



# Statlig eierskap

NÆRINGS- OG  
HANDELSDEPARTEMENTET

Mars 2011

Copyright McKinsey & Company

# Innhold

1	SAMMENDRAG AV HOVEDANBEFALINGER	1
2	OPPDRAGSBESKRIVELSE OG AVGRENSNING AV TEMA	5
2.1	Oppdragsbeskrivelse	5
2.2	Beskrivelse og avgrensning av tema	5
3	GENERELLE UTVIKLINGSTREKK INNEN EIERSKAPSUTØVELSE	7
3.1	Stadig mer fragmentert eierskap i større børsnoterte virksomheter fremtvinger en klar definisjon av eierrolle	7
3.2	Raskere global industri- og teknologiutvikling krever at selskapene utviser evne til rask omstilling og at eier er aktiv og støttende	10
3.3	Økt fokus på Corporate Governance	14
3.4	Økt formuesoppbygning på statlig hånd	16
4	BESTE PRAKSIS INNEN ULIKE TYPER EIERSKAPSMODELLER	19
5	STATLIG EIERSKAPSFORVALTNING I NORGE	30
5.1	Statens utøvelse av eierskap per i dag	30
5.1.1	Kommuniserte ambisjoner for statlig eierskapsutøvelse	30
5.1.2	Rammer for eierskapsutøvelsen	31
5.1.3	Eierskapsavdelingens organisering av eierskapsutøvelsen	31
5.2	Identifiserte forbedringsområder	32
5.2.1	Strategisk eierperspektiv	33
5.2.2	Økonomiske målsetninger	34
5.2.3	Kontakt mellom eier og selskapene	35
5.2.4	Styresammensetning – valg og evaluering	37
5.2.5	Oppfølging av samfunnsansvar	39
5.2.6	Ressurser og kompetanse	39
6	FORBEDRINGSTEMA INNENFOR DAGENS RAMMEVERK	42
6.1	Utvikling av strategisk perspektiv på porteføljeselskapene	44
6.2	Etablering av økonomiske målsetninger for hvert porteføljeselskap	46
6.3	Styrking av regelmessig kontakt mellom eier og selskapene	47
6.4	Profesjonalisering av styresammensetning gjennom valg og evaluering	49

6.5.	Økning av ressurser og kompetanse i Eierskapsavdelingen	51
7	<b>FORSLAG TIL FORBEDRINGSOMRÅDER UTENFOR DAGENS RAMMEVERK</b>	<b>55</b>
7.1	Samle det totale statlige eierskapet	55
7.2	Organisere eierskapet i et eget selskap utenfor departementet	57
7.3	Åpne for dynamisk porteføljetilpasning	59
7.4	Akseptere styreverv og/eller oppnevne egne styrerepresentanter	59

## 1 SAMMENDRAG AV HOVEDANBEFALINGER

Eierskapsavdelingen i Nærings og handelsdepartementet med sine 17 medarbeidere forvalter statens eierandeler i 21 selskaper. Eierandelene har en samlet verdi i størrelsesorden 300 milliarder kroner. Til sammenligning er samlet verdi av aksjene notert på Oslo Børs ca. 1750 milliarder kroner. Av Soria Moria-erklæringen fremgår det at ”Regjeringen vil (...) at offentlige selskaper skal sikres profesjonelt eierskap og forutsigbar utbyttepolitikk. Det statlige eierskapet bør være langt mer aktivt enn i dag (...)”. Samtidig tilsier internasjonale og nasjonale trender at aktivt eierskap blir stadig viktigere og også mer komplisert. Mot denne bakgrunn bør staten, gitt fortsatt høye eierandeler i en rekke norske bedrifter, forvalte ansvaret i sitt aktive eierskap med høyeste grad av profesjonalitet. Riktig utført kan slikt aktivt eierskap skape store verdier, og staten bør være villig til å bruke de ressursene som er nødvendige for å realisere eierambisjonene. Med store eierandeler uten aktivt eierskap er sannsynligheten for at et strategisk vakuum kan oppstå i viktige faser av et selskaps utvikling stor, og de negative konsekvensene for selskapet, øvrige aksjonærer og staten kan derfor bli betydelige. Et hovedpoeng er derfor å bringe ambisjonsnivå og ressurser/innsats i bedre samsvar.

For at et mer aktivt eierskap skal skape verdier må profesjonaliseringen i den statlige eierskapsforvaltningen ytterligere styrkes. Dette vil kreve både betydelig økte ressurser og bedre rammebetingelser. Uten vesentlig økte ressurser og bedre rammebetingelser bør etter vårt syn ambisjonsnivået senkes hva angår aktivt eierskap og staten bør definere sin eierrolle til å være en garantist for norsk selskaps forankring og en pådriver for god eierstyring og selskapsledelse. Med et slikt redusert ambisjonsnivå vil det også være naturlig å vurdere en reduksjon av eierandelene ned til det nivå som er nødvendig for å ha negativt flertall i en generalforsamling.

Som nevnt innledningsvis, tilsier internasjonale utviklingstrekk at betydningen av og kompleksiteten i aktiv eierskapsutøvelse øker. Eierskapet i store børsnoterte selskaper er ofte svært fragmentert. Eiere med lave eierandeler er som regel passive i forhold til hvert enkelt selskap. Kravene til at de få, store eierne, som den norske stat, utøver aktivt eierskap øker tilsvarende. Verdensøkonomien globaliseres mens endrings- og innovasjonstakten øker. For å forbli suksessfulle må bedriftene stadig tilpasse seg en ny virkelighet. Ofte må eierne ta konkret stilling til slike tilpasninger og eierne må også, gjennom styret, påse at bedriftene er tilpansningsdyktige. I en omskiftelig verden må eiere også hyppig revurdere formålet med sitt eierskap. For en statlig eier vil det for eksempel ofte være viktig å ta stilling til når og hvordan selskapene skal internasjonaleses og hvordan staten skal forholde seg til en slik utvikling. Omfanget av statlig eierskap øker i

mange land og ”statskapitalisme” er et fenomen mange er kritisk opptatt av. For at legitimiteten i statlig eierskap ikke skal svekkes er det avgjørende at staten fullt ut følger kravene til god eierstyring og selskapsledelse.

Gode eiermiljøer kan forenklet inndeles i tre kategorier: 1) Institusjonelle investorer med små eierandeler i et stort antall selskaper og fokus på eierstyring, 2) Langsiktige strategiske investorer og 3) Eiere med fokus på operasjonell involvering. Med sine høye eierandeler i et begrenset antall selskaper er det bare de to siste kategoriene som kan være aktuelle for staten som eier. Per i dag er det heller ingen tvil om at den norske stat er en langsiktig strategisk eier som ikke involverer seg i selskapenes operative virksomhet. Det finnes eksempler på gode statlige eiermiljøer som er så aktive som eiere at de også pro-aktivt driver selskapenes strategiske og operative utvikling. Dette er imidlertid langt fra den norske virkelighet og tradisjon. Det krever meget omfattende ressurser og det er utfordrende i forhold til kravene til god eierstyring og selskapsledelse. Vi ser det derfor ikke som naturlig at den norske stat definerer sitt aktive eierskap så omfattende. Derimot oppfatter vi at realiteten i dagens norske statlige eierskap er at staten er en langsiktig og strategisk, men samtidig relativt passiv eier i forhold til hva som normalt oppfattes som et aktivt eierskap.

For å skape verdier som en aktiv, langsiktig og strategisk eier mener vi at staten gjennom Eierskapsavdelingen må:

- 1. Utvikle et selvstendig strategisk perspektiv på hvert av selskapene i porteføljen.** Perspektivet samles i et Departementsinternt strategidokument som oppdateres og vedlikeholdes kontinuerlig. Det strategiske perspektivet former eieragendaen overfor selskapet ved at det gir grunnlag for å respondere kvalifisert og effektivt på eierspørsmål selskapet tar opp. Dette vil også påvirke de økonomiske krav og målsetninger staten etablerer for selskapet. Utarbeidelsen av et slikt perspektiv vil dessuten øke kompetansen i Eierskapsavdelingen og sette den bedre i stand til å være en god sparringspartner for selskapsledelsen og styreleder ved behov. Utviklingen av slike perspektiv er meget krevende. Det vil forutsette økt kompetanse i avdelingen og en betydelig intern og ekstern ressursbruk.
- 2. Etablere og kommunisere tydelige økonomiske målsetninger for selskapene i porteføljen.** Kravene må inkludere både avkastning og utbytte og ses i sammenheng med statens målsetninger for selskapets utvikling. Høy utbytteandel er for eksempel problematisk gitt et mål om rask vekst kombinert med vanskelig tilgang til låneopptak.

Avkastningskravene bør utformes relativt til hva andre gode, sammenlignbare selskaper oppnår.

**3. Styrke prosessene for den regelmessige selskapsoppfølgingen.**

Eierskapsavdelingen bør bruke sitt strategiske perspektiv på hvert enkelt selskap til å påvirke agendaen for de regelmessige møtene med selskapsledelsen. Fokus bør vris fra gjennomgang av historiske kvartalsresultater mot utvikling i verdidrivere og selskapets viktigste utfordringer fremover. Møtene med eierskapsavdelingen skal oppfattes som minst like givende og krevende som selskapets møter med andre eiere. Videre bør kontakten med styreleder formaliseres.

**4. Profesjonalisere prosessene rundt styrevalg og evaluering ytterligere.**

Et godt fungerende styre er helt avgjørende for utøvelse av eierskap. Viktige stikkord her inkluderer tydelige forventninger til tidsbruk for styremedlemmer, kompensasjon som står i samsvar med nødvendig tidsbruk, klare retningslinjer for styresammensetning, tydelige forventninger til at det gjennomføres regelmessig styreevaluering, og grundige prosesser for å identifisere egnede styremedlemmer særlig i de heleide selskapene.

Utviklingen av forvaltningen av statens direkte eierskap siden etableringen av Eierskapsavdelingen i 2002 har vært meget positiv og avdelingen er i dag et profesjonelt miljø som håndterer spørsmål reist av selskapene på en god måte. Avdelingen respekterer kravene til god eierstyring og selskapsledelse, men rammebetingelser og ressurstilgang tilsier at avdelingen er passivt responderende og bare i begrenset grad påvirker verdiskapingsagendaen i selskapene. Ressursene tillater bare i begrenset grad at man utvikler egne perspektiver på selskapene, og man er i for stor grad prisgitt kvaliteten på de råd og vurderinger man får fra selskapene eller eksterne rådgivere.

Det vil ikke være mulig å gjennomføre disse endringene uten en vesentlig økning av ressursene avdelingen har til rådighet. Organisasjonen kan bygges opp rundt fem til seks selskapsteam som hver får ansvar for oppfølging av tre til fire av selskapene i porteføljen.

Hvert selskapsteam bør ha en kjernebemanning på tre, støttet av faglige fellesfunksjoner i avdelingen. De selskapsansvarlige i teamene må være senior medarbeidere med relevant industri- og finansbakgrunn. Selskapsteamene bør videre bestå av et teammedlem som støtter den selskapsansvarlige, og en analytiker med ansvar for egen analyse av selskapet og kontakt med eksterne analysemiljøer. Eierskapsavdelingen er bygget opp rundt selskapsteam også i dag, men hvert team håndterer flere selskap og teamene har ikke egen

analytikerkapasitet. I tillegg bør eierskapsavdelingen ha spesialistfunksjoner for blant annet selskapsjuss, samfunnsansvar, styreutnevnelser og rapportering. Det vil videre være sterkt ønskelig å utvide ledelsen av avdelingen med noen medarbeidere som har tung leder- og styreerfaring. Totalt bør avdelingen bestå av mellom 40 og 50 medarbeidere, gitt nivået på dagens statlige eirskapsengasjement.

Eierskapsavdelingen vil også ha et betydelig behov for å kjøpe inn ekstern spesialistkompetanse for eksempel knyttet til selskaps- og industrianalyser og som støtte for avdelingens stillingtagen til viktige eierspørsmål som for eksempel emisjoner eller oppkjøp. Med utvidede egne ressurser og økt kompetanse vil avdelingen både være en bedre innkjøper av slike tjenester og få større nytte av informasjonen den får tilgang til. Uavhengig av statlig eller privat eierskap viser studier at de mest kompetente og ressurssterke eiermiljøene også er de største brukerne av ekstern kompetanse. Kostnaden for slike tjenester har for Eierskapsavdelingen historisk utgjort ca. 30 millioner per år. For en aktiv eier er det reelle behovet langt høyere.

Det samlede interne og eksterne ressursbehovet vi beskriver er lavt sammenlignet med faktisk ressursbruk i aktive eierskapsmiljøer med en tilsvarende portefølje og ambisjon for sitt eierskap. Det er meget lavt sett i forhold til verdien av porteføljen. Allikevel er det ingen tvil om at det representerer en vesentlig investering i forhold til dagens nivå. Investeringen bør gjennomføres gradvis. Ikke minst er det viktig at avdelingen viser at den kan tiltrekke seg og beholde medarbeidere med relevant erfaring og kompetanse.

De endringene vi har foreslått lar seg gjennomføre innen dagens institusjonelle rammer. Vi har også avslutningsvis skissert og pekt på noen problemstillinger knyttet til forvaltningen av statens eierskap utenfor dagens institusjonelle rammer. Vi utelukker eksempelvis ikke at avdelingen på sikt bør organiseres utenfor departementet, for eksempel som et statlig holdingselskap, dersom dette kan forenkle rekruttering til enheten og/eller øke avstanden til politisk ledelse og derved bidra til at skillet mellom en aktiv eieragenda og en politisk agenda blir enda tydeligere.

## 2 OPPDRAGSBESKRIVELSE OG AVGRENSNING AV TEMA

### 2.1 Oppdragsbeskrivelse

Departementet har bedt om en rapport med det formål å gjennomgå og vurdere dagens organisering og utøvelse av den statlige eierskapsforvaltningen i Norge, for slik å ha et bakgrunnsmateriale for arbeidet med den varslede stortingsmeldingen om statlig eierskap.

I henhold til Konkurransesgrunnlag ”Ny stortingsmelding om statlig eierskap” av 14.7.2010<sup>1</sup> skal rapporten beskrive ”utviklingstrekk og beste praksis for forvaltning av statlig eierskap i konkurranseutsatte selskaper og hvordan gode private eiere utøver sitt eierskap”.

Videre skal utviklingstrekk og beste praksis holdes opp mot ”den norske statens eksisterende eierstyring med utgangspunkt i det rammeverket staten opererer under”.

Endelig er det bedt om forslag til ”hvordan elementer kan tilpasses og anvendes hos staten som aktiv og krevende eier (...) med særlig fokus på innretning av eierskapsforvaltningen, eierstyringsprinsippene, økonomi- og strategioppfølging, arbeidet med samfunnsansvar og styrevalg”.

### 2.2 Beskrivelse og avgrensning av tema

Staten har en klart uttalt ambisjon om en aktiv statlig eierskapsutøvelse og fremholder i Eierskapsmeldingen fra 2006 at en slik ”aktiv eierrolle må utøves innenfor rammen av anerkjente regler om god eierstyring og selskapsledelse”.<sup>2</sup> Eierstyring og selskapsledelse (Corporate Governance) er et bredt emne, men i henhold til Eierskapsmeldingen er det tre områder som er særlig viktige for en slik aktiv oppfølging av eierskapet:

- 1) Oppfølging av virksomhetens økonomi i bred forstand
- 2) Klargjøring og åpenhet om statens mål med eierskapet
- 3) Valg av medlemmer til styret og bedriftsforsamlinger

Rapporten vil i det følgende særskilt fokusere på disse tre temaområdene – i tråd

<sup>1</sup> Konkurransesgrunnlag, 14.7.2010, Ny stortingsmelding om statlig eierskap, s.3

<sup>2</sup> St.meld.nr.13 (2006-2007) og Regjeringens eierpolitikk, september 2008, s.66



med Konkurransesgrunnlaget av 14.7.2010<sup>3</sup>, hvor det heter at rapporten skal omfatte "(...) governance spørsmål, herunder spørsmål rundt styrevalg/-deltagelse, så vel som finansiell oppfølging av eierskapet".

Del 3 av rapporten omhandler globale trender og hvilke implikasjoner dette gir for eierskapsutøvelse.

Del 4 tar for seg beste praksis innen ulike typer eierskap. I tråd med departementets ønske om å fokusere på de "mest relevante statlige og private Eiermiljøene nasjonalt og internasjonalt" trekker vi her inn eksempler fra både Norden og andre internasjonale Eiermiljøer.

Del 5 beskriver den nåværende statlige eierskapsforvaltningen i Norge. Vi kommer inn på statens ambisjon med sitt eierskap samt gir en kort omtale av departementets selskapsportefølje og hvilke krav og utfordringer porteføljens karakteristika stiller til staten som eier. Videre beskrives Eierskapsavdelingen og rammeverket enheten arbeider innenfor – inkludert dagens kompetanse- og ressursituasjon. Vi vurderer "arbeidsprosesser og ressursinnsats på relevante områder av dagens norske statlige eierskapsforvaltning", med fokus på de tre nevnte områder regjeringen har identifisert som særskilt viktige for en aktiv statlig eier.

I del 6 skisserer vi våre anbefalinger hva gjelder forbedringer, gitt dagens rammevilkår. Vi foreslår tiltak for a) oppfølging av virksomhetens økonomi i bred forstand, b) klargjøring og åpenhet om statens mål med eierskapet og c) valg av medlemmer til styrer og bedriftsforsamlinger. Videre beskriver vi hvilke implikasjoner anbefalte endringer i eierskapsforvaltningen har for kompetanse- og ressursbehov i NHD.

I del 7 går vi inn på ytterligere tiltak for styrket eierskap som departementet bør vurdere. Tiltakene her forutsetter at man endrer rammeverket for utøvelsen av det statlige eierskapet. Vi kommer særlig inn på hvordan eierskapsforvaltningen kan innrettes, og berører kort muligheten til å utarbeide en overordnet strategi for porteføljen som helhet.

