reaksjon. Noen steder kunne de fri internasjonale markedsforhold bli konvertert til politisk totalitarisme som i Russland. Andre steder fant man mer akseptable løsninger som ved den skandinaviske blandingsøkonomi som ble grunnlaget for den moderne velferdsstat. Men felles for disse reaksjoner var en eller annen form for gjenerobring av den nasjonale politiske kontroll.”

Historien vil nok ikke gjenta seg. Men i likhet med Sejersted mener jeg det er noe å lære av historien, og at det er naivt å tro at dagens vidtgående globalisering er kommet for å bli. Systemet vil forandres ved at motkrefter

oppstår, som alle systemer er blitt forandret under historiens gang. Motkreftene kan både komme til å bestå i at de enkelte land ikke i lengden vil akseptere at deres økonomier langt på vei fjernstyres av multinasjonale selskaper og av valutaspekulanter, men vil gjeninnføre muligheter for å drive aktiv fordelingspolitikk, sysselsettingspolitikk m.v. Dessuten kan naturen slå tilbake. Dette bringer meg over til noen ord om globaliseringens økologiske virkninger.

### Vil også miljøet slå tilbake?

Et alvorlig problem i en fri-flyt-verden er at det blir vanskeligere for de enkelte land å fungere som foregangsland i miljøpolitikken. Dels vil miljøavgifter og miljømotiverte reguleringer komme i konflikt med frihandelens regelverk, eksempelvis ved at forbud mot “matsminke”, mot visse fargestoffer i klær, mot hormonbehandlet kjøtt osv. vil stride mot regelverket. Dessuten vil nasjonale bedrifter tape i konkurransen dersom de pålegges vesentlig strengere miljøkrav enn utenlandske konkurrenter.

En har sett tendenser til at miljøskadelig produksjon og håndtering av farlig avfall flyttes til land med svake miljøstandarder. Senkede miljøkrav blir derfor en konkurransefaktor på verdensmarkedet. På den annen side kan utenlandsetableringer også bringe med seg miljøteknologi som er bedre enn den vertslandet hadde før.

Globaliseringen medfører økt langtransport og dermed økte forurensninger. Transport med skip og fly skaper store miljøproblemer, samtidig som det er vanskelig å pålegge skatt på det miljøskadelige drivstoffet. Innkjøp av drivstoff kan jo flyttes fra land som skattlegger det, til land som ikke gjør det. Det er for øvrig

ikke bare varetransporten som skaper økt press på miljøet. Den eksplosive økning i turisttrafikken med fly til fjerntliggende mål representerer i følge nylig offentliggjorte undersøkelser også et betydelig miljøproblem, særlig i klimasammenheng. Det er stor grunn til å frykte hva som vil skje den dagen de store folkemassene i utviklingslandene får råd til å farte verden rundt på samme måte som dagens velfødde i rike land.

En viktig del av handelen mellom u-land og i-land består av naturressurser og bearbejdede naturressursprodukter. Mye tyder på at fri handel med slike produkter kan påskynde ressursuttappingen, både av fornybare og ikke-fornybare naturressurser. Faresignalene er mange. Her kan nevnes det økende rovfisket i internasjonale farvann der deltagelsen også omfatter båter med norsk eierskap. En kan også nevne raseringen av regnskogene, som riktignok ikke bare skyldes internasjonaliseringen, men som også har sammenheng med den sterke veksten i folketallet i regnskoglandene. Noen økonomer hevder at overforbruket av naturressurser i utviklingsland i noen grad skyldes uklare eiendomsforhold, eventuelt at en har å gjøre med det såkalte almenningens problem. Manglende orden på eiendomsforholdene kan bidra til overutnyttning av naturressursene i u-land og eksport til i-land, også av ressurser som i-landene har god tilgang på lokalt. I andre tilfelle kan overbeskatningen av naturressursene skyldes prekære valutabehov for å betjene gjelden til i-landene. Resultatet er i begge tilfelle ressursuttømming, jorderosjon, reduksjon av artsmangfoldet osv. De rike land gjør gjennom handelen store innhugg i ressurser som de fattige land selv kunne ha

stort behov for i fremtiden. Forsvarerne av frihandelen påpeker at denne handelen på den annen side kan gi grunnlag for import som kan styrke u-landenes utvikling på lang sikt.

Bevaring av klodens miljø vil kreve en revurdering av globaliseringsprosessen. Hvis de forskere som fremhever farene for en klimakatastrofe har rett, er det særlig nødvendig med bremses på den enorme transportvirksomhet som globaliseringen medfører.

### Globaliseringen og demokratiet

Det er åpenbart at den frie kapitalflyten og de multinasjonale selskapers sterke makt går på bekostning av makten til de demokratiske institusjonene. Jeg har allerede vært inne på de sterke begrensninger som legges på pengepolitikk, skattepolitikk, miljøpolitikk, osv.

I fullstendig deregulerte internasjonale markeder er det ikke mye plass til noe som heter nasjonale interesser. Utviklingen kan derfor lett gå på tvers av hensynet til utviklingen i de enkelte land. Internasjonaliseringen kan i den grad vinge klippe nasjonalstatene at de vil få store problemer med å påvirke sin egen økonomiske utvikling. En risikerer at det ikke blir handlefrihet tilbake for å sikre full sysselsetting, en rimelig inntektsfordeling, ivaretagelse av regionale hensyn, beredskapsmessige hensyn osv. Dette er *en systemmessig svakhet* ved fri-flyt-systemet, nemlig at det ikke anerkjenner og ivaretar behovet for en demokratisk styrt nasjonal politikk.