<sup>3</sup> Konkurransesgrunnlag, 14.7.2010, Ny stortingsmelding om statlig eierskap, s.3

### **3 GENERELLE UTVIKLINGSTREKK INNEN EIERSKAPSUTØVELSE**

Et økt innslag av passive, institusjonelle eiere med små eierandeler i et stort antall selskap har medført at mange selskap kan oppfattes som "eierløse". Dette skaper økt rom og forventning til aktivt eierskap fra store statlige og private eiere - som ikke kan stole på at de mindre eierne i selskapene vil være aktive eiere.

Hovedimplikasjonen for en statlig eier i slike selskaper er et sterkere fokus på å sette sammen kompetente og velfungerende styreverv gjennom en profesjonell prosess for valg og evaluering.

En stadig raskere utviklingstakt stiller krav til at selskapenes ledelse, styre og eiere kan omstille seg og fatte strategiske beslutninger hurtig. For å ikke være prisgitt selskapets egne vurderinger, fordrer dette at eiere utvikler egne perspektiv på de viktigste utviklingstrekk i relevante sektorer og markeder, samt mulige implikasjoner for verdiutviklingen i selskapene. Det krever økte ressurser å sikre nødvendig kunnskap om hvert enkelt selskap i porteføljen og det markedet de opererer i.

I tiden etter skandalene i blant annet Enron og Worldcom har korrekt eierstyring og selskapsledelse vært et prioritert tema. Svakheter på dette feltet, som ble avdekket i finanskrisen, forsterket fokuset ytterligere. Selskaper med ledelse eller eiere som markedet ikke mener oppfyller kravene til god governance, straffes i markedet og får sine verdier redusert. Implikasjonen for en statlig eier er påkrevd etterlevelse av prinsipper for god eierstyring for slik å sikre både tillit til det norske markedet og en god verdi- samt strategisk utvikling for selskapene.

En sterk formuesoppbygging på statlig hånd har kjennetegnet det siste tiåret i en rekke land. Mange land bruker sin finansielle formue aktivt gjennom eierrollen i selskaper for å fremme ulike nasjonale interesser. Slik adferd møtes med skepsis internasjonalt og tiltak for å begrense innflytelsen til "statskapitalismen" i de statseide selskapene diskuteres. Det norske statlige eierskapet oppfattes å være i tråd med prinsipper for god eierstyring og har hittil ikke blitt kritisert. De negative holdninger som finnes i enkelte land til aktivt statlig eierskap må allikevel hensyntas.

Hvert av disse punktene utdypes i de følgende avsnitt.

#### **3.1 Stadig mer fragmentert eierskap i større børsnoterte virksomheter fremtvinger en klar definisjon av eierrolle**

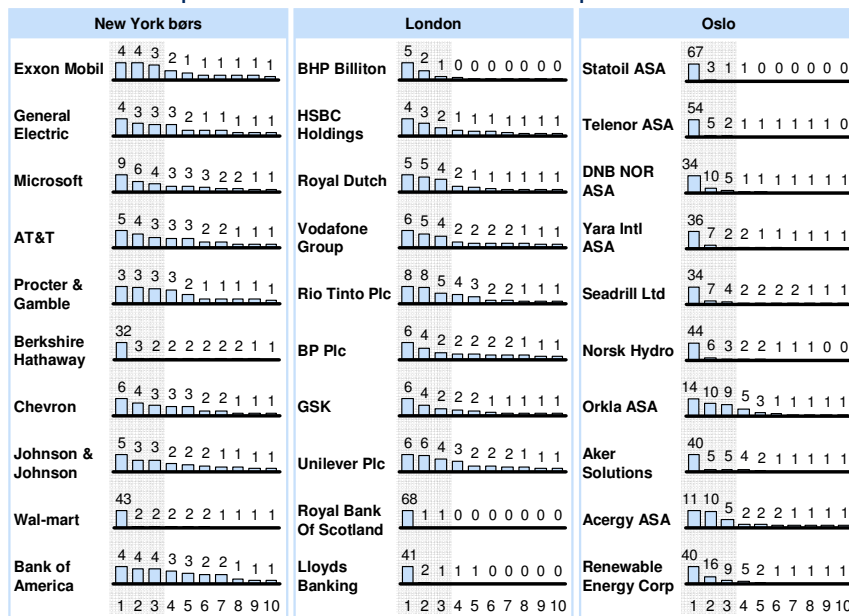
I de fleste private børsnoterte bedrifter er eierskapet spredt på et høyt antall institusjonelle investorer. Statens pensjonsfond utland hadde eksempelvis en gjennomsnittlig eierandel i hvert av sine selskaper på ca 1% i 2009 og er ofte blant

selskapenes ti største aksjonærer. I gjennomsnitt eier de 10 største aksjonærene på børsene i New York og London henholdsvis 29%<sup>4</sup> og 30%<sup>5</sup> av de 10 største selskapene. (Figur 1)

FIGUR 1

### Eierskapet i de største børsnoterte selskapene er fragmentert

Eierandel for de respektive ti største eierne av de ti største selskapene



KILDE: The 2008 Institutional Investment Report, Bloomberg

McKinsey & Company

Institusjonelle eiere, som for eksempel pensjonsfond og verdipapirfond, har typisk spredd sine investeringer på et stort antall selskaper og er derfor i liten grad aktive i forhold til det enkelte selskap hva gjelder oppfølging av strategisk og finansiell utvikling. De stemmer passivt ”med føttene” og selger seg ut av selskaper de ikke tror vil gi en attraktiv avkastning.

Denne utviklingen har fått mange til å omtale bedrifter med bare slike eiere som ”eierløse”. Dette påståtte fraværet av aktivt eierskap – som kunne vært en motvekt til selskapsledelser med potensielt kortsiktige økonomiske insentiver - fremheves som en mulig forklaring på finanskrisen. Det regjeringsoppnevnte Walker-utvalget i Storbritannia drøftet disse problemstillingene og har foreslått økte krav til eiere og styrever som egnede virkemidler.

<sup>4</sup> Inkluderer Wal-Mart hvor de 10 største eierne gjennomsnittlig eier 56% av selskapene

<sup>5</sup> Inkluderer bankene Royal Bank of Scotland og Lloyds hvor de 10 største eierne gjennomsnittlig eier henholdsvis 73% og 48% av selskapene. I begge disse bankene har den britiske stat kommet inn som største eier som en følge av nødvendig støtte under finanskrisen

Utvalget kom med en rekke anbefalinger knyttet til styresammensetning, kvalifikasjoner, arbeidsform og evaluering. Anbefalingene inkluderte krav til opplæring som gis styremedlemmer samt ressurser som bør stilles til styremedlemmenes rådighet. Etter utvalgets oppfatning bør det oppmuntres til og forventes av styremedlemmer at de utfordrer selskapsledelsens strategiforslag. I større, kompliserte selskaper beskrives styrelederrollen som en rolle som krever 2/3 årsverk. Styret bør gjennomføre en periodisk egevaluering og offentliggjøre resultatene av denne. Utvalget sluttet seg også til ”Statement of principles – the Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents” og foreslo at institusjonelle investorer enten skal følge disse eller forklare i sin eksterne rapportering hvorfor de ikke følger dem – ”Comply or explain”.

Å stille krav om aktivt eierskap til eiere med meget små eierandeler i det aktuelle selskap er imidlertid langt fra ukomplisert. Selv NBIM, som forvalter av Statens Pensjonsfond Utland, ett av verdens største fond, kan vanskelig forsvare å bruke betydelige ressurser på aktivt eierskap i alle sine ca. 8000 selskapsinvesteringer. På den annen side er ”gratispassasjer”-problematikken åpenbar om man ikke stiller krav til alle eiere. Som eier av for eksempel 0,5 prosent av aksjene i et selskap bærer man i ytterste konsekvens hele kostnaden ved aktivt eierskap, men mottar kun 0,5 prosent av gevinsten. Man kan ikke i dag konkludere på hvordan dette spørsmålet vil finne sin løsning. Kanskje vil det være nødvendig å skape mellomledd som kan utøve aktivt eierskap på vegne av grupper av institusjonelle eiere.

En annen respons på fenomenet med ”eierløse” selskaper er fremveksten av meget aktive eiere, eksempelvis innen Private Equity. Slike eiere fokuserer på et begrenset antall selskaper og påvirker selskapene aktivt. Det finnes empirisk dokumentasjon på at de beste av disse eiermiljøene lykkes i å skape merverdier gjennom å utøve aktivt eierskap. I det hele tatt ser vi tegn til en polarisering hvor eiere enten blir helt passive i forhold til et stort antall selskaper i en bredt diversifisert portefølje eller meget aktive i forhold til et begrenset antall bedrifter hvor de har større eierandeler. Dette omtales nærmere i neste kapittel.

Inntil det eventuelt stilles krav til hver enkelt eier, er konsekvensen av fragmenteringen av eierstrukturen at eiere med betydelige eierandeler i begrenset grad kan forvente at de øvrige eiere utøver aktivt eierskap. Om staten ikke selv utøver slikt eierskap, risikerer den derfor å bli helt avhengig av at selskapsledelsen og styret treffer beslutninger som er i dens interesse. Og uten aktivt eierskap setter staten seg også i en posisjon hvor den skaper et eiermessig tomrom i bedrifter hvor den er en betydelig eier, hvilket kan kritiseres av øvrige eiere med mindre innflytelse. Som en eier med betydelige eierandeler i selskapene i porteføljen bør

staten derfor i større grad enn i dag utvikle egne perspektiv på selskapene den har investert i. Perspektivene vil være avgjørende for hvordan man tenker på styresammensetning og for når og hvordan man velger å utfordre selskapenes ledelse. Når staten lykkes i sitt aktive eierskap vil selskaper hvor staten har betydelige eierinteresser være sikret en eier som aktivt arbeider for å videreutvikle selskapet. Staten som eier kan da utgjøre et fortrinn sammenlignet med selskaper som har kun institusjonelle, passive eiere.

Det vil alltid være selskapenes ledelse som må stå for så vel den daglige drift som utformingen av selskapets strategi. Styrene har også en avgjørende rolle. Eierne må på sin side påse at ledelse og styre er incentivert til å ivareta deres interesser. Dette krever betydelig innsikt i selskapet, en tydelig artikulert målsetning med eierskapet og gode prosesser for styresammensetning, styrevilkår og evaluering.

### **3.2 Raskere global industri- og teknologiutvikling krever at selskapene utviser evne til rask omstilling og at eier er aktiv og støttende**

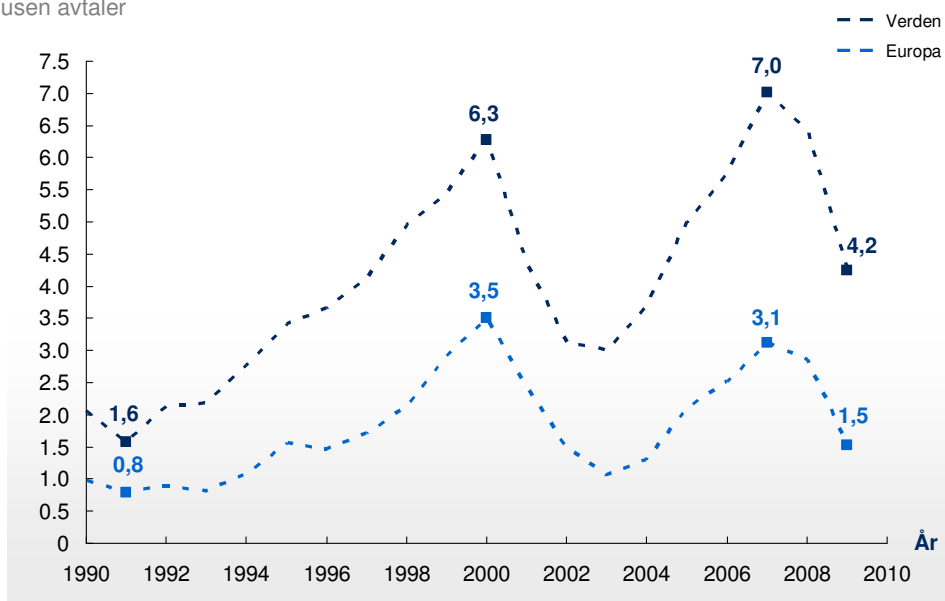
Stadig raskere globale endringer hva gjelder teknologi og innovasjon leder til redusert forventet levetid for selskaper og gjør det vanskeligere for selskaper å opprettholde strategiske posisjoner. Landskapet endres dynamisk og selskapene må ha en høy endringstakt. En sterk posisjon i dag er i stadig mindre grad en garanti for en sterk posisjon i morgen.

En analyse av utviklingen av grenseoverskridende oppkjøp og fusjoner i perioden 1990 til 2010 verden over illustrerer endringstakten. Mens antallet fusjoner og oppkjøp i 1991 utgjorde 1 582 avtaler (782 i Europa), var antallet før siste finanskrisen i 2007 økt til 7 018 avtaler (3 117 i Europa). (Figur 2)

FIGUR 2

### Grenseoverskridende oppkjøp og fusjoner

Tusen avtaler



KILDE: UNCTAD database over grenseoverskridende oppkjøp og fusjoner

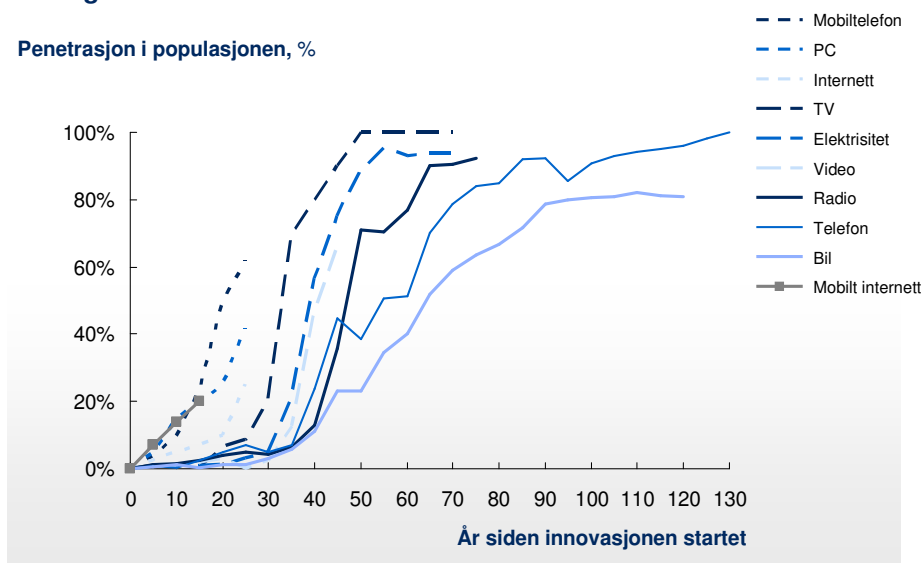
McKinsey & Company

Ny teknologi vinner stadig raskere innpass i markedene. Mens det tok ~60 år fra telefonen ble lansert til man nådde 60% penetrasjon av mulige brukere og nærmere 130 år inntil 100% penetrasjon, brukte mobiltelefonen bare ~25 år på å nå en tilsvarende penetrasjon. (Figur 3)

FIGUR 3

### Nye teknologier når ut til konsumentene betydelig raskere enn tidligere

Penetrasjon i populasjonen, %



KILDE: Corporate Angels, <http://www.corpangels.com/blogs/innovation/corporate-america-designed-to-fail-part-1/>

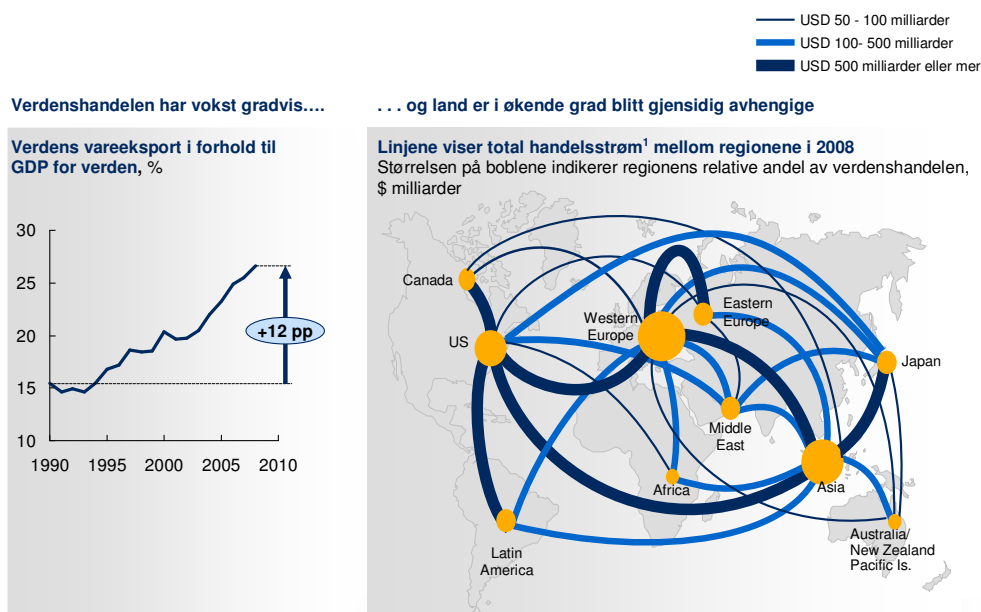
McKinsey & Company

Den økte innovasjonshastigheten gir grunn til å anta at de raske verdiskiftene mellom bedrifter vil fortsette.

Nedbygging av handelshindringer øker samtidig den internasjonale konkurransen i mange bransjer. (Figur 4)

FIGUR 4

### Nedbygging av handelshindre gir økt gjensidig avhengighet



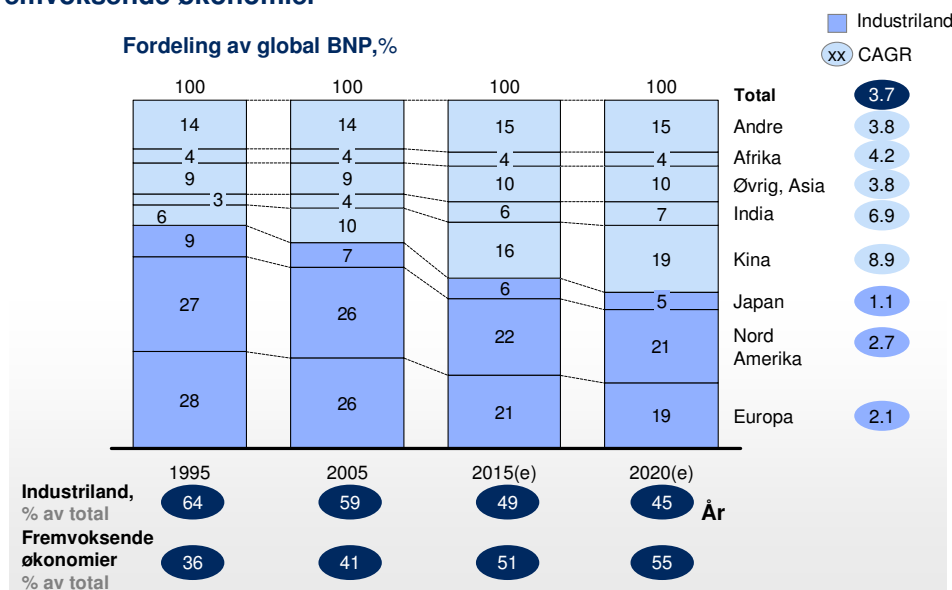
KILDE: Global Insight, IMF's Direction of Trade

McKinsey & Company

Dette medfører at også bedrifter som bare produserer for hjemmemarkedet eksponeres for internasjonal konkurranse. Indirekte kan derfor utviklingen i kostnadsnivå i eksporterende land påvirke konkurransedyktigheten for selskaper som bare produserer for et nasjonalt marked. Og endelig vil en stadig større del av verdiskapingen i verden skje i fremvoksende økonomier. (Figur 5)

FIGUR 5

**En stadig større del av verdiskapningen i verden skjer i fremvoksende økonomier**



KILDE: McKinsey Global Insight; McKinsey-analyse

McKinsey & Company

Det vil bli stadig viktigere for mange selskaper å forholde seg aktivt til denne delen av verden. Kunnskap om og erfaring fra de tradisjonelle kjernemarkedene er ikke lenger tilstrekkelig.

Disse kreftene treffer ikke alle selskaper like hardt, enkelte bransjer forblir nasjonale og endringstakten er heller ikke like høy i alle næringer. Det store flertall av selskapene i NHDs portefølje er likevel eksponert for disse trendene. Utviklingstrekkene har betydelige implikasjoner for selskapenes ledelse, styre og eiere.

Selskapene må ha god evne til omstilling og evne til å ta raske beslutninger når forretningsmuligheter oppstår. For selskapsledelsen betyr dette at det kreves fortløpende vurderinger og utredninger av potensielle strategiske beslutninger. En god ledelse må derfor ha fokus på den eksterne utvikling og trender i tillegg til sitt fokus på daglig drift. Internasjonal erfaring og nettverk blir stadig viktigere.

Styret på sin side må ha et aktivt forhold til strategiske spørsmål. Dette krever en grunnleggende forståelse for selskapets drift, markedene selskapet opererer i og de trender som påvirker. Ansettelse av administrerende direktør vil som alltid være en sentral oppgave, og i en omskiftelig verden er det sannsynlig at lederskifter bør skje hyppigere enn tidligere. Styresammensetningen er derfor svært viktig. Ikke bare bør styret ha kompetanse som er relevant for dagens virksomhet i selskapet,



det bør også ha kunnskap om nærliggende bransjer som kan tenkes å forme selskapets utvikling i betydelig grad. Innen media er for eksempel innsikt i telekom vesentlig på samme måte som media dvs. innhold blir stadig viktigere for telekom-selskaper. Internasjonal erfaring og innsikt representert i styret blir også svært viktig for stadig flere selskaper.

Eierne må forvente å bli bedt om å ta stilling til større strategiskift og investeringer oftere enn før. For å ikke være prisgitt selskapets egne vurderinger, fordrer dette at eiere utvikler egne perspektiv på de viktigste utviklingstrekk og muligheter for egne selskap. Egne perspektiv på selskapets utvikling er nødvendig selv om man som eier ikke ønsker å være pro-aktiv i forhold til selskapenes industrielle og strategiske utvikling. Uten slike perspektiv er det vanskelig å ta stilling til viktige eierspørsmål - som for eksempel oppkjøp og emisjoner - på en forsvarlig måte. Gitt kompleksiteten i beslutninger og tempoet i omstilling blir eierne på tross av dette stadig mer avhengige av å kunne støtte seg på et kompetent og uavhengig styre. Gode eiermiljøer bygger opp nettverk av potensielle kvalifiserte styremedlemmer og bruker dem aktivt i sine porteføljeselskaper.

Siden vi må forvente store verdiendringer mellom selskaper hvor noen selskap stiger kraftig i verdi mens andre faller sterkt, blir det også stadig mer krevende for en eier å ha et statisk syn på sitt eierskap. Eierne som aktivt kjøper og selger eierandeler i et stort antall selskaper - såkalte porteføljeforvaltere - vil søke eiereksponering mot fremtidige vinnere samtidig som de reduserer sin kapitalbinding i selskaper/industrier som ikke vurderes som fremtidsrettet. Eierne med et mer langsiktig perspektiv på sitt eierskap må på sin side sørge for at de som eier er en pådriver for selskapets utvikling heller enn en bremsekloss. Aktuelle spørsmål kan være riktig tidspunkt og form på internasjonalisering og oppkjøp eller sammenslåing med andre bedrifter. På tross av et langsiktig perspektiv på selve eierskapet i et selskap, kan man vanskelig tillate seg å ha et statisk syn på målsetningene for selskapet. Også langsiktige eiere bør ha en strategi for sin samlede portefølje og for hva man ønsker med sitt eierskap i hvert enkelt selskap.

### **3.3 Økt fokus på Corporate Governance**

Debatten rundt eierstyring og selskapsledelse (Corporate Governance) akselererte i kjølvannet av selskaps- og regnskapsskandalene på slutten av 1990- og begynnelsen av 2000-tallet. Begivenhetene førte til krav om styrking av internkontroll og rapportering i selskaper, større grad av åpenhet knyttet til selskapenes ledelsesmessige forhold (blant annet avlønning av ledelsen), krav om bedre regnskapsmessige opplysninger, og krav knyttet til uavhengighet og kontroll med selskapenes revisorer. Kravene resulterte i omfattende rammelovgivning i enkelte land, bl.a. the Sarbanes-Oxley Act i USA, foruten en rekke ikke-bindende

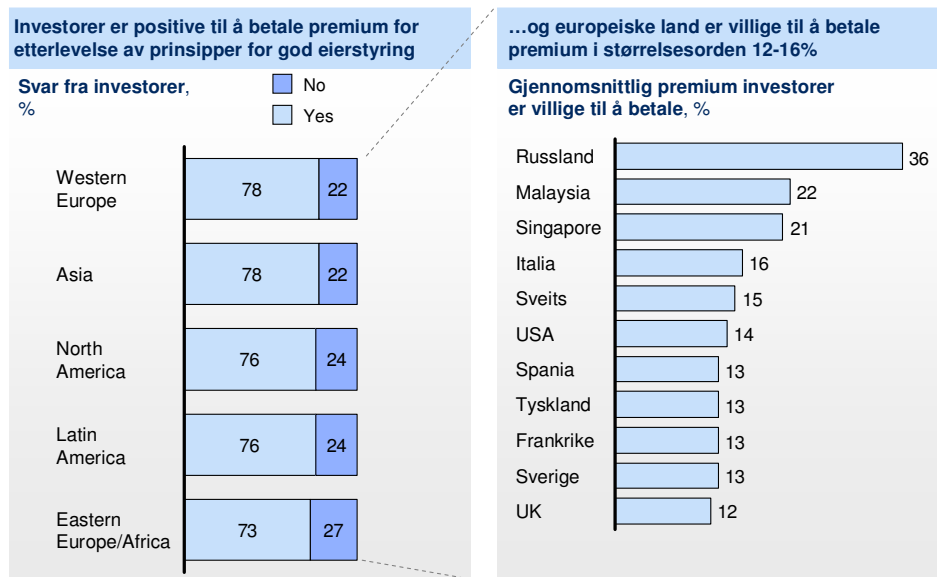
anbefalinger i europeiske land, bl.a. OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse fra 2004. I etterkant har finanskrisen bidratt til ytterligere skjerpet fokus rundt denne tematikken.

Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) utarbeidet i 2004 "Norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse", som senere har blitt oppdatert ved flere anledninger. Anbefalingen er basert på og hovedsakelig i samsvar med de viktigste tilsvarende internasjonale initiativer, og har blant annet som formål å bidra til å klargjøre rollefordelingen mellom aksjeeiere, styre og daglig ledelse ut over det som følger av lovgivningen. Oslo Børs krever blant annet at noterte selskaper årlig skal gi en samlet redegjørelse for selskapets eierstyring og selskapsledelse i samsvar med denne anbefalingen, etter et «følg eller forklar» prinsipp. Staten har utviklet og publisert egne eierprinsipper.

Det sterke fokuset på eierstyring og selskapsledelse har som konsekvens at eiere som ikke følger de anerkjente prinsippene blir gjenstand for sterk kritikk og verdiene i selskaper der slike eiere har betydelige eierposisjoner blir med stor sannsynlighet skadelidende. (Figur 6)

FIGUR 6

### Investorer er villige til å betale premium for etterlevelse av etablerte prinsipper for god eierstyring



KILDE: McKinsey Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance, 2002

McKinsey & Company

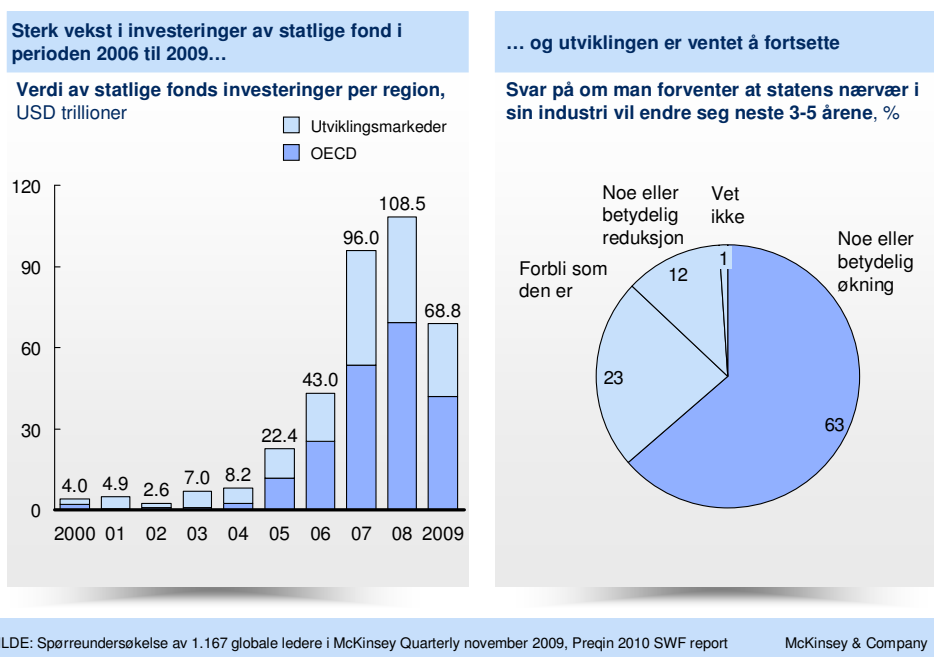
Dersom staten ikke oppfattes som en eier som retter seg etter regler for god eierstyring og selskapsledelse, blir ikke bare verdiene i selskapene staten eier skadelidende, men gitt statens størrelse i det norske aksjemarkedet blir tilliten til

det norske aksjemarkedet svekket med resulterende verdifall for markedet som helhet. Det er følgelig nødvendig at staten som eier fullt ut etterlever etablerte prinsipper for god eierstyring.

### 3.4 Økt formuesoppbygning på statlig hånd

Det siste tiåret har det skjedd en sterk formuesoppbygning på statlig hånd i en rekke land. Dette har vært mulig gjennom store handelsoverskudd som følge av eksport av råvarer – eksempelvis gjennom olje for Norge eller gjennom mer generelle handelsoverskudd for Kina. McKinsey's Global Institute (MGI) har publisert flere analyser av såkalte Sovereign Wealth Funds som en raskt voksende maktfaktor i internasjonale kapitalmarkeder. I alle vurderte scenarier for økonomisk utvikling i verdensøkonomien forventes denne veksten å fortsette og dette er også bildet som tegnes av globale ledere på spørsmål om forventet utvikling av statlig nærvær over de neste 3-5 årene. (Figur 7)

FIGUR 7  
Økt formuesoppbygning på statlig hånd



Videre har finanskrisen ført til sterk økning i statlig eierskap i mange land, særlig i finanssektoren, ettersom stater har tatt kontroll over banker og forsikringsselskaper som har kommet i krise.

Flere statlige investerings- og pensjonsfond har langsiktige eierperspektiver og ekspansive agendaer. Organisering og strategi for et utvalg av dem er beskrevet i

neste kapittel. Enkelte stater anvender også sitt eierskap og sine finansielle midler som et virkemiddel for å ivareta nasjonale interesser. Kina sikrer eksempelvis deler av sin råvaretilgang gjennom internasjonale oppkjøp som de statseide selskapene foretar. Singapore investerer i næringsklynger og satser store ressurser på å bygge opp en livskraftig industri innen farmasi og bioteknologi. Gjennom det statseide selskapet Temasek arbeider man i Singapore aktivt med operasjonell og strategisk utvikling av et antall viktige Singapore-selskaper. Singapores øvrige finansielle ressurser forvaltes for en stor del av det statseide GIC (Government Investment Corporation). GIC har en strategi og en portefølje som minner om den som gjelder for Statens Pensjonsfond Utland. Statseide selskaper i Midt-Østen bruker dels sine finansielle ressurser for å fremme industriutvikling i eget land, dels for å sikre eierinteresser i globalt ledende selskaper og dels for å sikre mat- og råvaretilgang.

Denne økningen i aktivt statlig eierskap har ført til et sterkt fokus på hvordan statlige eiere utøver sitt eierskap. Det reises krav om klar rollefordeling mellom statens rolle som regulator, tilsynsmyndighet og eier samt krav til tydelig kommunikasjon fra staten som eier. Det norske statlige eierskapet, både i Nærings- og handelsdepartementets portefølje og i Statens pensjonsfond utland, kan på mange måter beskrives som beste praksis i forhold til disse kravene.

Transparensen er høy, rolledelingen klar og staten oppfattes som en eier som ikke blander seg inn i selskapenes kommersielle vurderinger. Det statlige eierskapet benyttes heller ikke for kortsiktig å fremme norske nasjonale interesser i et større politisk perspektiv. Den generelle debatten og skepsisen mot ekspansivt statlig eierskap har likevel gjort det nødvendig for norske myndigheter å redegjøre for det norske statlige eierskapet i internasjonale organer som FN og gjennom sine utenriksstasjoner. Dialogen med det internasjonale investormarkedet er også viktig for å forklare hvordan det statlige norske eierskapet fungerer. Dersom staten blir en mer aktiv eier for sine selskaper og i større grad bruker sine finansielle ressurser for å fremme norsk næringsutvikling, vil eierskapet bli gjenstand for et fornyet og forsterket fokus.

### **Sammendrag og implikasjoner**

- Økende fragmentert eierskap gir økt rom for og forventning til aktivt eierskap fra store eiere. En bred selskapsportefølje stiller skjerpede krav til velfungerende, kompetente og uavhengige styrever – hvilket eier må sikre gjennom profesjonelle prosesser for valg og evaluering
- En stadig raskere endringstakt i en stadig mer global verden gjør det mer

krevene for både eiere og styret å bidra til verdiskaping for sitt selskap. Eiere må definere hvordan de ønsker å skape verdi i sin eierrolle.

Verdiskaping gjennom påvirkning av selskapenes strategi og/eller deres operative virksomhet krever en fokusert portefølje og betydelig ressursinnsats i tråd med fastsatt ambisjonsnivå

- En forretningskontekst preget av hyppige verdiendringer mellom selskaper og tilhørende krav til økt omstillingsdyktighet, fordrer en aktiv eier som støtter selskapets utvikling gjennom å være i stand til å fatte raske beslutninger. Det blir i økende grad viktig for en eier å inneha et dynamisk perspektiv på verdiutviklingen i hvert enkelt selskap – hvilket stiller krav til kunnskap om hvert enkelt selskap
- Av hensyn til legitimiteten for det statlige eierskap er det av avgjørende betydning at det statlige eierskapet oppfyller allment aksepterte krav til god governance og at eierskapet er organisert på en måte som tydelig skiller eierrollen fra statens øvrige roller i forhold til selskapene den eier. Det må være full transparens rundt målsetningene med det statlige eierskap

## 4 BESTE PRAKSIS INNEN ULIKE TYPER EIERSKAPSMODELLER

Ledende investeringselskaper genererer høyere avkastning enn markedet i gjennomsnitt. Verdiskaping skjer i hovedsak gjennom tre strategier:

- Sektorfokus – å identifisere og investere i industrisektorer med avkastning som er høyere enn gjennomsnittlig avkastning i markedet
- Aktivt eierskap – å direkte eller indirekte medvirke i selskapsstyring med hensikt å utvikle et selskap i en gitt sektor, noe som leder til en avkastning over gjennomsnittet i sektoren
- Dynamisk porteføljetilpasning – å kontinuerlig vurdere og gjennomføre oppkjøp og salg med riktig markedstiming

Ulike eierskapstyper utnytter i varierende grad de ulike strategiene. Det ene ytterpunktet er eiere som fokuserer på allokering av aktiva med små eierandeler, og som enkelt kan selge likvide posisjoner dersom selskapet ikke presterer og leverer avkastning som forventet. Det andre ytterpunktet er dypt operative eiere som ekspanderer og utvikler selskapers lønnsomhet over tid og som tar ut synergier på tvers av grupper av selskaper. Involveringen øker gjerne i takt med størrelsen på eierandelene, eksempelvis er det uvanlig for pensjonsfond med små andeler i ett selskap å påvirke selskapet direkte. Statens pensjonsfond utland (SPU) med sin gjennomsnittlige eierandel per selskap på 1% i 2009 begrenser for eksempel sitt aktive eierskap utover stemmegivning på generalforsamlinger til noen utvalgte fokusområder.