Til dette kommer et annet viktig forhold, nemlig at de internasjonale liberalistiske regelverkene reduserer det institusjonelle mangfoldet i verden, og legger sterke bremses på mulighetene for institusjonell ny-

tenkning og institusjonell eksperimentering, dvs. eksperimentering med avvikende institusjonelle og politiske ordninger. Dette er en kraftig beskjæring av de folkevalgte makt, nemlig ved at de ikke lenger kan arbeide for grunnleggende systemendringer. Det er på ingen måte gitt at alle lands uniformerende tilpasning til dagens internasjonale regelverk skaper gode samfunn. Det kan nemlig meget godt tenkes at et lovverk og en samfunnsmodell som kanskje passer bra i noen land, kan passe svært dårlig i andre land som har andre naturgitte forutsetninger, en annen historie og en annen kulturell bakgrunn. En vidtdreven harmonisering av nesten alle verdens land ved tilpasning til den økonomiske liberalismes modell vil redusere mangfoldet og kan skape svært konfliktfylte tilpassningsprosesser som vi har sett i mange utviklingsland og senest i Russland.

### Norges situasjon ved globalisering og regionalisering

Som en begunstiget oljenasjon har Norge i noen grad vært skjermet mot en del av globaliseringens skadevirkninger, samtidig som vi har dratt fordel av relativt frie markeder for vår olje og andre eksportvarer. Men som vi skal se, er globaliseringens følger i ferd med å innhente også vårt land.

Norge står imidlertid ikke bare overfor en globalisering, men også overfor den regionalisering eller diskriminerende liberalisering som EU representerer i vårt nærområde. På kort og kanskje også på mellomlang sikt vil EU være vår dominerende handelspartner. Gjennom EØS-avtalen og andre avtaler er vi nært knyttet opp til EU-markedet. Men på lengre sikt kan situasjonen bli en annen. For det første kan globalise-

ringen av handelen skyte fart og lette samkvemmet med mer fjerntliggende markeder, selv om det skulle bli innført begrensninger på den frie kapitalflyten. For det annet kan EU-landene gradvis få en svekket stilling i verdensøkonomien.

En av årsakene til EU's svekkede posisjon på lang sikt er at befolkningsveksten i EU er lavere enn i de fleste andre land. Mens dagens 15 EU-land hadde 12 prosent av verdens folketall i 1950, er andelen nå under 7 prosent og stadig synkende, og kan synke til ca. 4 prosent omkring 2 050 dersom dagens tendenser holder seg (jfr. FN's befolkningsframskrivninger). For at folketallet skal opprettholdes på lang sikt, må kvinnene i gjennomsnitt føde ca. 2,1 barn. I land som Tyskland og Italia er fødselstallene pr. kvinne nå nede på 1,2-1,4. Dette vil innebære en sterk nedgang i folketallet på lang sikt, dersom tendensen holder seg, og det ikke skjer en massiv innvandring. De meget lave barnetall bidrar også til at mange EU-land vil få en svært markert eldrebølge utover i neste hundreår. Dette vil binde opp store ressurser og redusere mulighetene til å investere i økonomisk framgang. De fleste EU-land er dessuten "modne" økonomier, der det erfaringsmessig er vanskelig å oppnå særlig stor vekst. Forurensningsproblemer kan også medføre bremses på veksten. Samtidig vil andre områder i verden kunne få fortsatt sterk vekst, slik at EU's relative posisjon svekkes.

Tross disse langtidsperspektiver vil utviklingen i EU bety mye for Norge i de nærmeste år. Det gjelder både utvidelsesplanene og pengeunionen. Det hersker en viss usikkerhet med hensyn til om utvidelsene vil bli gjennomført, og en sterk bekymring for hvordan EU vil fungere hvis

antall medlemsland øker sterkt. Blant økonomer både innenfor og utenfor EU hersker det dessuten delte meninger om EU-landene egner seg som monetær union, og om unionen vil kunne bestå når de enkelte lands økonomier blir utsatt for rystelser. Denne usikkerheten kan også få betydning for vårt eget land.

### Ustabil krone

Norge har i de senere år forsøkt å holde kronekursen forholdsvis fast i forhold til EU-valutaen Ecu (nå Euro). I visse perioder, særlig når oljeprisen har vært høy, har problemet vært at kronen har økt i verdi i forhold til Ecu, mens den svekket seg i 1998, delvis forårsaket av lav oljepris.

Noen har i det siste hevdet at svaret på den siste tidens spekulasjon mot kronen er en helt fast tilknytning til Euro. En stor ulempe ved dette ville være at kronen da kan bli utsatt for kraftig spekulasjon, og at sentralbanken ville måtte tilpasse rentenivået for å motvirke spekulasjonen. Dette ville kunne passe dårlig i forhold til den innenlandske økonomiske situasjon. Vi ville derved miste alle muligheter for å bruke rentepolitikk for enten å stimulere eller bremse norsk etterspørselsnivå. En mer fleksibel valutakurspolitikk, som Norge nå praktiserer, gir mer rom for å tilpasse rentenivået etter innenlandske forhold, men fortsatt oppstår konflikt mellom behovet for å påvirke valutakursen og behovet for å påvirke den innenlandske økonomi.

Noen hevder at en liten valuta i utkanten av et stort valutaområde vil bli svært sårbar for spekulasjoner. Dette kan ikke utelukkes. På den annen side kan internasjonale spekulanter være engstelige for å sette inn en massiv spekulasjon mot en liten valuta. Sett nemlig at en storspeku-

lant foretar masseoppkjøp av norske kroner. Kronekursen vil da stige. Men en liten valuta er lite likvid. Når storspekulanten skal prøve å kassere inn gevinsten ved å selge de verdifulle kronene, vil han kunne erfare at han ikke får solgt dem uten å sette prisen betydelig ned.