Når eierandelen øker, styrkes mulighetene for å påvirke, for eksempel kan en eier med 10-30% eierandel ofte være selskapets største aksjonær og ha betydelig innflytelse gjennom påvirkning av styresammensetning og gjennom direkte dialog med styreleder. Majoritetseiere har omfattende mulighet til å påvirke selskapets strategi og virksomhet.

Når vi snakker om trender i eierskapsmodeller skiller vi derfor fortrinnsvis mellom tre eierkategorier (med flere underkategorier): Institusjonelle og overveiende passive eiere (eksempelvis Yale og Hermes), langsiktige strategiske investorer (eksempelvis Investor og Temasek) og eiere med fokus på operasjonell involvering (eksempelvis Private Equity selskaper). Eiere har vært fremgangsrike i hver og en av disse modellene og vi ser en polarisering i retning av en ytterligere rendyrking. Hver eierkategori har ulike metoder for å bidra til verdiskaping og har gått gjennom ulike utviklingstrinn.

**Institusjonelle investorer** fokuserer typisk på investeringsstrategi og selskapsstyring (governance) og er således relativt passive eiere; ofte med mange små eierandeler i et stort antall selskaper. Disse institusjonene skaper verdi gjennom kapitalallokering basert på dyp kompetanse og innsikt, tydelige retningslinjer for eierskap og styring som kommuniseres til selskapene de har investert i, samt ved å selge eierposter som ikke lever opp til eiernes forventninger. Som en del av læringen etter de seneste årenes ”aktiva-bobler” vektlegger flere av disse miljøene såkalt taktisk allokering sterkere. Med taktisk allokering menes en allokering med et kort- eller mellomlangt tidsperspektiv til forskjell fra en langsiktig strategisk allokering. Et eksempel kan være at man reduserer sin eksponering mot eiendom hvis man frykter en eiendomsboble selv om man langsiktig mener at det er riktig å investere i eiendom. Denne typen investorer kan aktivt påvirke selskapene der man er blant de største aksjonærene gjennom for eksempel stemmegivning i generalforsamlingen og dialoger med styreleder i forbindelse med strukturendringer eller andre hendelser av stor betydning for fremtidig avkastning. Vi har valgt å illustrere den institusjonelle eiermodellen gjennom Yale Investment Office og CalPERS.

**Yale Investment Office:** Yale Endowment har en forvaltningskapital på ca. USD 16 milliarder. Yales overordnede oppdrag er å skape en kontantstrøm som dekker universitetets årlige budsjett og som skaper muligheter for å videreutvikle institusjonen for kommende generasjoner.

- Yale skaper verdi gjennom å følge noen tydelige investeringsprinsipper, blant annet å holde en veldiversifisert portefølje, å søke muligheter i mindre effektive markeder med svakere likviditet og muligheter for informasjonsasymmetri dvs. at ikke alle investorer har samme informasjonstilgang, samt å benytte eksterne forvaltere som velges ut etter en systematisk evalueringsprosess. Dette har bidratt til at Yale har prestert bedre enn sammenliknbare indekser både innen hver sektor og som helhet. En medvirkende årsak er at Yale er dyktige på tidlig å identifisere og investere i ulike attraktive (alternative) aktivaklasser.
- Yale har et lite team med interne ressurser (24 personer) og en erfaren og kompetent investeringskomité (11 medlemmer). Blant annet har styremedlemmer og administrerende direktører fra de store amerikanske investeringsbankene sittet i investeringskomiteen, i tillegg til fremgangsrike kapitalforvaltere som representerer ulike typer aktivaklasser og strategier. Den sterke kompetansen er imidlertid ikke et resultat av at man betaler sine ansatte og styremedlemmer mer enn gjennomsnittet for sine oppdrag. Yale

har isteden lyktes med å etablere en selvforsterkende prosess med å tiltrekke erfarne og kunnskapsrike ledere i Yale Investment Office som ofte har en bakgrunn fra, og interesse i, universitetet. Eksterne fond vil gjerne ha Yale som investor. På grunn av deres oppnådde høye avkastning anses det som et kvalitetsstempel. Analytikere og investeringsdirektører begynner ofte sin karriere hos Yale fordi det gir god opplæring, og fordi investeringskomiteens medlemmer får gode muligheter til å bygge sterke nettverk og markedsinnsikt.

**CalPERS (California Public Employees' Retirement System):** CalPERS er et pensjonsfond for ca. 1,5 millioner pensjonister fra offentlig sektor i California og er det største pensjonsfondet i USA med en forvaltningskapital på ca. USD 215 milliarder. CalPERS er kjent for å legge vekt på god eierstyring som en strategi for å både skape meravkastning og for å velge gode investeringsobjekter.

- CalPERS har for eksempel et dedikert team som skaper verdi gjennom "governance turnaround" programmer på 15-20 av selskapers porteføljeselskaper årlig. De utvalgte selskapene er gjerne preget av svake finansielle resultater og/eller ledelse. Gjennom fokus på transparens, klare krav om ansvar til styre og ledelse, nye styremedlemmer og forbedrede insentivmodeller har CalPERS signifikant bedret lønnsomheten i denne delen av sin portefølje. Uavhengige studier har vist umiddelbar positiv effekt på aksjenes totalavkastning (TRS), og også over tid har effekten av "governance turnarounds" vært positiv.
- Organisatorisk består CalPERS av totalt ca ~2300 ansatte, hvorav 270 personer er ansatt i avdelingen som har ansvar for å gjennomføre deres investeringsstrategi (det relevante sammenligningsgrunnlaget for Eierskapsavdelingen). Den administrative ledelsen for hele CalPERS består av 13 medlemmer hvorav 6 medlemmer som er direkte stemt inn av CalPERS medlemmer, 3 som er ansatt av guvernøren og parlamentet i California, samt 4 som sitter i ledelsen i kraft av sin stilling (ex officio).<sup>6</sup> Den administrative ledelsens ansvar er å avgjøre hvor store pensjonpremiene må være, bestemme rammer for aktivaallokering, kjøpe relevante analyser og evaluere prestasjonene til interne og eksterne fond. Administrerende direktør rapporterer til styret og har 4 avdelinger som rapporterer til seg; (1) Investment Office, (2) Aktuar stab (3) Internkontroll og (4) Andre (juridisk,

<sup>6</sup> State Treasurer, State Controller, Director of the Department of Personnel Administration, og en representant fra State Personnel



helse etc.). Ledelsesstrukturen gir et tydelig skille mellom beslutnings-, utførelse- og kontrollfunksjonen. Mandatet i hvert ledd er formalisert gjennom tydelige fullmakter og prosesser. Man legger også stor vekt på transparens og helhetlig rapportering, revisjon og kontroller.

**Langsiktige strategiske investorer** har ofte en portefølje med et antall kjerneselskaper - gjerne med høye eierandeler - som de følger tett i forhold til å kunne utvikle en industrisektor i et langsiktig perspektiv. Eier utøver betydelig strategisk innflytelse og tar initiativ til å påvirke viktige strategiske beslutninger og oppkjøp. Man søker aktivt å bidra til å drive fusjons- og oppkjøpsagenda samt gjennomføring, og fastsetter og følger opp finansielle målsettinger. Eieren utnevner eller er sterkt delaktig i utnevnelsen av styret og arbeider med et nettverk av profesjonelle bedriftsledere og styremedlemmer. Eksempel på langsiktige og strategiske eiere er Investor, de statlige enhetene Temasek og Khazanah, Orkla, Industrivärden, Kinnevik med flere. Temasek og Khazanah omtales senere i dette kapittelet.

**Investor AB:** Investor AB er et av de største industrielle holdingselskapene i Norden og har en portefølje på ca. SEK 160 milliarder. Investor fokuserer på å bygge ledende selskaper innen helse-, teknologi-, og finanstjenester, og er notert på Stockholm-børsen. I tillegg til å gi sine aksjonærer en god avkastning har Investor som grunnleggende målsetting å bidra til forskning, samt å utvikle svensk næringsliv.

- Investor skaper verdi i et strategisk partnerskap med selskapene de eier gjennom å utvikle et tydelig og faktabasert perspektiv på selskapets langsiktige utvikling (value creation plans). Som langsiktig investor vil man formidle perspektivene og støtte i et tillitsbasert forhold med styre og ledelse. Investor har som målsetning å støtte selskapenes globale ekspansjon og utvikling, også i krevende situasjoner. Et viktig innslag i dette arbeidet er Investors humankapital og nettverk som selskapet bevisst utvikler og der det er vanlig at både ledelse og styremedlemmer roterer mellom ulike posisjoner. Man utøver et aktivt eierskap og kontinuerlig oppfølging og analyse av selskapene ut fra selskapenes strategi og eksplisitte avkastningsmålsettinger. Investors analytikere har regelmessig kontakt og dialog med selskapene.
- Investor er kontrollert av Wallenbergstiftelsene. Under styret og administrerende direktør er det en ledergruppe på ~6 personer med ansvar for en eller flere underliggende virksomhetsområder. Totalt har virksomhetsområdene ~150 ansatte. I enheten som følger opp Investors langsiktige hovedinvesteringer inngår 10-15 analytikere, med ansvar for en

investering hver. Investeringer som ikke nødvendigvis er like langsiktige forvaltes av en gruppe investment managers som sitter direkte i selskapenes styrer og har drivende roller i selskapene. Andre enheter er Private Equity (dvs. ikke børsnoterte aksjeinvesteringer) organisert i EQT fond samt Investor Growth Capital, et område for aktiv porteføljeforvaltning samt drift og støttefunksjoner.

**Eiere med fokus på operasjonell involvering** driver proaktivt både den strategiske agendaen og operasjonelle forbedringer i samarbeid med selskapsledelsen. De gjør systematiske gjennomganger av verdiskapingen i porteføljen, driver funksjonelle tema gjennom porteføljeselskapene samt utnytter synergier på tvers av porteføljen, f.eks., på felles tjenester, IT, etc. Klassiske eksempler på eiere med en aktiv operasjonell involvering er General Electric (GE) og mange av Private Equity ("PE")-fondene. Blackstone, et av verdens største PE-fond, har for eksempel en egen "portfolio oversight group", bestående av et sentralt team med kompetanse innen drift av selskaper som arbeider med ledelsen og eksterne rådgivere for å forbedre driften i porteføljeselskapene, designe 100-dagers programmer som gjennomføres etter oppkjøp m.m. Videre har de en "CoreTrust innkjøpsgruppe" som drifter innkjøpsprogrammer på tvers av porteføljeselskaper for å realisere gevinster fra innkjøpsvolum og kompetansedeling. PE-fondenes investment managers sitter som oftest direkte i selskapenes styrer for å følge agendaen og utviklingen i selskapene fortløpende. Dessuten gjennomføres ofte årlige eller kvartalsvise eiergjennomganger der selskapenes utvikling evalueres og ytterligere utviklingstrinn iverksettes.

**TPG Capital (tidligere Texas Pacific Group):** TPG er et Private Equity Fond som ble etablert i 1993 og som i dag forvalter mer enn 285 milliarder kroner. Fondet investerer primært i USA, men er også til stede i både Latin-Amerika og Europa. Det primære fokuset er: 1) å kjøpe opp selskaper som må gjennomgå store omstillinger, 2) ledelsesinitierte oppkjøp, samt 3) reforhandling av selskapers finansiering innen utvalgte sektorer. Fondet fokuserer særlig på "gjenopplivning" av velkjente merkevarer – både forbrukermerker og luksusmerker og fokuserer videre på oppkjøp i intervallet USD 100-400 millioner. Eierskapet varer i de fleste tilfeller minst fem år.

- Som aktiv eier har TPG fem fokusområder for å oppnå høy verdiskaping.
  - (1) Innhente unik innsikt før eventuelle investeringer gjennomføres. Dette gjøres gjennom styre, ledelse eller annen kompetanse i det aktuelle selskapet.
  - (2) Etablere sterke prestasjonsinsentiver for ledelsen i selskaper man kjøper.

Ofte kreves det at administrerende direktører personlig investerer i selskapet. (3) Utvikling av gode og gjennomarbeidede planer for verdiskaping. Disse er under konstant utvikling og revideres jevnlig. Bruk av resultatmålingsverktøy er viktig for å måle og støtte prestasjon. (4) Sikre sterk tilstedeværelse i selskapet de første 100 dagene etter oppkjøp. En viktig del av dette er å bygge gode relasjoner og etablere konsensus rundt hovedstrategiene. Partnerne tilbringer gjerne over halvparten av sin tid sammen med selskapsledelsen. (5) Styrke ledelsesteamet så tidlig som mulig, samt gjøre endringer dersom nødvendig. Ofte benyttes eksternt ekspertise for å komplimentere det eksisterende ledelsesteamet.

- TPG har totalt ~750 ansatte fordelt på 4 nivåer; senior management directors, partners, principals og associates. Ledelsen har den operasjonelle erfaring som er nødvendig for å snu selskaper. Det er videre en bevisst strategi å bruke høyt anerkjente ansatte for kapitalinnhenting og i forbindelse med oppkjøp/salg og sammensetning av den totale porteføljen.

### **Statlige eiere**

Statlige eiere benytter seg av ulike eierskapsmodeller avhengig av hvilke selskap man har i sin portefølje, selskapenes situasjon, hvilket behov det er for statlig eierskap og næringsutvikling i landet samt politisk innstilling til statlig versus privat eierskap. Derfor er det vanskelig å fastslå *en* beste praksis for statlig eierskap. Det man imidlertid kan observere er en trend mot økt profesjonalisering av de statlige eierforvaltningsenhetene. Innenfor dette er det flere gjennomgående trekk, inkludert:

- Konsolidering av eierskap til en enhet eller ett holdingselskap for å unngå fragmentering av kompetanse og for å underbygge en enhetlig eierprosess og policy. I praksis betyr dette at statlige eiere gradvis flytter ansvaret fra ulike departement til en sentral enhet for statlig eierskap som så tar i mot råd fra og samarbeider med ulike departement ved behov. Dette har for eksempel skjedd i Finland og i Sverige. I en viss utstrekning etableres det også egne holdingselskap for forvaltning av hele eller deler av porteføljen.
- En minimering av kortsiktig politisk involvering i eierskapsforvaltningen og skille mellom eierskap og statens øvrige roller - som for eksempel sektorpolitikk. Visse statlige eierskapsmiljøer har konkludert med at det er problematisk å blande selskapsforvaltning, dvs. eierskap, og regulering i samme organisasjon. Derfor etablerer man egne rendyrkede enheter for selskapsforvaltning.

- Kategorisering av statlig eide selskap der man for eksempel skiller selskap med tilgang til strategisk viktige ressurser/privilegier, selskap med samfunnskritiske funksjoner, og selskaper som skal fungere på samme premisser som andre konkurranseutsatte selskaper i samme bransje etc. En ytterligere dimensjon er graden av eierskap, der eierskapsmodellen for minoritetsposisjoner og børsnoterte selskap skiller seg betydelig fra heleide selskap der forvaltningen ganske ofte skjer i ulike avdelinger innenfor forvaltningsorganisasjonen. Ut over dette finnes det ytterligere eksempler på kategoriseringer basert på det potensialet og de utfordringene selskapene i porteføljen gir. For eksempel fokuserer Singapores statlige holdingselskap Temasek på å bygge globale selskap med utgangspunkt i lokalt ledende aktører.
- Tydeliggjøre målsettinger og skille mellom kommersielle og samfunnsrelaterte mål for å sørge for korrekte og separate evalueringer av selskapene på disse ulike dimensjonene. Et problem som ofte forekommer er at selskapene i porteføljen både pålegges avkastningsmål på linje med sine konkurrenter og samfunnsmessige mål uten at det er fastlagt en målbar målsetting og/eller kostnad for de samfunnsrelaterte målsettingene.
- Profesjonalisering av eierprosesser og gradvis styrking av kompetansen internt gjennom ikke bare å ansette personer som har bakgrunn fra offentlig forvaltning, men også rekruttere personer med bakgrunn fra investeringsbanker, rådgivningsselskaper og fra ledende industriselskaper.

For å illustrere hvordan ulike staters eierskap har blitt formet av landets situasjon, og hvilke eiermodeller og prosesser som er utviklet, har vi valgt å beskrive noen ulike former for statlig eierskap:

**Temasek (Singapore):** Singapore er ett eksempel på et mindre land som har gjennomgått en svært positiv utvikling innenfor sine statlig eide selskaper. Som et lite land uten tilgang til større naturressurser, med liten produksjonsindustri og med en sterk avhengighet av internasjonal handel, har Singapore gjennomgått en omfattende forandring under de seneste årene. Endringen har gått fra "første" industrialisering og forbedring av grunnforutsetningene for å arbeide og investere i landet på 60- og 70-tallet, via automatisering, mekanisering og digitalisering med en utvikling mot verdiøkende tjenester på 80-tallet, utvikling av industribase og industrielle grupper på 90-tallet, til i dag å arbeide for globalisering og diversifisering av landets industri.

Som et ledd i utviklingen ble Temasek etablert i 1974 som et heleid statlig holdingselskap i Singapore, blant annet for å muliggjøre et skille mellom politikk

og porteføljeutvikling. Temasek har i dag en portefølje på ~230 selskaper med en verdi på ca. 140 milliarder USD og har levert en TSR (Total Shareholder Return, aksjonæravkastning) på 17 % årlig over en periode på 36 år. Temaseks oppdrag er å skape langsiktig verdi som en aktiv investor med en dynamisk portefølje og eier i framgangsrike selskaper samt å fokusere på langsiktig vekst i Asia og Singapore. Selskapet må selge eiendeler ved behov for kontanter og er separert fra/ikke underlagt politisk ledelse i den forstand at selskapet ikke trenger godkjenning fra Finansdepartementet for selskapsbeslutninger. En del av avkastningen deles ut til sosiale programmer gjennom Temasek Foundation og Temasek Trust.

For å oppnå sine mål har Temasek en tredelt strategi; å globalisere eksisterende virksomheter med høyt potensial, å investere i nye selskaper med regionalt og internasjonalt potensial for slik å støtte utviklingen av nye industrisektorer i Singapore, samt å selge seg ned i selskaper hvor forutsetningene ikke lengre er til stede for videre eierskap. I dag er i overkant av 50% av selskapsporteføljen konsentrert i Singapore, mens målet for fremtiden er en tredeling av porteføljen mellom Singapore, industrialiserte land og utviklingsland. Eierpostene konsolideres og rasjonaliseres i de selskapene som ikke anses å være strategiske eller mangler et betydelig internasjonalt potensial.

- Temasek er en aktiv investor og er organisert per industri. Industrigruppene evaluerer kontinuerlig selskapenes utvikling, muligheter og utvikler investeringsstrategier. Det er også et utpreget fokus på lederutvikling og porteføljeselskapenes lederteam oppmuntres til å utvikle nettverk og utveksle kunnskap gjennom blant annet et lederutviklingsprogram ”Temasek Management Services” der over 2000 deltakere fra Temasek, porteføljeselskapene og andre selskaper har deltatt så langt. Temasek utvikler også aktivt et nettverk av ledere og styremedlemmer slik at man har en sterk base av ledere som kan bringes inn i selskapenes virksomhet og styrer. Porteføljen utvikles aktivt gjennom salg, ytterligere investeringer, bytter (swapper), restruktureringer og rasjonalisering for å forsikre seg om at Temasek skaper maksimal verdi i porteføljen og arbeider proaktivt med aksjonærer, regulerende myndigheter og andre markedsaktører for å skape en effektiv styring av selskapet uten å forhindre vekst og verdiskaping.
- Temasek er organisert under landets Finansdepartement med et uavhengig styre som består av 9 medlemmer. Å tilsette eller endre på styrets sammensetning krever godkjenning av landets regjering og president. Temasek har ca. 450 ansatte ledet av en administrerende direktør.

**Shareholder Executive (UK):** Storbritannia ledet på mange måter den privatiserings- og dereguleringstrenden i Europa som siden har kommet til en rekke andre europeiske land. Til tross for dette hadde Storbritannia ved begynnelsen av 2000-tallet flere hundre statlig eide selskaper. Flere av selskapene i porteføljen (for eksempel Royal Mail, Royal Mint, British Nuclear Fuels, etc.) hadde store tap og bar preg av manglende eierstyring. Noen av problemene man stod ovenfor var fragmentert eierskap og ulike oppfatninger i ulike deler av regjeringen om hva selskapene skulle oppnå. Man så også konflikter mellom politiske og finansielle målsetninger som ledet til ineffektivitet i statens forvaltning av selskapene, og et behov for å styrke kompetansen i eierskapsforvaltningen. Derfor ble Shareholder Executive etablert i 2003. Shareholder Executive hadde på det tidspunktet 25 større selskaper med en total omsetning på ca. 250 milliarder NOK.

- Shareholder Executive deler selskapene sine inn i en "Directly Managed" gruppe der en egen organisasjon opptre som en aktiv aksjonær, og i en "Advisory List"-gruppe der man opptre som en rådgiver for departementet som forvalter selskapet. For samtlige selskaper gjennomføres et antall grunnleggende prosesser inkludert utvikling av tydelige målsetninger, oppfølging av resultater, strategiutvikling, styrenominering og utvikling av kompensasjonssystemer. Målsettingene skal være målbare og man skal kunne skille mellom økonomisk verdiskaping og samfunnsmessige oppdrag for å få best mulig transparens.
- Shareholders Executive er organisert som en enhet under Cabinet Office. Cabinet Office er en enhet som "sits at the very centre of government, with an overarching purpose of making government work better". Enheten er bredt sammensatt og støtter statsministeren og regjeringen i utvikling, koordinering og implementering av politiske beslutninger. Statsministerens kontor inngår i Cabinet Office som en av flere avdelinger. Shareholders Executive har en administrerende direktør og flere aksjonærteam som er oppdelt etter industriell sektor. Totalt har Shareholders Executive ~60 ansatte.

**Khazanah Nasional Berhad (Malaysia):** Khazanah er den malaysiske regjeringens investeringsselskap som forvalter statens midler. Khazanah ble etablert i 1993 som et nasjonalt utviklingsfond, som en følge av en rekke privatiseringer i Malaysia. Etter at Khazanah tok over andeler i selskaper under den asiatiske finanskrisen i 1998, etablerte man en ny retning i 2004 gjennom et program ved navn "GLC transformation" (Government Linked Companies) – hvor landet delvis privatiserte en rekke statseide bedrifter. I dag forvalter Khazanah



over 50 slike deleide selskaper fordelt på 12 industrier, og total verdi av porteføljen er på ca. 180 milliarder NOK (31.12.2009).

Selskapets visjon er å være et ledende strategisk investerings-selskap som bidrar til førstekvartils selskapsutvikling/lønnsomhet i sektorer som er antatt å være strategisk viktige for nasjonens økonomi. Viktige retningslinjer for å oppnå dette er å a) skape vedvarende verdi, b) heve den nasjonale konkurranseevnen og c) dyrke en prestasjonsfremmende kultur.

- Khazanah søker å oppnå sine mål ved å jobbe langs fire dimensjoner. (1) Kontinuerlig restrukturere og strømlinjeforme porteføljen, (2) Gjennomføre transformasjoner av selskapene i porteføljen for å øke strategisk verdi av selskapene og aksjonærverdiene. (3) Gjøre nye investeringer i nye sektorer og geografier. (4) Utvikle menneskene som jobber i porteføljens selskaper samt aktivt å videreutvikle nasjonens humankapital.

I transformasjonene (2) inntar Khazanah rollen som initiativtaker og motor i prosessene, mens selskapenes ledelse sørger for gjennomføring av endringene. Fokuset ligger på å etablere en konkret, gjennomførbar og ambisiøs selskapsstrategi, for deretter å få på plass kontrollsystemer som måler vekst og verdiskaping. I tillegg til interne endringer jobber Khazanah med endring av industristrukturer for å ta ut synergier på tvers av selskaper. Når transformasjonen er gjennomført fokuseres det på kontinuerlig overvåking av videre utvikling og verdiskaping, samt å støtte toppledelsen i selskapene slik at de kan gjøre en god jobb.

- Khazanah er underlagt det malaysiske finansdepartementet og øverste organ er styret som består av 9 medlemmer fra både offentlig og privat sektor. Styrets leder er for øyeblikket statsministeren i Malaysia, Najib Tun Razak. Totalt har selskapet ~400 ansatte. Under administrerende direktør er det åtte direktører fordelt på seks avdelinger – investeringer, forskning og investeringsstrategi, finans, strategisk HR, spesialprosjekter og selskapsstøtte. Selskapet er selvfinansiert gjennom utbytter fra selskapene i porteføljen. Selskapet mottar ikke startkapital, kontanter eller likvide midler fra staten.

### **Sammendrag og implikasjoner for NHD**

- Fremgangsrrike investerings-selskaper oppnår høyere avkastning enn indeks gjennom sektorfokus, aktivt eierskap og/eller dynamisk porteføljetilpasning
- Det er tre hovedtyper av eierstyringsorienterte eiere; a) institusjonelle

investorer med fokus på eierstyring, b) langsiktige strategiske eiere og c) eiere med fokus på operasjonell involvering

- Alle disse eiertyperne kan skape merverdi dvs. oppnå en avkastning som er høyere enn indeks
- Det skjer en differensiering mot de tre typene eierskap ettersom hver eierform blir mer og mer krevende i et kapitalmarked med global og omfattende konkurranse.
- Representative statlige eiere har gjennomgående videreutviklet sine eierprosesser. Dette medfører økt ambisjonsnivå og profesjonalisering, økt grad av skille mellom politikk, regulering, og eierskap, samt økt ressursbruk og kompetanse i eierforvaltningen.
- Statlige eiere tilpasser i stor grad sin forvaltningsmodell til ulike segmenter innen selskapsporteføljen, for eksempel basert på selskapets størrelse, eierandel og potensial til å bidra til landets økonomiske utvikling.



## 5 STATLIG EIERSKAPSFORVALTNING I NORGE

I både St.meld. nr. 13 (2006-2007) ”Eierskapsmeldingen” og i Soria Moria-erklæringen vektlegges betydningen av en aktiv eierskapspolitikk, med en klart uttalt målsetning om å bidra til selskapenes langsiktige vekst og utvikling. I Soria Moria-erklæringen fremheves det at dette vil kreve et langt mer aktivt statlig eierskap enn det som har vært tilfelle til nå.

Eierskapsavdelingen i Nærings- og handelsdepartementet er satt til å forvalte det statlige eierskapet i 21 selskaper. Den samlede verdien av de statlige investeringene i disse selskapene overstiger 300 milliarder. Tatt i betraktning de etablerte rammene for eierskapsforvaltning er hovedinntrykket at Eierskapsavdelingen i det alt vesentlige forvalter det statlige eierskapet på en profesjonell og ryddig måte hva gjelder etterlevelse av prinsipper for eierstyring og selskapsledelse. Holdt opp mot trender og beste praksis innen både statlig og privat eierskap skissert i de forutgående kapitler, synes det likevel å finnes klare områder for forbedring.

### 5.1 Statens utøvelse av eierskap per i dag

#### 5.1.1 Kommuniserte ambisjoner for statlig eierskapsutøvelse

I Soria Moria-erklæringen heter det at: ”Regjeringen vil (...) at offentlige selskaper skal sikres profesjonelt eierskap og forutsigbar utbyttepolitikk. Det statlige eierskapet bør være langt mer aktivt enn i dag (...)”. Det er ikke opplagt hva som her menes med et ”langt mer aktivt” statlig eierskap. I det videre legges det til grunn at målsetningen er at staten skal være en god, profesjonell eier som utøver sitt eierskap innen etablert regelverk og allmenne eierstyringsprinsipper. Gjennom sitt eierskap sikrer staten norsk forankring av de selskaper hvor dette er et mål, stiller krav til avkastning på selskapenes egenkapital og krever at selskapene skal ivareta sitt samfunnsansvar på en god måte.

De viktigste verktøyene staten har for verdiskaping utover dette er å sikre kompetente styrer gjennom en profesjonell prosess for sammensetning samt å være en aktiv støttespiller i selskapets verdiutvikling. En slik aktiv støttespiller skal både respondere raskt og adekvat hva gjelder eierspørsmål drevet fra selskapenes side og dessuten være en kompetent diskusjonspartner hva gjelder selskapets strategiske agenda. Eierskapsmeldingen,<sup>7</sup> fremhever tre områder som ”særlig viktig for en (...) aktiv oppfølging av eierskapet:

<sup>7</sup> St. meld. nr. 13 (2006-2007) – Et aktivt og langsiktig eierskap, s.66

- 1) Klargjøring av og åpenhet om statens mål med eierskapet
- 2) Oppfølging av virksomhetens økonomi i bred forstand
- 3) Valg av medlemmer til styrer og bedriftsforsamlinger”

### 5.1.2 Rammer for eierskapsutøvelsen

Ut over rammene som følger av Grunnloven og forvaltningsretten, er det i hovedsak selskapslovgivningen, konkurranseretten og børs- og verdipapirretten som stiller krav til eierskapsutøvelsen. Andre sentrale rettslige rammer følger av EØS-regelverket, blant annet reglene om offentlig støtte.

Selskapslovgivningen gir et klart utgangspunkt for rollefordelingen mellom aksjonærene og selskapsledelsen. Forvaltningen av selskapet hører under styret og daglig leder, mens eier ivaretar sine interesser primært gjennom generalforsamling og foretaksmøte. Staten som eier er videre underlagt reglene om minoritetsvern (for eksempel aksjelovens og allmennaksjelovens §5-21) og skal dessuten likebehandles med eventuelle andre eiere med hensyn til informasjon.

Staten har fastsatt egne prinsipper for eierstyring og selskapsledelse, gjengitt bl.a. i Eierskapsmeldingen. Disse er i tråd med allment aksepterte eierstyringsprinsipper, og omhandler vesentlige forhold som likebehandling, åpenhet, uavhengighet, styresammensetning, styrets rolle mv. Staten er videre en tydelig pådriver for at statseide selskaper følger «Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse». Det innebærer blant annet at de etablerer egne styreinstrukser, etiske retningslinjer og andre relevante styringsdokumenter.

Staten har ikke egne styrerepresentanter verken i hel- eller deleide selskaper, og bygger på forutsetningen om at alle styrets medlemmer skal ivareta selskapets og aksjonærenes felles interesser. Denne praksis avviker fra praksis i for eksempel Sverige og Finland, og innebærer at prosessen rundt styresammensetning, herunder utvelgelse og evaluering av styremedlemmer, blir særlig viktig. Videre skjerper dette kravene til hvordan staten sikrer tilstrekkelig informasjonsutveksling mellom staten som eier og selskapsledelsen.

### 5.1.3 Eierskapsavdelingens organisering av eierskapsutøvelsen

Eierskapsavdelingen ble etablert i Nærings- og handelsdepartementet i 2002 som ledd i en profesjonalisering av det statlige eierskapet – herunder samling av statens direkte eierskap i konkurranseutsatte selskaper i én forvaltningsenhet. Dette innebærer at forvaltningen av det direkte eierskapet utøves under direkte politisk

ansvar - i motsetning til forvaltningen av pensjonsformuen som er organisert i andre enheter med betydelig frihet innenfor sine forvaltningsmandat.

Når det kommer til selve eierskapsutøvelsen har hvert selskap i porteføljen et dedikert selskapsteam som består av en selskapsansvarlig og et teammedlem – uansett størrelse og type selskap. Selskapsteamet har det løpende operative ansvaret for forvaltningen av og kontakt med selskaper i porteføljen. Dette innebærer blant annet forberedelse av faglige innspill til aktuelle problemstillinger og oppfølging av eksterne og interne prosesser som eksempelvis kvartalsmøter, styrevalg og generalforsamling.

Kontakten mot selskapenes styre og mot daglig leder i strategiske spørsmål tilligger avdelingsledelsen. Avdelingsdirektørene har et overordnet oppfølgingsansvar for selskapsteamene og deltar også i utformingen av strategi for oppfølging av det enkelte selskap.

Organisasjonsformen med selskapsteam ble opprinnelig valgt for å sikre dobbeltkompetanse på de ulike selskapene, slik at avdelingen ble lite sårbar ved fravær etc. Avdelingen hadde ikke tilstrekkelig bemanning til å kunne utarbeide og vedlikeholde dyptgående strategiske analyser for det enkelte selskap i porteføljen. Tankegangen var at fagansvarlige med bred erfaring skulle bidra på tvers når avdelingen sto overfor mer komplekse problemstillinger. Det gjennomføres også en rekke tverrfaglige prosjekter i avdelingen – primært organisert etter samme mal som selskapsoppfølgingen, men ofte med flere prosjektdeltakere.

Resultatet er en organisasjon hvor ”alle skal kunne alt” på sine områder og innebærer i praksis at hver rådgiver følger opptil fire selskaper, samtidig som man bidrar på utvalgte interne prosjekter. Bredden i oppgaver er vanskelig forenlig med den aktive selskapsoppfølging man tar mål av. Et bredt spekter av arbeidsoppgaver per ansatt innskrenker muligheten til å utvikle spisskompetanse relatert til både de enkelte selskapene, spesifikke sektorer og geografier samt muligheten til å gjennomføre dypere analyser.

## **5.2 Identifiserte forbedringsområder**

Representanter fra styre og administrasjon i flere statlige hel- og deleide selskaper tegner et bilde av en ryddig og profesjonell eier. Sett opp mot for eksempel OECDs retningslinjer for statlig eierskap, ligger staten forholdsvis langt fremme hva gjelder organisering av sitt eierskap i en samlet enhet og langt fremme i sin etterlevelse av tydelig formulerte eierstyringsprinsipper. Når dagens forvaltning av eierskapet holdes opp mot trender og beste praksis innen eierskapsutøvelse, fremstår likevel Eierskapsavdelingen som en ikke spesielt aktiv eier.

I gjennomgangen av hvordan Eierskapsavdelingen har innrettet sitt arbeid har vi identifisert flere områder med rom for ytterligere forbedring. Dette gjelder:

- 1) Strategisk eierperspektiv
- 2) Økonomiske målsetninger
- 3) Kontakt mellom eier og selskapene
- 4) Styresammensetning – valg og evaluering
- 5) Oppfølging av samfunnsansvar
- 6) Ressurser og kompetanse

I forbindelse med engasjementet for Eierskapsavdelingen er totalt 26 representanter fra selskapsledelse og styre i 6 selskaper intervjuet om hvordan de opplever staten som eier og hva som eventuelt kan forbedres i Eierskapsavdelingens forvaltning av sitt eierskap. Selskapene utgjør et utvalg fra statens portefølje med sikte på å reflektere forskjellige hensyn ved eierskapsforvaltning hva gjelder hel- og deleide eierstrukturer samt hvorvidt selskapet er børsnotert. Det er også gjennomført en rekke intervjuer med ansatte i Eierskapsavdelingen for å belyse praksis for oppfølging av porteføljeselskapene.