Mange økonomer både i Norge og andre land har påpekt at Norge passer svært dårlig i EU's pengeunion, fordi Norge ofte er i konjunkturmessig utakt med de fleste Eurolandene. Dette skyldes særlig vår rolle som råvareeksporterende land. Vi trenger derfor en annen pengepolitikk enn de sentrale Euroland.

### Norsk globalisering

Norsk økonomi har i de siste årtier vært åpen ved at vi har hatt lave importhindringer, og stor eksport og import. Vårt ressursgrunnlag tilsier at det er naturlig å satse relativt mye på eksport, som så dekker behovet for import. Men åpningen av økonomien har nå gått så langt at det er grunn til å spørre om vi skaper en unødigg stor sårbarhet.

Politikerne har satset på en rask utvinning av våre olje- og gassressurser og gjort sektoren til vår største eksportnæring. Dette kan være uklokt av mange grunner. For det ene er det tenkelig at det bidrar til en litt lavere oljepris enn en ellers ville hatt. For det annet reises vektige miljøargumenter mot den raske oljeuttappingen, og spesielt mot den nye satsingen i nordområdene. Særlig alvorlig er det dessuten at det gjør norsk økonomi svært sårbar. Det er farlig å legge så mange egg i en kurv. På toppen av den omfattende satsingen i Nordsjøen er dessuten de norske oljeselskapene med på globaliseringsbølgen som deltakere i oljeutvinning i mange land i den tredje verden.

Dette medfører at Norge legger enda flere egg i oljekurven. Det hevdes at en sprer risiko ved å satse mange steder. Dette er nok riktig i den forstand at tomme borehull ett sted kan oppveies av at oljen kan vise seg å flomme friskt andre steder. Men som gardering mot den overordnede risiko, nemlig usikker oljepris, kan den internasjonale satsingen ha sine betenkelige sider. Oljeselskapene burde kanskje heller satse på investeringer som ville gi god avkastning hvis oljeprisen skulle bli varig lav, jfr. at flere utenlandske oljeselskaper er i ferd med å satse på alternativ energi. Til dette kommer at norsk oljeutvinning i fjerne land reiser en rekke etiske dilemmaer. Hva slags regimer skal Norge samarbeide med? Er det forsvarlig å bidra til rask oljeutvinning også i utviklingslandene? Hvilke bånd legger satsingen på norsk utenrikspolitikk?

Men det er ikke bare våre oljeselskaper som investerer på fjerne markeder. Også andre norske selskaper legger stadig mer av sin virksomhet til andre land. Det er grunn til å spørre seg om dette styrker eller svekker deres tjenesteyting her hjemme. Ett synspunkt er selvsagt at EØS-avtalen og andre liberaliseringstiltak har sluppet utenlandske selskaper inn på det norske markedet, og da må de norske selskapene få satse ute. Det kan også tenkes at utesatsing kan gi læreeffekter. Men jeg føler meg urolig for at tjenesteytingen innenlands, og da særlig i utkant-Norge, kan bli skadelidende, mens den internasjonale konkurransen nok vil bedre tjenestetilbudet i sentrale områder der de utenlandske selskapene finner det lønnsomt å operere.

Plasseringen av oljefondet har gjort norske myndigheter til en stor aktør i internasjonale finansmarke-

der. Såvidt jeg har forstått, er det bare fortjeneste som er målet for fondets plasseringer. Også her står vi overfor uavklarte etiske problemer. Hvilke land og hva slags virksomhet skal vi involvere oss i, direkte eller indirekte?

Utflytting av bedrifter for å sikre økt profitt eller lavere skatt er på en måte et brudd på en sosial kontrakt. Ofte er bedriftene bygd opp med stor innsats både fra norske arbeidstakere, fra norsk forskning og produktutvikling, fra det norske utdanningssystemet og fra offentlige myndigheter i form av infrastruktur, rimelige lån og iblant direkte støtte. Utflytting og utflyttingstrusler reiser derfor ikke bare rent økonomiske spørsmål, men også etiske. Slik sett åpner internasjonaliseringen for atferd som kan bli betraktet som uetisk, selv om den ikke er ulovlig.

Men globaliseringen gir også økte muligheter for direkte kriminell atferd, og atferd i gråsoner. Eksempler her er skatteunndragelser, bestikkelser for å oppnå kontrakter, etc. Vi har også sett at overnasjonale institusjoner som styrer regionale unioner og markedssystemer har vært befengt med korrupsjon, kanskje i større grad enn i nasjonale styringssystemer, fordi overnasjonale institusjoner vanskeligere lar seg kontrollere.

Motstykket til de store norske investeringene ute i verden er de stadig økende utenlandske investeringene i Norge. EØS-avtalen, og i noen grad WTO-regelverket, åpner for utenlandsk konkurranse på de underligste områder. Vi møter nå globaliseringen så å si fra vogge til grav. Utenlandske operatører driver norske sykehjem, og norske begravelsesbyråer blir kjøpt opp av utenlandske selskaper. Dessuten opererer nå utenlandske selskaper i servicenæringer som renhold, i konkurranse

med kommunale tilbud.

I en del tilfelle vil nok utenlandsk eierskap av industri gi positive virkninger i form av kompetanseoppbygging. Men nå har graden av utenlandsk eie blitt høy. En stadig økende utenlandsk eierandel kan vise seg å få uheldige virkninger, ikke bare i form av økt grad av fjernstyring, men også ved en svekkelse av det norske kompetansemiljøet når det gjelder bedriftsutvikling. Det forhold at en stadig større del av aksjene på Oslo Børs er på utenlandske hender kan også gi økt ustabilitet i det norske aksjemarkedet, fordi utenlandske eiere naturlig nok lar seg påvirke av valutaforhold. At forventninger om endringer i valutakursen påvirker aksjekjøp og salg, kan i sin tur bidra til økt ustabilitet i valutamarkedet.