### 5.2.1 Strategisk eierperspektiv

En raskere global industri- og teknologisk utvikling krever hyppigere strategiendringer fra selskapene og stiller krav til at eier evner å respondere effektivt på eierspørsmål. Gode aktive eiere baserer seg ikke utelukkende på det som rapporteres fra selskapene, men utvikler egne strategiske perspektiver på verdiutviklingen i selskapene de eier og videreutvikler disse kontinuerlig. Dette gjøres gjennom vurdering av selskapets markedsposisjon og finansielle situasjon holdt opp mot makroperspektiver på markedet generelt og verdiutviklingen til sammenlignbare selskaper. I stor grad benytter de beste eiermiljøene intern analytikerkompetanse til denne typen vurderinger, men anvender i tillegg omfattende ekstern rådgivning og analyser. På basis av et grunnleggende perspektiv på selskapenes verdiutvikling driver eierne den aktive oppfølgingen av selskapene – herunder etablering av finansielle resultatmål og oppfølging av selskapsstyrene.

Eierskapsavdelingen har i dag ikke tilstrekkelig kapasitet eller kompetanse til å systematisk utvikle et dyptgående selvstendig perspektiv på selskapenes strategiske utvikling. Dette synes å skyldes flere årsaker. For det første tillater ikke ressursituasjonen og et mangfold av arbeidsoppgaver omfattende selskaps- og markedsanalyser. Utvikling av egne perspektiv på selskapene er vanskelig å

prioritere i forhold til løpende forvaltningsmessige oppgaver. Derfor har avdelingen heller ikke, i tilstrekkelig grad, utviklet den kompetansen som kreves for å utføre slike analyser. En slik situasjon er i noen grad kompensert med eksterne rapporter og analyser, men det mangler like fullt et godt etablert system for å gjennomføre slike vurderinger og videreutvikle perspektivet.

Det mangelfulle perspektivet på selskapenes strategiske posisjon har følger for Eierskapsavdelingens generelle eieroppfølging. For det første mangler man tilstrekkelig internt kompetansegrunnlag for å aktivt kunne sparre med selskapene på samme måte som andre eiere gjør. Økonomiske målsetninger får også en generell karakter som i ikke tilstrekkelig grad reflekterer selskapets spesifikke utfordringer og mål.

I mangel på gode interne strategiske perspektiver på de enkelte selskapene er det videre vanskelig å prioritere mellom de ulike selskapene i porteføljen. I dag utgjør 3 selskaper ca. 70% av porteføljens verdi, mens den systematiske oppfølgingen per selskap i utgangspunktet er tilnærmet lik. Samlet tidsbruk er likevel størst for de store selskapene hvor det er flere hendelser man må ta stilling til.

Når det kommer til kommunikasjon av eiers perspektiver på selskapenes strategiske retning, er det i utgangspunktet slik at staten som eier ivaretar sine interesser gjennom generalforsamling og foretaksmøte. Samtlige av selskapene omfattet av våre intervjuer mener at de generelle målene for det statlige eierskapet er klart formulert og forstått. Staten er en langsiktig investor som krever høyest mulig avkastning på sin investerte kapital i tråd med selskapenes langsiktige mål for vekst og industriell utvikling. Særlig de unoterte selskapene fremhever likevel et behov for økt klarhet rundt eiers ambisjon hva gjelder fremtidig verdiutvikling relatert til markedsposisjon og hvilken risiko som kan tas for å nå en slik posisjon.

### 5.2.2 Økonomiske målsetninger

Hva gjelder konkretiseringen av hvilke resultatmål som skal settes for virksomheten opplever selskapene et sterkt og forståelig fokus på utbytte. Eierskapsavdelingen synes imidlertid per i dag ikke å ha en tilstrekkelig bred tilnæringsmåte for utvikling og kommunikasjon av finansielle målsetninger per selskap ut over overordnede avkastningskrav for det enkelte selskap, herunder hvordan målsetningene bør knyttes opp mot for eksempel selskapets vekstbehov og industriens/sektorens særtrekk. Dette har man til felles med andre statlige eiere. Andre gode aktive eiermiljøer har ved bruk av egne modeller og eksterne analytikere utviklet målsetninger relatert til sammenlignbare selskaper og indekser og har et bevisst forhold til disse gjennom systematisk oppfølging.

Den generelle oppfatning som fremholdes av selskapene er at Eierskapsavdelingen følger de finansielle resultatene aktivt og er godt forberedt i selskapsgjennomganger. Man er godt forberedt i den forstand at man har satt seg grundig inn i selskapenes rapporterte tall, men uten at man har tilgjengelig egne modeller for å følge selskapenes forventede utvikling.

### 5.2.3 Kontakt mellom eier og selskapene

Økt formuesoppbygning på statlige hender internasjonalt, så vel som i Norge, øker fokuset på hvordan statlige eiere utøver sitt eierskap. Statlige eiere har et ansvar for å følge kravene til god eier og selskapsstyring - med krav om tydelig rollefordeling mellom statens roller som regulator, tilsynsmyndighet og eier. Eierskapsavdelingen håndterer en utfordrende rolle som eier motivert av avkastning som enhver annen investor, men organisert under en regulatorisk og politisk motivert ledelse med beslutningsmyndighet. En slik organisering kan lett medføre rolleblending i statens oppfølging av selskapene, men like gjerne skape en overforsiktighet fra eiersiden som er til hinder for utøvelse av det aktive eierskapet. Det tydelige inntrykket basert på tilbakemeldinger fra de intervjuede selskapene er imidlertid at Eierskapsavdelingen håndterer denne balansegangen på en god måte. At man ikke ønsker å blande seg inn i styrets mandat og selskapsledelsens kommersielle vurderinger oppleves som ryddig, men det gis samtidig uttrykk for at man ikke må la dette føre til at staten som eier ikke involverer seg mer aktivt.

#### **Kontakt med styret**

I de fleste statlige Eiermiljøer er eier direkte representert i styrene i de viktigste selskapene. Uten å legge føringer for styret, gir dette et virkemiddel for aktivt eierskap gjennom direkte kommunikasjon av eiers perspektiver. Normalt vil en eier med egen representant i styret i slike selskaper forholde seg primært til styret og kommunisere mot selskapets ledelse bare i tilfelle av enkeltsaker som krever særskilt oppfølging. I Norge kan staten påvirke styresammensetning, men i mangel av direkte styredeltakelse vil den regelmessige kontakten med selskapets ledelse og styre kunne være det viktigste virkemiddel for utøvelse av aktivt eierskap.

Staten som eier ivaretar som nevnt sine interesser gjennom generalforsamling og foretaksmøte. Styreleder kontaktes for at staten skal kunne kommunisere sine forventninger til utbytte og det avholdes møte med styreleder i forbindelse med styrevalgsprosessen. Kommunikasjon mot styrene ut over dette skjer stort sett på ad hoc basis.

Det er delte meninger blant selskapene i forhold til om det er ønskelig med hyppigere og regelmessige samtaler mellom styre og eier – ut fra hensynet til styrets separate kontroll- og rådgivningsfunksjon. Inntrykket som gis er like fullt at det vil være riktig av Eierskapsavdelingen å utvikle rollen som strategisk diskusjonspartner som skaper verdi gjennom å stille gode spørsmål og utfordre på en konstruktiv måte samtidig som det ikke legges uhensiktsmessige føringer for styrets virke. Særlig i heleide selskaper er oppfatningen at kontakten mellom styre og eier med fordel kan styrkes.

### **Kontakt med selskapsledelsen**

Når det kommer til interaksjon med ledelsen i de enkelte selskapene er de kvartalsvise møtene i forbindelse med kvartalsrapportering en god anledning for staten til å ta opp og få belyst utviklingstrekk eier mener er vesentlige. I dag fungerer kvartalsmøtene slik at Eierskapsavdelingen på samme måte som øvrige store eiere får presentert selskapenes oppnådde resultater og gis en anledning til å diskutere disse samt få svar på spørsmål knyttet til regnskap, avkastning og utbytte, samfunnsansvar og andre aktuelle saker.

I selve kvartalsmøtet deltar normalt avdelingsdirektør og selskapsteamet fra Eierskapsavdelingen og CEO eller CFO og IR-ansvarlig fra selskapets administrasjon. Møtene foregår ved at selskapene presenterer finansielle resultater og aktuelle saker med mulighet for avklarende spørsmål og diskusjon. I løpet av de senere år har selskapsteamene i økende grad forberedt spørsmål, slik at det i gjennomgangen legges spesiell vekt på temaer som avdelingen trekker opp. Kvartalsmøtene er imidlertid fokusert rundt historisk utvikling og de sist rapporterte finansielle resultater.

Basert på tilbakemeldinger fra selskapene som er intervjuet fremstår Eierskapsavdelingen i møtet som opptatt av de samme temaene som de øvrige eierne. Aktive private eiere er imidlertid mer krevende fordi de har en klar formening om hvilke implikasjoner de rapporterte resultatene får for selskapets strategiske posisjon og vil utfordre deretter. I tillegg vil de i vesenlig større grad sammenligne selskapets resultater med utviklingen i tilsvarende selskaper.

### **Løpende eierspørsmål**

Viktige spørsmål som eksempelvis oppkjøp, fusjoner og kapitalforhøyelser vil omfatte involvering av både avdelingsdirektør, ekspedisjonssjef og endelig beslutning av politisk ledelse. I tråd med normal forvaltningspraksis forankres viktige beslutninger hos politisk ledelse.



Tilbakemeldingen fra de intervjuede selskapene er her overveiende positiv. Det fremholdes at Eierskapsavdelingen har gjennomgått en positiv utvikling i løpet av de senere år i den forstand at man på en effektiv og ryddig måte håndterer eierspørsmål.

## 5.2.4 Styresammensetning – valg og evaluering

### **Styresammensetning**

Et styre må inneha grunnleggende forståelse for selskapets drift, industrien og markedet selskapet konkurrerer i, markedstrender og implikasjoner for selskapet – og dette i en internasjonal kontekst som krever internasjonal bransjekunnskap. For staten som eier krever dette stor innsats i forhold til å sikre selskapene et best mulig styre.

I de fleste statlige Eiermiljøer deltar som nevnt eier direkte i styrene i noen av de viktigste selskapene. Helt siden Kings Bay-ulykken har det vært etablert praksis at norske embetsmenn ikke deltar i styrer eller bedriftsforsamlinger, men er med i valgkomiteer der dette er naturlig. Påvirkning av styresammensetning og kvalitet i styrearbeidet er det viktigste virkemiddelet en statlig eier har i en aktiv eierskapsutøvelse. I mangel av direkte styredeltakelse i Norge blir riktig sammensetning av styrene enda viktigere.

En grov analyse av dagens styresammensetning i et utvalg selskaper gir inntrykk av at sammensetningen av styrene i de deleide statlige selskapene ikke skiller seg vesentlig fra sammensetningen i øvrige norske større børsnoterte foretak. Sammenlignet med gode internasjonale selskaper derimot er andelen styremedlemmer med relevant industrierfaring og vesentlig internasjonal erfaring lav. Ser vi på de heleide statlige selskapene er andelen av styremedlemmer med politisk bakgrunn høyere. Dette kan skyldes at forståelse for politiske prosesser er særlig viktig for styremedlemmer i slike selskaper. De heleide selskapene i utvalget hadde også en høyere utskiftningstakt blant styremedlemmene hvilket fører til lavere grad av kontinuitet i styret.

Tilbakemeldingen fra selskapsintervjuer tyder i all hovedsak på at man er tilfreds med måten styrene i dag er satt sammen på. Flere peker imidlertid på behovet for å la styremedlemmer utvikle seg i sin rolle og få tilstrekkelig fartstid til å kunne bidra i komplekse industrier. For hyppige skifter er ikke positivt.

Styreverv har blitt stadig mer tidskrevende. Dette gjelder særlig styreledervervet som lett kan kreve et halvt årsverk i store kompliserte selskaper. Sett i forhold både til nødvendig tidsbruk og nivået internasjonalt er norske styrehonorarer lave. Dette kan føre til at rekruttering av godt kvalifiserte styremedlemmer blir vanskelig og at styremedlemmer tar på seg for mange verv.



## **Styrevalg**

Kvaliteten i departementets valgprosesser i forkant av hvert styrevalg er vesentlig forbedret de senere år, og den gjennomgående tilbakemeldingen fra de børsnoterte selskapene er at man opplever valgprosessen som ryddig og transparent. Dog mener enkelte at en prosess som i utgangspunktet er grundig og ryddig, ved noen anledninger synes å ha blitt påvirket av andre hensyn enn rent faglige i det endelige personvalget. I dette ligger det en risiko for at de mest kompetente og markante kandidatene til et styre ikke når opp. Det pekes også på behovet for å profesjonalisere prosessen ytterligere og da særlig hva gjelder å skape en tilsvarende forutsigbar og transparent prosess for de unoterte selskapene som for de børsnoterte.

Ved styrevalg i selskaper uten formelle valgkomiteer avholdes møter der konsernsjef og styreleder deltar på linje med det som er anbefalt for børsnoterte selskaper. Her presenterer styreleder eventuell evaluering som er gjort av styret. Kompetansebehov i relasjon til selskapets utfordringer og evaluering av det enkelte styremedlem er et viktig tema i samtalen med konsernsjef og styreleder. På bakgrunn av egne vurderinger og innspill fra styreleder og konsernsjef utarbeides et notat til politisk ledelse hvor Eierskapsavdelingen anbefaler et utvalg potensielle kandidater. Man har ofte hatt tilfeller hvor nye kandidater kommer inn i prosessen svært tett opp mot generalforsamlingen. I intervjuene med utvalgte selskaper pekes det på behovet for å være transparente. I børsnoterte selskaper må valgkomiteens innstilling foreligge samtidig med innkalling til generalforsamling og dette virker disiplinerende på prosessen.

## **Evaluering**

I forbindelse med valg vurderer selskapsteamene hvilken kompetanse som er viktig å sikre i styret gitt dagens kvaliteter og fremtidige strategiske utfordringer. Medlemmene i det sittende styret vurderes da opp mot disse kravene. I forbindelse med dette avholdes det samtaler med styreleder og konsernsjef om styrets sammensetning og om de enkelte styremedlemmene.

Ut over dette er det ikke etablert en systematisk struktur for evaluering av de enkelte styremedlemmene på et selvstendig grunnlag. I majoriteten av de børsnoterte selskapene og i mange av de heleide gjør man interne styreevalueringer. Omfanget og prosessen for hvordan dette skjer er likevel ulik i det enkelte selskap. I enkelte selskaper benytter man ekstern kompetanse til å gjennomføre evaluering, mens man i andre selskaper ikke går lenger enn å vurdere styret som helhet. Selskapets valgkomité vil motta resultater fra denne typen evalueringer.

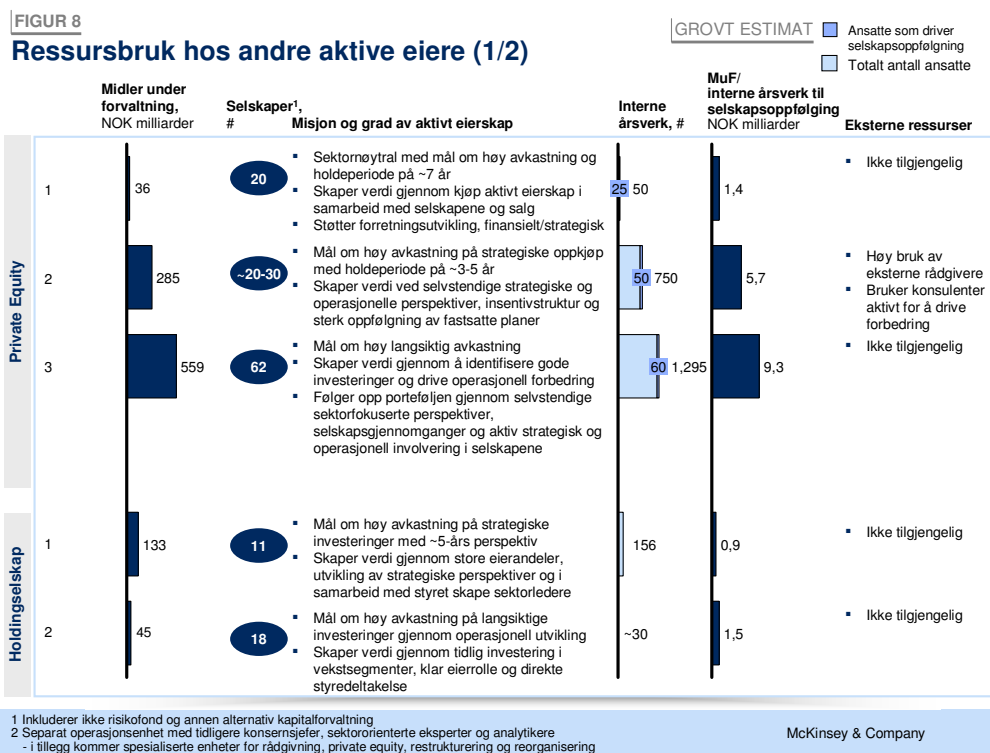
## 5.2.5 Oppfølging av samfunnsansvar

De etablerte målsetninger for samfunnsansvar oppleves svært generelle av de utvalgte selskapene og man opplever usikkerhet i forhold til hvordan man skal forholde seg til retningslinjene - på tross av en erkjennelse av klare forventninger fra staten. På denne bakgrunn er det et ønske om større tydelighet i forhold til målsetninger og målbare krav. Hva gjelder oppfølging og kommunikasjon med selskapene, fremstår Eierskapsavdelingen som profesjonell og effektiv når det gjelder enkeltsaker innen samfunnsansvarsområdet som kan ha politisk interesse. Hva gjelder oppfølging av hvordan samfunnsansvar konkret følges opp i selskapene oppfattes Eierskapsavdelingen som mer passiv.

## 5.2.6 Ressurser og kompetanse

Etter vårt syn står dagens kompetanse- og ressursituasjon i Eierskapsavdelingen ikke i forhold til uttalt ambisjon om styrket aktivt eierskap.

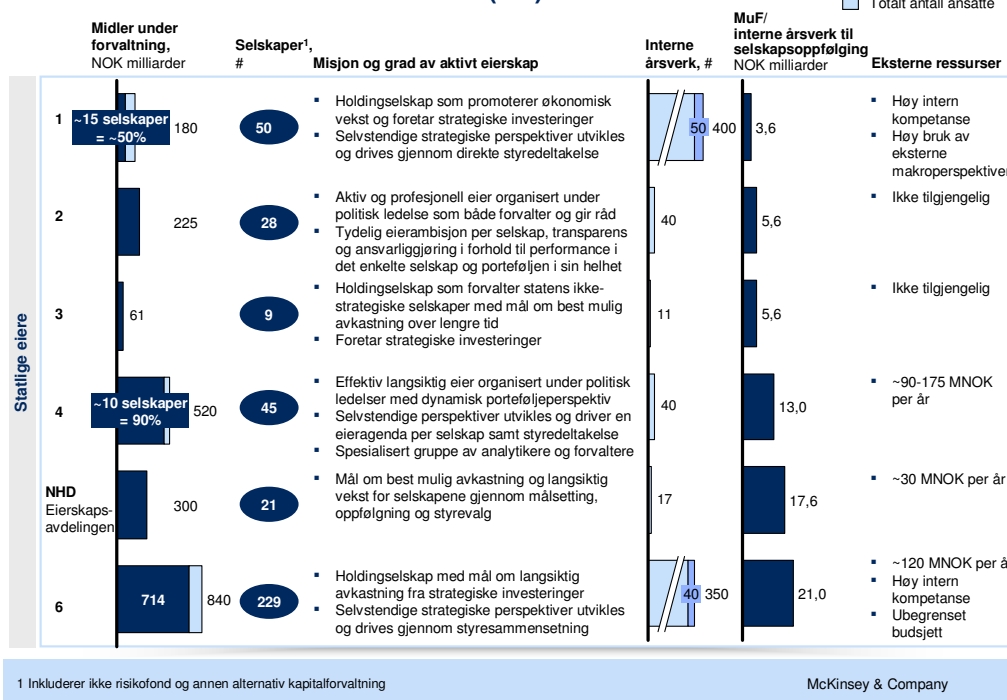
Figuren nedenfor viser ressursbruk hos aktive eiere med høy meravkastning og gode prosesser for forvaltning av eierskapet. Figuren dekker ulike typer organisasjoner – der de statlige enhetene anses som mest relevante i en sammenligning med den norske eierenheten. (Figur 8 og Figur 9)



FIGUR 9

Ressursbruk hos andre aktive eiere (2/2)

GROVT ESTIMAT ■ Ansatte som driver selskapsoppfølging ■ Totalt antall ansatte



Ledende private og statlige eiermiljøer anvender dessuten eksterne rådgivere og analytikere i stor grad – på tross av høy intern kompetanse. Sammenligningen av ressursbruk hva gjelder både ledende private og statlige eiermiljøer viser at de største miljøene med de største interne ressursene også er de største brukerne av eksterne tjenester.

Eierskapsavdelingen består i dag av 17 ansatte og brukte i gjennomsnitt for årene 2002-2010 om lag 30 millioner på ekstern bistand. Sammenlignet med andre aktive eiermiljøer er dette både små interne ressurser og meget begrenset bruk av ekstern bistand. Eierskapsavdelingen anvender dessuten mye av sin tid på løpende politisk relaterte oppgaver samt rapporteringsoppgaver ut fra et viktig notoritets hensyn.

Når det kommer til kompetanse i Eierskapsavdelingen er det tydelige generelle inntrykket at Eierskapsavdelingen innehar god forståelse for hvordan det politiske system fungerer og hvordan man fremmer saker i departementshierarkiet. Dette bidrar til at avdelingen gjennomgående oppfattes som effektiv i forhold til håndtering av løpende enkeltsaker. I sin direkte oppfølging av selskapene opplever Eierskapsavdelingen å inneha god erfaring og innsikt i selskapene og man stiller godt forberedt på møter.

En eier må imidlertid ta stilling til strategiske problemstillinger i økende grad og bør ha tilstrekkelig kompetanse til å kunne utvikle selvstendige perspektiver på de viktigste utviklingstrekkene i markedet samt hvilke muligheter og begrensninger disse gir for selskapene. Som omtalt ovenfor, har Eierskapsavdelingen for de fleste selskapene ikke opparbeidet slike selvstendige perspektiver i dag.

## 6 FORBEDRINGSTEMA INNENFOR DAGENS RAMMEVERK

Staten har en klart uttalt ambisjon om å bli en langt mer aktiv eier for sin betydelige selskapsportefølje. Porteføljen er bred og selskapene står i dag overfor sammensatte utfordringer, som stiller ulike krav til eierinvolvering. Fellesnevneren er like fullt at verdiutviklingen i selskapene foregår i en forretningskontekst som i stadig økende grad krever aktiv oppfølging fra eier.

Et mer aktivt eierskap vil kreve profesjonalisering og intensivering av eierskapsutøvelsen – herunder en vesentlig økning av antall medarbeidere og heving av kompetansen i eierenheten. Dersom en slik omstilling ikke er mulig eller ønskelig, bør konsekvensen være et redusert ambisjonsnivå for statens eierskap, i den forstand at staten bør betrakte sitt eierskap primært som en garantist for norsk forankring og som en pådriver for gode eierprosesser. Dette fordi det ikke er mulig å være en god aktiv eier uten å bruke betydelige ressurser på eierskapet. Uten gode egne perspektiver på selskapet og industrien det opererer i, uten tilstrekkelig tid til fordypning og kompetanseheving og uten et tilstrekkelig antall medarbeidere med relevant erfaring kan man ikke bli en god sparringspartner og man vil ikke addere verdi som aktiv eier. Da er det bedre å sikre en norsk forankring og etterlevelse av allmenne prinsipper for god eier- og selskapsstyring og ellers ikke involvere seg i selskapets anliggender. Gitt en slik løsning vil det være vanskelig å forsvare statlige eierandeler ut over det som er nødvendig for å sikre negativ kontroll på en generalforsamling. De øvrige eierne må ta rollen som aktiv eier og dette kan fremmes gjennom en reduksjon av statens eierandeler. Likeledes bør Staten vurdere å selge seg helt ned i de selskaper hvor hensynet til norsk forankring/særskilte sektorpolitiske målsetninger ikke er viktig. Gjennom dette kan man redusere verdilekkasjen fra manglende aktivt eierskap samt prioritere eierskapsavdelingen/andre departementers knappe eierskapsressurser.

På den annen side - hvis dagens høye eierandeler, portefølje og eierambisjoner skal opprettholdes, mener vi det er riktig for staten å styrke ressurstilgangen og intensivere sin eieroppfølging i forhold til hva som er tilfelle i dag.

Eierskapsavdelingens forvaltning av eierskapet vil etter vårt syn klart bli mer aktivt og verdiskapende gjennom følgende forbedringsinitiativer innen fire definerte områder:

### 1. Utvikling av et strategisk perspektiv på hvert av selskapene

Eierskapsavdelingen bør utarbeide et internt og konfidensielt strategisk dokument som oppsummerer eiers perspektiver på de enkelte selskaperes strategiske posisjon og verdiutvikling – som et verktøy for

kompetanseutvikling innad i avdelingen og enda viktigere som en driver av all selskapsoppfølging hva gjelder både møteagendaer og hvilke analyser som bør gjennomføres internt eller settes ut til eksterne.

Dokumentet bør være levende og må kontinuerlig videreutvikles gjennom målrettede diskusjoner med selskapene, markedsanalyser, sammenligning med andre sammenlignbare selskaper samt regelmessige strategiske dypdykk per enkelt selskap i porteføljen

## **2. Tydeliggjøre økonomiske målsetninger**

Eierskapsavdelingen må formulere og kommunisere klare økonomiske målsetninger for hvert enkelt selskap i porteføljen basert blant annet på det interne strategiske perspektivet per selskap.

## **3. Styrke innholdet i regelmessig kontakt med selskapets ledelse og styre**

Som en aktiv eier skal staten påvirke agendaen i de jevnlige kvartalsmøtene med selskapsledelsen for slik å få belyst utviklingstrekk i forhold til de interne perspektiver på selskapets strategiske posisjon og verdiutvikling som eierskapsavdelingen mener er viktige. Videre bør prosessen for kontakt med selskapenes styre gjennomgås med tanke på å oppnå en mer formalisert prosess.

## **4. Profesjonalisere prosess for styrevalg og -evaluering**

Eierskapsavdelingen må utarbeide og kommunisere retningslinjer for ideell sammensetning av og tidsbruk/vilkår for styret samt etablere en intern spesialisert gruppe som utelukkende arbeider med styresammensetning. For de heleide selskapene må valgprosessen styrkes og formaliseres, mens man for både heleide og deleide selskaper har mye å tjene på å jobbe enda mer systematisk for å sette sammen et kompetent og selvstendig styre samt drive kontinuerlig forbedring gjennom jevnlig evalueringer av både styret som helhet og det enkelte styremedlem.

Ovennevnte initiativer vil ikke være gjennomførbare uten en vesentlig økning i ressursene som er tilgjengelige for Eierskapsavdelingen. Antall ansatte må økes betraktelig og erfaringsbakgrunnen de ansatte har må bli tyngre og mer spesialisert. Ikke minst er det et betydelig behov for flere ansatte med erfaring fra næringslivet og styrearbeid. I tillegg vil det være et stort behov for å innhente ekstern spisskompetanse, ikke bare i forbindelse med enkelttema, men også som grunnlag for etablering av interne perspektiver på selskapenes strategiske posisjon.

Hvert av de fire forbedringsområdene samt konsekvenser for nødvendig ressursbruk i Eierskapsavdelingen er utdypet i det følgende.

## 6.1 Utvikling av strategisk perspektiv på porteføljeselskapene

Å utvikle mer dyptgående selvstendige og uavhengige perspektiver på selskapenes strategiske posisjon og verdiutvikling er grunnleggende for aktiv eieroppfølging og er et viktig virkemiddel i statens aktive eierskap.

Det å utvikle et selvstendig reflektert forhold til hvilke typer utfordringer og forretningsvilkår selskapene står overfor vil etablere oppfølgingsagendaen for eier mot selskapet og kunnskapen kan anvendes aktivt som underlag og bakgrunnsteppe for kommunikasjonen. Oppfattes eksempelvis konsolidering, teknologiskifte eller tilgang til nye vekstmarkeder som kritisk for selskapets langsiktige utvikling eller helsetilstand, vil det være naturlig å be om at disse temaene belyses i de regelmessige oppfølgingsmøtene.

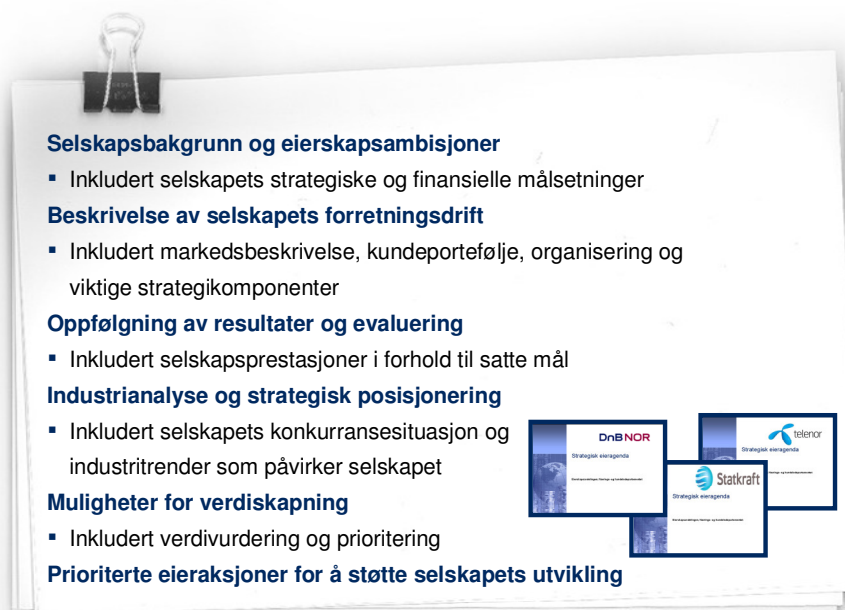
Perspektivene vil være viktige for statens respons på eierspørsmål som reises av selskapet. Henvendelser fra selskapene angående eksempelvis kapitalutvidelser, kapitalstruktur, oppkjøp og fusjoner krever at eier har en grunnleggende forståelse for selskapets strategiske posisjon for å kunne agere relevant og effektivt.

Videre vil perspektivene påvirke de økonomiske krav og målsetninger eier stiller til selskapene. For eksempel må det være en sammenheng mellom de langsiktige vekstambisjoner man har for et selskap og de krav man har til avkastning og dividende på kort sikt. En eier med selvstendige perspektiv er også en bedre sparringspartner for selskapets ledelse og administrasjon og er bedre i stand til å vurdere anbefalinger fra eksterne rådgivere for eksempel i en oppkjøps- eller kapitalinnhentingssituasjon.

De strategiske perspektivene på hvert selskap benyttes ikke til å proaktivt drive selskapenes forretningsmessige utvikling og kommuniseres heller ikke eksternt. Perspektivene oppsummeres i et Departementsinternt strategidokument, hvor innholdet behandles som sensitivt og konfidensielt innen Eierskapsutvalget og selskapsteamet. Figuren nedenfor viser en forenklet innholdsfortegnelse for et slikt strategidokument utarbeidet av et eiermiljø vi oppfatter som blant de ledende i form av høy avkastning over tid og med god kunnskap om sine porteføljeselskaper (Figur 10).

FIGUR 10

## Eksempel på innholdsfortegnelse i internt strategidokument for hvert enkelt selskap i porteføljen



McKinsey & Company

Strategidokumentet er levende i den forstand at det oppdateres jevnlig og at man hvert andre til tredje år eller ved store strategiske skifter som påvirker selskapet gjennomfører detaljerte analyser og selskapsgjennomganger. Ved de periodiske gjennomgangene velger mange eiermiljøer å benytte ekstern ekspertise for å belyse viktige utvikningstrekk i hovedmarkeder og teknologi. Temasek har eksempelvis en egen ”portfolio review group” som foretar såkalte ”deep dives” per selskap med jevne mellomrom – prioritert ut fra strategisk viktighet og etter innspill fra egne grupper for oppfølging av sektorer og geografier. Gitt at ~30 av Temaseks ~230 selskaper utgjør ~85% av porteføljens verdi prioriteres disse selskapene. Analysegruppen støtter seg i stor grad til egne analytikere for makrotrender innen gitte sektorer, men vil alltid ha muligheten til å innhente ekstern ekspertise hvor det er nødvendig. Gitt den store bredden i Eierskapsavdelingens portefølje vil det ikke være mulig eller forsvarlig å bygge opp egen ekspertise innen samtlige industriområder. Behovet for ekstern bistand vil derfor være vesentlig, uavhengig av økningen i interne ressurser.

Konkret anbefaler vi at Eierskapsavdelingen utarbeider slike strategiske perspektiv for de viktigste og mest komplekse selskapene i porteføljen. Antallet selskaper som omfattes bør økes over tid og en fornyet gjennomgang bør skje minst hvert tredje år (Figur 11).



FIGUR 11

## Bruk av jevnlige strategiske dypdykk per selskap som verktøy for å utvikle et eierperspektiv på porteføljen over tid

Eksempel på syklus for strategiske dypdykk i porteføljen



Arbeidet kan påbegynnes umiddelbart, men utrulling og fremdriftstakt avhenger av intern og ekstern ressurstilgang. Store statlige eiere som eksempelvis Khazanah og Temasek har eksempelvis egne analytikerenheter bestående av både unge ansatte med relevant erfaring fra eksempelvis investeringsbanker samt senioransatte med tung industriekspertise eller generell erfaring fra næringslivet fra eksempelvis PE-selskaper eller konsulentvirksomhet.

## 6.2 Etablering av økonomiske målsetninger for hvert porteføljeselskap

Eierskapsavdelingen har et forståelig sterkt fokus på utbytte, mens øvrige økonomiske målsetninger og krav for selskapene oppfattes som mindre tydelige.

Det vil etter vårt syn ikke være formålstjenlig å utvikle spesifikke absolutte avkastningskrav per enkelt selskap. Til det er hvert selskaps økonomiske utvikling for avhengig av forhold utenfor dets kontroll. En oppnådd 4% avkastning på egenkapitalen i 2008 kan for mange selskaper være et bedre resultat enn 20% avkastning i 2007. I stedet foreslår vi at krav formuleres relativt til de resultater gode, sammenlignbare selskaper oppnår. For de børsnoterte selskapene kan dette for eksempel være at total avkastning for aksjonærene er på nivå med beste kvartil av sammenlignbare selskaper. For de unoterte selskapene kan man knytte

tilsvarende krav til oppnådd egenkapitalavkastning. Dette er etter det vi forstår i tråd med den praksis Eierskapsavdelingen har påbegynt, men tilbakemeldinger fra porteføljeselskapene tyder på at målene med fordel kan kommuniseres tydeligere.

Hva som er et riktig nivå på utbytte vil dels være avhengig av selskapets karakter og dels avhengig av hvor enkelt det er for selskapet å hente inn kapital fra eierne til konkrete investeringer. Generelt bør staten være tilbakeholden med å kreve høye utbytter fra selskaper hvor staten støtter store vekstambisjoner og hvor selskapet ikke har enkel tilgang til kapitalmarkedene.

I takt med utviklingen av selvstendige perspektiv på selskapenes langsiktige utvikling kan man vurdere å legge til et antall mer fremoverskuende mål som eksempelvis andel av omsetning fra tilvekstmarkeder/nye vekstområder.

For å kunne forstå selskapenes finansielle utvikling i forhold til fastsatte målsetninger blir det viktig å etablere et system for intern oppfølging. Utvikling relativt til gode konkurrenter kan være vel så interessant som den absolutte utviklingen. Flere Eiermiljøer har egne finansielle modeller og tilstrekkelig intern kompetanse til kontroll og sensitivitetsanalyser. Hvorvidt dette kan og bør etableres i Eierskapsavdelingen er avhengig av ekstern og intern ressurstilgang.