### Velferdsstaten trues ?

Den frie kapitalflyten over landegrensene svekker skattegrunnlaget og truer dermed velferdsstaten. Mest iøynefallende er dette når det gjelder formuesskatt og skatt på kapitalinntekt. Av frykt for utflagging av bedrifter og bedriftseiere vil nasjonalstatene være tilbakeholdende med å beskatte kapitalinntekt. I Norge har eksempelvis rederne blitt gitt gunstige skattemessige særordninger, og skatten på kapitalinntekt er lav. Tross dette har hovedkontoret til noen av Norges største bedrifter flyttet ut, og enkelte storinvestorer har skaffet seg skatteadresse i et skatteparadis.

Det er også tenkelig at beskatningen av høytlønnede næringslivsfolk vil måtte dempes av hensyn til utflyttingsrisikoen. Ved høy skatt på lederlønninger i Norge øker sjansen for at lederne av de store foretakene vil arbeide for å få flyttet hovedkontoret utenlands.

Det er ingen tvil om at det er

kapitaleierne som har størst fordel av dagens globalisering, både ved at de fritt kan plassere sine midler i de land der de får høyest avkastning, og ved at globaliseringen medfører at de langt på vei kan unngå skatt.

I land som har gått svært langt i markedsliberalistisk retning, som USA og Storbritannia, har de på forhånd store inntektsforskjeller økt i de senere år. En kan reise spørsmålet om vi står overfor en lignende utvikling i Norge. Et markant trekk ved det norske samfunnet har hittil vært moderate inntektsforskjeller. Dette forholdet er nå i ferd med å endres, delvis som følge av globaliseringen. Jo mer globale de norske foretak blir, jo mer presses også de norske lederlønninger opp mot et internasjonalt nivå. Samtidig kan fri import av en rekke varer som kan framstilles av ufaglært arbeidskraft bidra til å holde lønnsnivået for slik arbeidskraft nede. Dette innebærer økte inntektsforskjeller. Men heldigvis har den aktive sysselsettingspolitikken som har blitt ført i Norge hindret at forskjellene er blitt så store som i enkelte andre land. Fagbevegelsen har også spilt en viktig rolle for å bremse på inntektsforskjellene.

### Hva er effektivitet? De utelatte kostnader

Konkurransesklimaet skjerpes ved at private og offentlige bedrifter møter skarpere konkurranse over landegrensene på grunn av liberaliserings tiltakene, men kanskje også ved at holdningene til konkurranse er i ferd med å endres.

I offentlig sektor er vi i dag vitne til en totrinns prosess. Først omgjøres offentlige forvaltningsbedrifter til aksjeselskaper, foreløpig i offentlig eie, og deretter ligger veien klar for en eller annen form for privatisering.

Ved privatisering av en virksomhet som tidligere var utført av stat eller kommune finner en i blant at kostnadene reduseres, til tross for at kvaliteten på det som ytes er tilnærmet uforandret. Stat eller kommune sparer i slike tilfelle tilsynelatende på utplasseringen av virksomheten. Karakteristisk for slike regnestykker er at de er ufullstendige. Hva skjer med de ansatte som er blitt overflødige? Får de ny jobb, blir de gående ledig, eller må de førtidspensjoneres? Og hvordan er sammenhengen mellom økt konkurranse og økt sykkelighet? Risikerer man at effektiviseringsgevinstene for det offentlige blir oppveid av at konkurranseutsettingen resulterer i at andre av det offentliges utgiftsposter økes?

Konkurransens talsmann ser det som entydig positivt at konkurranseklimaet i en bransje skjerpes. Utvilsomt bidrar økt konkurranse til å skjerpe markedsdeltakerne og gi forbrukerne lavere priser. Men forbrukerne er ikke bare forbrukere, men også arbeidskraft som merker skjerpet konkurranse på andre måter. I en konkurranseøkonomi foregår stadige omstillinger. Bedrifter opprettes, fusjoneres, legges ned eller flyttes, innenlands eller utenlands. Dette skaper selvsagt utrygghet. Utryggheten er størst i land der arbeidsledigheten er høy, som i EU, og noe mindre i Norge. Men også i Norge sjaltes en del arbeidskraft ut ved de stadige omstillinger, og mange av disse utstøtte har store problemer med å vende tilbake til arbeidslivet.

Særlig dramatiske følger får konkurranseøkonomien når den nærmest over natten innføres i land som tidligere har vært styrt etter andre prinsipper, f.eks. øststatenes kommandoøkonomi. Brå innføring av markedsøkonomi i disse landene har forverret levestandarden for store befolknings-

grupper, og satt den sosiale stabilitet i fare. Den økonomiske nøden har ført til økte helseproblemer og økt dødelighet, enda høyere enn dødeligheten i de gamle kommandoøkonomier.

### Sluttmerknader

Tiden er inne til en omfattende systemdebatt om liberalismens grenser. Det finnes ingen historiske erfaringer for at et så deregulert system som dagens kan fungere bra over lengre tid. Etter mitt syn er det en alvorlig systemsvakhet ved den ekstreme grenseoverskridende liberalismen at den kan skape svært ustabile forhold i verdensøkonomien, og at den langt på vei fratrar nasjonalstatene styringen med sin egen økonomi. Før eller senere må en regne med at stadig flere land vil forsøke å *renasjonalisere* den økonomiske politikken.

Et viktig skritt i retning av å skape rom for økt nasjonal styring ville uten tvil være å bremse på den frie flyten av finanskapital og investeringskapital. Et første skritt i denne retning burde være å unngå ytterligere liberalisering av kapitalbevegelsene over landegrensene. Dette innebærer at debatt må reises om den forannevnte MAI-avtalen.

På det nasjonale plan kunne landene ta lærdom av det som har skjedd i den siste valutakrisen, og undersøke om det tross internasjonale avtaler kan lages et regelverk for egne bedrifter og finansinstitusjoner som begrenser deres mulighet til valutaspekulasjon i kritiske situasjoner, og som styrker deres evne til å håndtere kriser.

Det internasjonale regelverket for handel har fjernelse av alle handelshindringer som mål. Dette er en ekstrem målsetting. Den vanskeliggjør satsing på nye industrier i dagens lite industrialiserte land. Flere av dagens

store industrinasjoner, som USA, Tyskland og Japan, la grunnlaget for sin fremvekst som industrinasjoner i ly av toll og andre beskyttelsestiltak.

Det har i de siste par år kommet en rekke bøker som har stilt seg kritiske til dagens globalisering, og som har skissert mer eller mindre realistiske alternativer. (Se f.eks. Korten (1995) og Martin og Schumann (1997)). Her hjemme har Fritz C. Holte (1992) bidratt til debatten ved å hevde at fri handel er uforenlig med mulighetene for å styre økonomien slik at massearbeidsløshet og miljøkatastrofer kan unngås. Hans hovedalternativ er at små grupper av land har åpne markeder internt, sammen med ganske sterk beskyttelse mot konkurranse fra verden utenfor. Selv om dette forslaget ikke synes realistisk i dagens situasjon, kan det være god grunn til å ta alvorlig de synspunkter og den analyse det baserer seg på.

Mitt eget syn er at først når dagens globale system har fått avslørt sine systemsvakheter i tilstrekkelig omfang, vil motkrefter vokse fram i mange land og etter hvert skape forskjellige slags alternativer til den globale liberalismen, samtidig som en fortsatt vil satse på markedsløsninger der de er best egnet.

#### Litteratur:

Fritz C. Holte (1992): *Hva slags framtid. Kan vi unngå miljøkatastrofer og høy arbeidsledighet?* Universitetsforlaget, Oslo.

Leif Johansen (1980): "Plan eller marked?". Samtiden nr. 6.

David C. Korten (1995): *When Corporations Rule the World*. Earthscan, London.

Hans - Peter Martin & Harald Schumann (1997): *Globaliseringsfällan. Angreppet på demokrati och välfärd*, Symposion, Stockholm.

Francis Sejersted (1998): "Kapitalismens internasjonalisering - en bekymring." Nytt Norsk Tidsskrift, 2/1998, s. 176-179.





Datateknologien har medført en revolusjon også innen regnskapsføringen. Det er blitt meget lettere å holde orden på selv store datamengder. Beregninger som tidligere i beste fall var meget tidkrevende, kan nå utføres raskt ved hjelp av enkle tastetrykk.

Datateknologien tar utgangspunkt i et ganske enkelt tallsystem, som baserer seg på kun to muligheter, 0 og 1, dvs. enten eller. Ved hjelp av dette binære tallsystem er omfattende og kompliserte informasjonssystemer blitt utviklet.

# FTFs organisasjon og stab

## Forvaltningsordning

### Stortinget

Fastsetter reglement

### Kongen (i statsråd)

Oppnevner styre

Beskikker administrerende direktør

Fastsetter utfyllende bestemmelser til reglementet

### Finansdepartementet

Fastsetter rammer og retningslinjer

### Styret

Har ansvaret for forvaltningen av fondets midler

### Administrasjonen

Forestår den løpende forvaltning

## Administrasjon

### Administrerende direktør

Tore Lindholt

### Egenkapitalavdeling

Olaug Svarva, investeringsdirektør  
Nils Bastiansen, porteføljeforvalter  
Ann Kristin Brautaset, porteføljeforvalter  
Per Gunnar Rymer, porteføljeforvalter

### Fremmedkapitalavdeling

Lars Tronsgaard, investeringsdirektør  
Bjarne Anderson, porteføljeforvalter  
Hege Huse, porteføljeforvalter

### Utredningsavdeling

Juul Bjerke, utredningssjef  
Geirr Ellefsen, finansanalytiker  
Anett Christin Hansen, finansanalytiker  
Erik Kindlien, finansanalytiker  
Jørn Nilsen, finansanalytiker

### Økonomiavdeling

Rune Møien, økonomisjef  
Edel Schøyen Cederkvist, regnskapskonsulent  
Monika Paulsen, oppgjørssekretær  
Roger Samuelsen, økonomikonsulent  
(tiltrer 07.04.99)

### Administrasjonsavdeling

Lisbeth Johansen, administrasjonssjef  
Kari Gigernes, resepsjonssekretær  
Mai Lindegård, sekretær  
Eva Sletten, sekretær

# Reglement for Folketrygdfondet

*Fastsatt av Stortinget 20. juni 1997 i medhold av § 23-11 fjerde ledd i lov av 28. februar 1997 nr. 19 om folketrygd.*

## § 1

De midler som blir overført til Folketrygdfondet i medhold av § 23-11 annet ledd i lov om folketrygd, skal forvaltes av et styre. Styret forvalter også rentene av disse midlene.

Fondsforvaltningen skal ta sikte på at Folketrygdfondet gjennom formuesoppbygging skal bli til størst mulig nytte for folketrygden.

## § 2

Styret skal bestå av ni medlemmer, som med personlige varamedlemmer oppnevnes av Kongen for fire år om gangen, inntil regnskapet er avsluttet for det fjerde år som er gått etter at oppnevningen ble foretatt. Ved første gangs oppnevning skal fire av medlemmene oppnevnes for to år.

Dersom medlemmer eller varamedlemmer entlediges eller dør i løpet av den tid de er oppnevnt for, skal nytt medlem eller varamedlem oppnevnes for den gjenstående tid.

Kongen utpeker lederen for styret. Styret velger nestlederen blant sine medlemmer.

Styret skal ha sete i Oslo.

## § 3

Styremøte holdes når lederen eller et av styrets øvrige medlemmer krever det. Lederen sørger for innkalling til

møtene med minst 8 dagers varsel.

Styret er beslutningsdyktig når minst halvparten av medlemmene eller deres varamedlemmer er til stede - herunder lederen eller nestlederen.

Styremedlemmene og varamedlemmene skal ha godtgjøring som fastsettes av vedkommende departement. Under reise tilkommer de skys- og kostgodtgjøring som bestemt for offentlige tjenestemenn.

## § 4

Fondets administrasjon har ansvar for å forberede og forelegge de saker som skal behandles av styret, og skal også forestå den administrative håndtering av plasseringsvirksomheten, dersom styret ikke har bestemt noe annet.

Utgifter til forvaltning av Folketrygdfondet dekkes av fondets midler.

Administrerende direktør i Folketrygdfondets administrasjon besikkes av Kongen i statsråd. Folketrygdfondets styre kan avgi uttalelse før stillingen besettes, jf. kgl. res. av 11.12.1983.

De øvrige tjenestemenn tilsettes av styret. Deres lønns- og arbeidsvilkår fastsettes av styret med godkjenning av vedkommende departement.

Styret har ansvaret for å fastsette nærmere instruks for direktøren.

**§ 5**

Styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet.

Fondets midler kan plasseres i norske ihendehaverobligasjoner og sertifikater, som kontolån til statskassen og som innskudd i Postbanken og forretnings- og sparebanker. Innenfor en ramme på 20 pst. av forvaltningskapitalen kan fondets midler plasseres i aksjer i selskaper notert på norsk børs og, etter godkjenning fra Finansdepartementet, aksjer i norske selskaper ellers hvor aksjene er gjenstand for regelmessig og organisert omsetning, børsnoterte grunnfondsbevis i norske sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper, og børsnoterte konvertible obligasjoner og børsnoterte obligasjoner med kjøpsrett til aksjer i norske selskaper. Fondet kan delta i emisjoner i ikke-børsnoterte aksjer i norske selskaper umiddelbart før børsintroduksjon, dersom det er klargjort på emisjonstidspunktet at de aktuelle aksjene vil bli børsnotert kort tid etter emisjonen.

Annet ledd er ikke til hinder for at Folketrygdfondet kan beholde aksjer i norsk selskap som i forbindelse med oppkjøp, fusjon el. endrer status til å bli utenlandsk selskap.

Fondet kan videre, innenfor den samlede rammen på 20 pst. av fonds-

kapitalen, gå inn med egenkapitalinnskudd i form av ikke-børsnoterte papirer, i tilfelle hvor fondet står i fare for å lide betydelige tap på plasseringer i obligasjoner. Dette må i så fall være ledd i en koordinert aksjon, hvor en dominerende gruppe av kreditorene deltar, og hvor siktemålet for fondet alene er å trygge fondets egne interesser.

Folketrygdfondet kan eie andeler for inntil 15 pst. av total aksjekapital eller grunnfondsbeviskapital i ett enkelt selskap. Styret kan ta opp kort-siktige lån dersom dette finnes hensiktsmessig.

Folketrygdfondet kan, etter nærmere retningslinjer fastsatt av Finansdepartementet, inngå salgs- og gjenkjøpsavtaler knyttet til egenkapitalinstrumenter og rentebærende instrumenter der erververen av instrumentene etter avtalen har plikt til å tilbakeføre disse til selger.

**§ 6**

Styret skal sørge for at det ved utgangen av hvert kalenderår blir utarbeidet årsberetning og for at det blir satt opp regnskap og balanse i samsvar med grunnsetningene om ordentlig regnskapsføring og med forsiktig og god forretningsskikk. Årsregnskapet skal være underskrevet og ferdig til revisjon senest innen utgangen av februar måned.

**§ 7**

Revisjonen av regnskapene skal utføres av Riksrevisjonen.

Styret skal snarest mulig og senest innen utgangen av april måned sende årsberetning og regnskap til vedkommende departement som sender melding til Stortinget.

**§ 8**

Alle som deltar i fondsforvaltningen i medhold av disse regler, har taushetsplikt etter forvaltningsloven § 13 til 13e.

**§ 9**

Kongen kan gi nærmere regler om fondsforvaltningen og treffe nærmere bestemmelser til utfylling og gjennomføring av reglene.

**§ 10**

Disse reglene trer i kraft straks. Fra den tid reglene trer i kraft, oppheves regler om administrasjon av Folketrygdfondet og om forvaltning av midlene, revisjon, m.v. fastsatt av Stortinget 15. februar 1990, sist endret 21. juni 1996.

## Purpose and Operations

**Establishment:** The National Insurance Scheme Fund was established pursuant to the National Insurance Act of 17 June 1966. Regulations regarding the management of the Fund are stipulated by the Storting (Parliament).

**Purpose:** The primary purpose of the Fund is to make an optimal contribution to the national insurance through the accumulation of wealth.

**Board of Directors:** The Fund is headed by a Board consisting of nine members with personal deputies, appointed by the King for a term of office of four years at the time.  
The Board is responsible for ensuring that the Fund's capital is invested with an aim to secure the best possible return, based on a satisfactory risk profile and maintenance of adequate liquid funds.

**Operations:** The Fund's capital may be invested in

- Norwegian bearer bonds and commercial paper
- sight deposits with the Treasury
- shares in companies listed on the Oslo Stock Exchange
- listed primary capital certificates in Norwegian savings banks, loan associations and mutual insurance companies and
- listed convertible bonds and listed bonds with purchase options on shares in Norwegian companies.

The Fund may own shares and other equity instruments for up to 20 per cent of the Fund's total capital. The Fund may have an interest of up to 15 per cent of the total share capital or primary capital certificate capital of an individual company.

**Audit:** The accounts of the Fund are audited by the Office of the Auditor General.

## Extracts of Directors' Report for 1998

1998 was another year characterised by strong growth in the Norwegian real economy and high employment. However, a sharp fall in oil prices coupled with turbulence in international markets contributed to a significant weakening of the krone exchange rate and a sharp rise in short-term interest rates. The krone exchange rate depreciated by around 10 per cent during 1998 measured against the former ecu index. Relative to the reference level for the Norwegian exchange rate policy, the exchange rate at the end of 1998 implied a fall in the krone value of around 6 per cent. During certain periods of the year, the krone exchange rate was even weaker. To strengthen the Norwegian currency, Norges Bank (the central bank of Norway) raised its benchmark rate on several occasions by a total of 4.5 percentage points. As a consequence, short-term interest rates more than doubled during the year, from just under 4 per cent to slightly over 8 per cent. Interest rates on long-term government bonds, however, remained relatively stable at just below 5.5 per cent. As a result of Norwegian interest rate developments, the interest rate level for both bonds and most particularly short-term securities was significantly higher than in the euro countries and the US.

The stock market was extremely

volatile during 1998. Following a fall of around 10 per cent in share prices during the first few weeks of the year, the all-share index on the Oslo Stock Exchange rose up till May, when it reached an all-time high of 1,423 basis points. Over the next five months, the index slid by around 45 per cent to 765 points and subsequently climbed to 934 points at year-end. For the year as a whole, share prices were down 26.7 per cent, which means that the Norwegian stock market experienced a much sharper decline than any other European country. The significant fall in Norwegian share prices is largely attributable to the reduction in oil prices, the increase in short-term interest rates and pressure towards the Norwegian krone.

Folketrygdfondet (the National Insurance Scheme Fund) realised profits of NOK 6,891 million in 1998, down NOK 526 million compared with the previous year. The decline is solely attributable to a fall in realised gains on securities. The realised rate of return was 6.8 per cent in 1998, compared with 7.9 per cent the previous year.

As a result of the sharp fall in share prices coupled with lower market values for bonds and other interest-bearing securities, unrealised gains in the Fund's securities portfolio were reduced by NOK 6,746 million in 1998, of which NOK 2,145

million referred to sight deposits, bonds and commercial paper and NOK 4,601 million to shares, primary capital certificates and convertible bonds. Value-adjusted profits came to NOK 145 million in 1998, corresponding to a rate of return of 0.1 per cent, compared with NOK 8,583 million and 8.4 per cent, respectively, in 1997.

The value-adjusted return on the Fund's interest-bearing securities was 4.4 per cent in 1998, compared with 6.0 per cent the previous year. The value-adjusted return on investments in shares and primary capital certificates was negative at 23.4 per cent, compared with a positive rate of 25.9 per cent in 1997. The return on the Fund's equity investments was 3.3 percentage points stronger than the change in the all-share index on the Oslo Stock Exchange.

Interest income totalled NOK 6,550 million in 1998 (NOK 6,271 million in 1997), and dividends received came to NOK 352 million (NOK 388 million). Realised gains on securities were NOK 8 million (NOK 774 million), representing a loss of NOK 364 million on sight deposits, bonds and commercial paper and a gain of NOK 372 million on shares etc.

The Fund's total capital (calculated on the basis of the market value of the securities portfolio) was NOK 111,244 million as at 31 December 1998, of which unrealised gains on securities represented NOK 3,094 million or 2.8 per cent. NOK 1,125 million of unrealised gains referred to holdings of sight deposits, bonds and commercial paper and NOK 1,969 million to investments in shares, primary capital certificates and convertible bonds.

Every year, the Ministry of Finance

stipulates a maximum limit for net increases in the Fund's investments in corporate and municipal securities (bonds, commercial paper, bank deposits, shares, primary capital certificates and convertible bonds). For 1998, this limit was set at NOK 2 billion. Pursuant to the rules stipulated by the Ministry regarding investments in government securities, the Fund is free to invest up to a maximum of NOK 5 billion in government and government-guaranteed bonds in the primary and secondary markets (the Fund's market portfolio in government securities). As a general rule, other investments should be in the form of sight deposits with the Treasury according to prevailing general terms for outstanding government loans. The Fund is free to decide which government bonds and commercial paper on which the terms for the individual investments in sight deposits should be based.

The Fund's holdings of securities, including bank deposits, totalled NOK 104,893 million as at 31 December 1998 according to book value (acquisition cost), an increase of NOK 6,777 million since year-end 1997. This increase comprises NOK 4,828 million in government and government-guaranteed securities and NOK 1,949 million in corporate and municipal securities. The portfolio's market value was NOK 107,987 million, which is 2.9 per cent above book value.

A breakdown of the Fund's securities portfolio according to book value as at 31 December 1998 shows that 88.4 per cent represented interest-bearing securities and that 63 per cent represented government and government-guaranteed securities. Based on market values, the corresponding figures were 86.9 per cent and 62.7 per cent respectively.

The Fund's holding of sight deposits, bonds and commercial paper totalled NOK 92,511 million as at 31 December 1998 according to book value, an increase of NOK 4,701 million since the end of 1997. There was a NOK 4,828 million increase in government and government-guaranteed securities, while there was a NOK 127 million reduction in corporate and municipal securities.

The market value of the holdings of sight deposits, bonds and commercial paper was NOK 93,638 million as at 31 December 1998, which is NOK 1,124 million or 1.2 per cent above book value.

During 1998, the portfolio of government and government-guaranteed bonds was brought down by NOK 1,686 million to NOK 10,979 million (book value). Of this, the Fund's market portfolio of government bonds represented NOK 3,941 million, down NOK 55 million since year-end 1997. The remaining portfolio of government bonds primarily comprises older investments which will be converted into sight deposits upon maturity. Sight deposits increased by NOK 6,514 million during 1998, to NOK 55,087 million. Total investments in sight deposits and government and government-guaranteed bonds and commercial paper came to NOK 66,066 million at the end of 1998. Sight deposits with the Treasury represented 83.4 per cent of investments in government and government-guaranteed securities and 59.4 per cent of the Fund's total investments in interest rate instruments (compared with 79.3 per cent and 55.3 per cent, respectively, at the end of 1997).

The holding of corporate and municipal bonds and commercial



paper was brought down by NOK 127 million during the year and stood at NOK 26,445 million (book value) as at 31 December 1998, corresponding to 25.2 per cent of total investments (27.1 per cent). Bonds and commercial paper issued by financial institutions represented 71.6 per cent, while bonds and commercial paper issued by manufacturing companies etc. came to 17.3 per cent and bonds issued and guaranteed by municipalities represented 11.1 per cent.

Deposits with banks were NOK 234 million at year-end 1998.

The Fund's equity investments totalled NOK 12,145 million (book value) as at 31 December 1998, of which NOK 11,701 million represented shares, NOK 431 million primary capital certificates and NOK 13 million convertible bonds. The book value of equity investments increased by NOK 1,919 million during 1998, reflecting the Fund's strategy of boosting the share of equity investments when market conditions are weak and reducing this share during an economic upturn. Furthermore, the share portfolio has been restructured, aiming to achieve a lower downside risk than is the case for the Oslo Stock Exchange. At year-end 50 companies were represented in the Fund's investment portfolio, the same number as a year earlier.

At the end of 1998, the Fund had a market share of 3.4 per cent of all shares and primary capital certificates registered in the Norwegian Registry of Securities.

The market value of the investments in shares etc. was NOK 14,114 million as at 31 December 1998, with shares representing NOK 13,601 million or 96.4 per cent. Unrealised gains came to NOK 1,969 million, corresponding to 16.2 per cent of

book value. The ten largest shareholdings accounted for 64.0 per cent of the Fund's total investments in shares and primary capital certificates as at 31 December 1998 (67.0 per cent at year-end 1997).

The Fund's investments in shares etc. represented 11.2 per cent of the Fund's capital based on the book value of the securities portfolio and 12.7 per cent according to market value. In accordance with rules laid down by the Norwegian parliament, the Fund has the right to place up to 20 per cent of its recorded capital in shares etc.

On 30 November 1998, the Norwegian parliament made a decision to extend the Fund's access to making investments in the share market from "listed shares in Norwegian companies" to include "companies listed on a Norwegian stock exchange". This implies that the Fund is free to invest in shares in international companies listed on the Oslo Stock Exchange.

In line with guidelines stipulated by the Ministry of Finance, the Fund has also been granted permission to enter into sales and repurchase agreements linked to equity and interest-bearing instruments where, according to the agreement, the party acquiring the instruments has a duty to return these to the seller. The Fund has thus been given the opportunity to enter into so-called repos.

## Key figures 1998

Realised profits	NOK	<b>6 891</b>	million
Value-adjusted profits	NOK	<b>145</b>	million
Realised rate of return		<b>6.8</b>	per cent
Value-adjusted rate of return		<b>0.1</b>	per cent
Value-adjusted rate of return - interest-bearing securities		<b>4.4</b>	per cent
Value-adjusted rate of return			
- shares and primary capital certificates		<b>-23.4</b>	per cent
Equity investments at year-end, book value	NOK	<b>12 145</b>	million
Equity investments at year-end, market value	NOK	<b>14 114</b>	million
Total investments at year-end, book value	NOK	<b>104 893</b>	million
Total investments at year-end, market value	NOK	<b>107 987</b>	million
Total capital at year-end, book value	NOK	<b>108 150</b>	million
Total value-adjusted capital at year-end	NOK	<b>111 244</b>	million

KILDER:

Billedillustrasjonene med tilhørende tekst er basert på følgende kilder:

John Chadwick: *Løsningen av Linear B*, Pax Forlag, Oslo 1995

Frédéric Delouche m.fl.: *Europeernes historie*, Universitetsforlaget, Oslo 1992

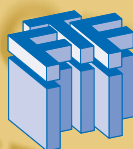
Hans Chr. Erlandsen: *Penger av papir*, Grøndahl Dreyer, Oslo 1992

Peter Levi: *Atlas of the Greek World*, Facts on File, New York 1991

Anna Michailidou: *Knossos*, Ekdotike Athenon, Athen 1995.

Norah Molony: *Arkeologi*, Aschehoug, Oslo 1997

Andrew Robinson: *Skriftens historie*, Grøndahl Dreyer, Oslo 1996



## Folketrygdfondet

Haakon VII's gate 2  
Postboks 1845 Vika  
0123 Oslo  
Telefon 23 11 72 00  
Telefax 23 11 72 10