### **6.3 Styrking av regelmessig kontakt mellom eier og selskapene**

Kontakt mellom eier og styret må gjennomføres på en måte som fullt ut respekterer rolledelingen mellom eier, styre og ledelse. Hva gjelder samspillet mellom eier og styre, skal Eierskapsavdelingen ikke be om informasjon som ikke kommer samtlige aksjonærer til del, men kan akseptere å bli satt i en innsideposisjon dersom selskapet vurderer det som hensiktsmessig. En slik situasjon vil i så tilfelle forutsette en plan for utligning av informasjonen i markedet innen rimelig tid.

Gitt dagens rammebetingelser foreslår vi konkret at Eierskapsavdelingen:

- 1) Formaliserer systematisk kontakt med styreleder** gjennom å innføre to årlige møter hvor ekspedisjonssjef og teamleder møter styrelederen. Oppfølgingsteamet i Eierskapsavdelingen eier agendaen for disse møtene. Faste agendapunkter kan inkludere Eierskapsavdelingens strategiske perspektiv på selskapet, økonomisk måloppnåelse i siste periode, viktige utviklingstrekk/strategiske skift for selskapet, selskapets ønske/behov for kontakt med politisk ledelse og evaluering av styrearbeidet.
- 2) Aktivt påvirker agendaen for de kvartalsmessige investormøtene.** I forkant av hvert slikt møte bør Eierskapsavdelingen gi uttrykk for hvilke temaer den gjerne vil se belyst. Temaene velges ut fra det strategiske

perspektiv avdelingen har på selskapets verdiutvikling gitt markedskonteksten og utfordringer det står overfor. En slik påvirkning av agendaen for kvartalsmøtene gir mulighet for målrettet bruk av analyser i forkant av møtene – som grunnlag for mer aktiv involvering i møtet gjennom forberedt diskusjon. Dette vil være en videreføring og forsterking av dagens praksis.

**3) Legger større ressurser inn i forberedelse til møter med selskapene.**

Avdelingen bør definere et sett sammenlignbare selskaper for hvert av selskapene i porteføljen og sette seg inn i viktige utviklingstrekk i både selskapene og den aktuelle markedskonteksten i forkant av kvartalsmøtene. Dette krever en annen grad av forarbeid enn hva tilfellet er i dag i de kvartalsmessige investormøtene. Eierskapsavdelingen bør som i dag delta på de enkelte selskapenes kapitalmarkedsdager og analytikerpresentasjoner. Der det er aktuelt bør avdelingen også ha kontakt med de ledende analytikerne som følger selskapet. I tillegg bør avdelingen delta i relevante eksterne industri- og bransjefora. Eierskapsavdelingen kan være mindre tilbakeholden med å gi uttrykk for egne synspunkter under møtene. Synspunkter må være faktabasert. Møtene med Eierskapsavdelingen som største aksjonær bør av selskapene oppfattes som minst like givende og krevende som møtene med de øvrige store aksjonærene.

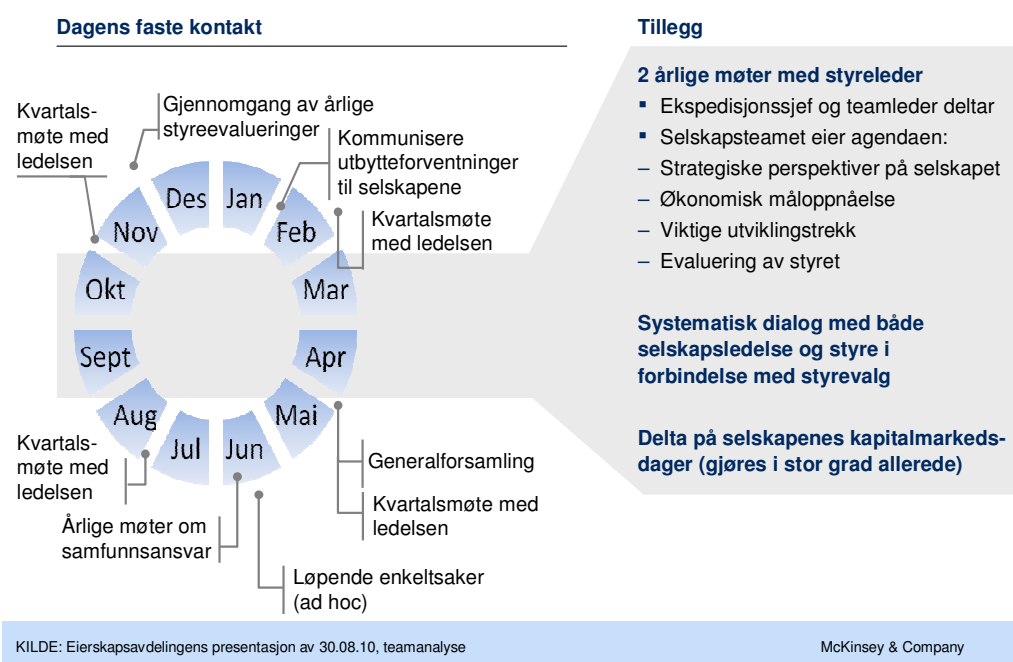
**4) Systematisk oppsummere erfaringene fra hvert kvartalsmøte** i et kort

skriftlig notat med de viktigste læringer fra møtet. Her må man vurdere eventuelle implikasjoner for avdelingens strategiske perspektiv på selskapet og oppdatere det interne strategidokumentet. Belysning av viktige strategiske tema i møtene vil videre være viktige for senere å kunne vurdere konsekvenser for den optimale styresammensetningen i selskapet.

**Figuren** på neste side illustrerer de faste kontaktpunktene vi mener Eierskapsavdelingen bør ha med et porteføljeselskap i løpet av ett kalenderår. (Figur 12)

FIGUR 12

## Dagens dialog med selskapenes styre og ledelse bør utvides – særlig hva gjelder kontakt mellom eier og styret



### 6.4 Profesjonalisering av styresammensetning gjennom valg og evaluering

Hva gjelder sammensetning av styret, tyder praktiske erfaringer på at et godt fungerende styre kjennetegnes av følgende:

- Uavhengighet til selskapets administrasjon og dominerende eiere
- Flere styremedlemmer med relevant industrierfaring
- Styremedlemmer med internasjonal erfaring i de (stadig flere) selskaper hvor dette er relevant
- Bredde og balanse i styresammensetningen. Relevante parametre er for eksempel kjønn, alder, utdanningsbakgrunn
- At alle styremedlemmer velges for ett eller maks to år av gangen
- At det er kontinuitet blant i hvert fall noen de aksjonærvalgte styremedlemmene i styret
- At styret ikke er for stort
- At styret har etablert egne revisjons- og kompensasjonskomiteer.

- At det gjennomføres regelmessige styreevalueringer både av styret som kollegium og av det enkelte styremedlems bidrag
- At styrehonorarene står i et rimelig forhold til den forventede arbeidsbelastningen i styret. Dette er særlig viktig for styreleder.

Basert på dette forslår vi fem forbedringer i Eierskapsavdelingens arbeid med styresammensetning:

1. **Utarbeid en konkret beskrivelse av hva man anser som en ideell styresammensetning** hva gjelder eksempelvis kompetanse, erfaring og industriekspertise for hvert av selskapene i porteføljen. En konkret anbefaling hva gjelder eventuelle utskiftninger må blant annet baseres på og drives av en sammenholding av dagens styresammensetning mot det behovet for kvaliteter som tegnes i det strategiske perspektivet man utvikler for hvert selskap.
2. **Kvantifiser hvilke forventninger man har til styreleders og øvrige styremedlemmers tidsbruk og arbeid for at størrelsen på styrehonorarene står i et rimelig forhold til dette.** De retningslinjer Statens Pensjonsfond Utland bruker i sin vurdering av dette spørsmålet kan være retningsgivende.
3. **Etabler en intern gruppe som bare arbeider med styresammensetning.** Denne avdelingen må ha relevant erfaring fra eksempelvis et rekrutteringsfirma og skal arbeide med både kravspesifikasjon samt identifikasjon av egnede kandidater. For å identifisere egnede kandidater bør man trekke på flere eksterne miljøer. En slik enhet kan sikre at læring og innsikt fra ett selskap utnyttes på tvers i porteføljen og skal støtte Eierskapsavdelingens medlem av valgkomiteen der dette er aktuelt.
4. **Systematiser og formaliser prosessen for styrevalg** hva gjelder intern valgprosess for de heleide selskapene. Dette inkluderer blant annet økt bruk av spesialiserte ressurser med erfaring innen industri- og styrevirksomhet. Spesialistene vil ha tilgang til et nettverk av aktuelle styremedlemmer. Konkret bør man vurdere å ta inn eksterne medlemmer i de interne valgprosessene. Videre bør det etableres en tidsfrist for eiers innstilling av nye styremedlemmer – først og fremst for at prosessen generelt skal oppleves som ryddig og transparent, men ikke minst for også å gi bedre mulighet til å behandle berørte styremedlemmer – både potensielle og sittende – på en god måte.

## 5. Utarbeid og kommuniser retningslinjer for hvordan

**Eierskapsavdelingen forventer at evaluering skal gjennomføres** – hva gjelder både styret som helhet og de enkelte styremedlemmene.

Retningslinjene bør inneholde en forventning om at styret gjennomfører en årlig egenevaluering og at valgkomiteen for eksempel hvert tredje år gjennomfører en grundigere evaluering av både styret som kollegium og det enkelte styremedlems bidrag. Til denne evalueringen benyttes ekstern bistand. For de heleide selskapene bør man kunne kreve at retningslinjene implementeres, mens man for de øvrige selskapene bør innføre en metodikk hvor selskapet må forklare og begrunne dersom man ikke følger retningslinjene. Resultatene fra styreevalueringen skal forelegges valgkomiteen og vil også være en viktig driver for prioritering av utskiftninger i styret.

## 6.5. Økning av ressurser og kompetanse i Eierskapsavdelingen

Nødvendig ressursbruk og kompetanse er nært forbundet med hvor aktiv man velger å være som eier. Dersom staten som eier ønsker å bare være en garantist for nasjonal forankring av selskapene i porteføljen, er dagens ressursbruk sannsynligvis tilstrekkelig. Dersom graden av aktivt eierskap derimot økes i tråd med uttalt ambisjon må den interne ressursbruken og budsjettet for ekstern bistand mer enn dobles.

Sammenligningen i figur 8 og 9 ovenfor viser total ressursbruk for en rekke forskjellige eiere med ulik portefølje og grad av eieroppfølging.

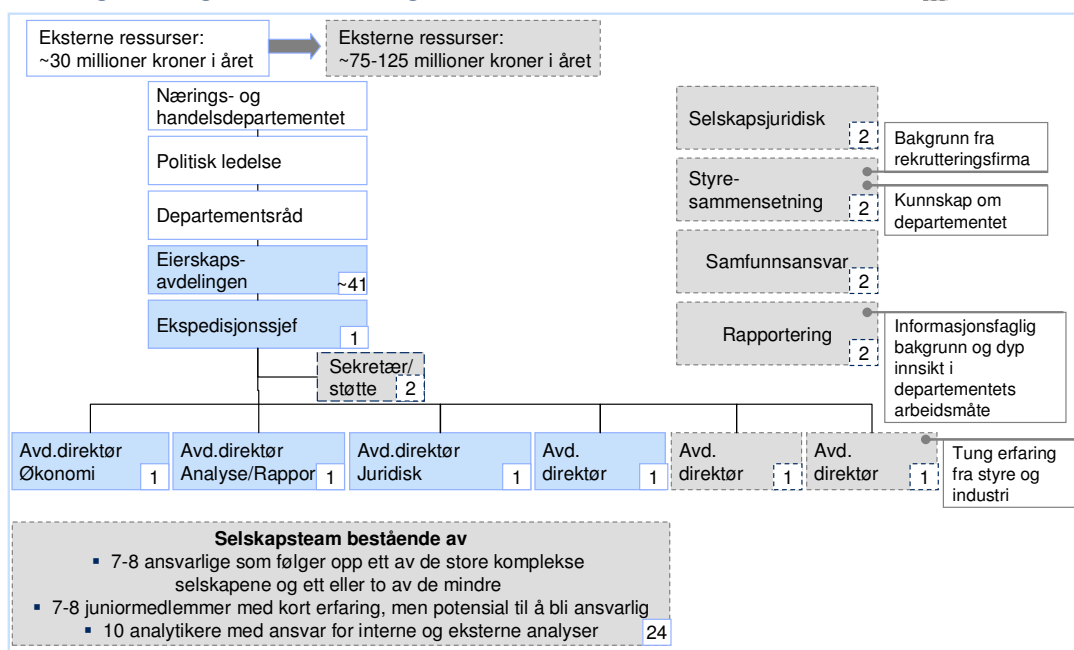
Dette prosjektet har ikke inkludert en analyse av organisering av Eierskapsavdelingen, og heller ikke en detaljert kartlegging av dagens kompetanse og arbeidsoppgaver. Sammenligningen med relevante eksterne miljøer og en grov analyse av nødvendige arbeidsoppgaver gitt ønsket om et mer aktivt eierskap, antyder likevel et ressursnivå på ca. 40-50 medarbeidere fordelt på følgende kompetanseområder. (Figur 13)

FIGUR 13

## Forsvarlig aktiv eierskapsforvaltning tilsier mer enn en dobling av dagens interne og eksterne ressursforbruk

ESTIMAT

Ekstra ressurser



KILDE: McKinsey-analyse

McKinsey & Company

- 5-6 i avdelingsledelsen. Ekspedisjonssjef og avdelingsdirektører som i dag. Utvidet med en eller to personer med tung industri- og styreerfaring
- 7-8 selskapsansvarlige med relevant industri- og finansbakgrunn. De selskapsansvarlige skal være naturlige sparringspartnere for selskapenes ledelse og styre. Hver av de selskapsansvarlige følger opp ett av de store komplekse selskapene og ett eller to av de mindre
- 10 analytikere med finans- eller industrierfaring. Analytikerne inngår i selskapsteamene med et særlig ansvar for egne analyser av selskapets utvikling og kontakt med eksterne analytikermiljøer der det er relevant. Som en hovedregel følger hver analytiker to selskap.
- 7-8 junior-medlemmer i selskapsteamene. Dette vil være medarbeidere med kortere erfaring men med potensial til å vokse inn i en selskapsansvarlig rolle. Et flertall av junior-medlemmene bør ha erfaring fra offentlig sektor og departementet.
- 2 personer med ansvar for styresammensetningsarbeidet. En av de to må ha bakgrunn fra et rekrutteringsfirma. En bør kjenne til departementets arbeidsform og det politiske miljøet.

- 2-3 personer med et særlig ansvar for videreutvikling av arbeidet med samfunnsansvar
- 2-3 personer med selskapsjuridisk kompetanse
- 6-7 personer i en rapporteringsgruppe. Medarbeiderne her bør ha god informasjonsfaglig bakgrunn og meget god innsikt i departementets arbeidsmåte inkludert grenseflatene mot politisk ledelse. Gruppen skal avlaste selskapsteamene mest mulig for å gjøre det mulige for teamene og bruke en størst mulig andel av sin tid på selve eierskapsoppfølgingen. Hensikten er imidlertid ikke å frigjøre teamene helt fra rapporteringsoppgaver. Noe rapportering er en naturlig og integrert del av selskapsoppfølgingen. Det er heller ikke realistisk at teamene kan skjermes helt for mer ad hoc-pregede oppgaver, som naturlig håndteres av de som kjenner selskapet best. Rapporteringsgruppen skal være førstelinje for håndtering av enkeltspørsmål fra politikere og media.
- 2-3 sekretær og støtteressurser

Sammenlignet med andre statlige og private eiermiljøer med en tilsvarende ambisjon rundt aktivt eierskap vil man ligge relativt lavt selv med denne bemanningen.

I tillegg til en intern ressursøkning som skissert over, vil en realisering av ambisjonen om å utøve et aktivt eierskap forutsette økte ressurser til innhenting av ekstern bistand. Flere ansatte med relevant industri- og næringslivserfaring vil ikke være tilstrekkelig til at avdelingen selv utvikler nødvendig dybde på ekspertkompetansen innen alle relevante industrisektorer og geografiske områder. Eksterne bidrag vil for eksempel være knyttet til de anbefalte periodiske strategiske gjennomganger av selskapene i porteføljen, i samband med det strategiske perspektivet avdelingen utvikler på hvert selskap. Konkrete eierspørsmål som reises av selskapene hva gjelder eksempelvis emisjoner og oppkjøp vil også utløse et behov for ekstern bistand fra for eksempel jurister og investeringsbanker. En kompetanseheving i avdelingen vil imidlertid gjøre avdelingen til en bedre innkjøper av eksterne tjenester og sette avdelingen bedre i stand til å vurdere de eksterne råd den mottar. Vi anslår at kostnadene til ekstern bistand bør økes omtrent i samme omfang som den øvrige ressurstilgangen. Sammenlignet med andre aktive eierskapsmiljøer, og tatt i betraktning verdiene i Eierskapsavdelingens portefølje (>300 milliarder NOK), vil en slik ressursbruk fremdeles ligge i det lavere sjiktet.

Det kan vise seg å bli krevende å tiltrekke seg personer med relevant kompetanse innen de gjeldende lønnsrammer. Avdelingen forvalter imidlertid svært betydelige



verdier i viktige bedrifter og kan tilby meget interessante arbeidsoppgaver, ikke minst hvis fremtidig organisering tillater et fokus på eieroppfølging.

## 7 FORSLAG TIL FORBEDRINGSOMRÅDER UTENFOR DAGENS RAMMEVERK

At embetsmenn ikke deltar direkte i styrer eller bedriftsforsamlinger, at Eierskapsavdelingen forvalter de eierandeler Stortinget til enhver tid har besluttet at staten skal eie og hvor ansvaret for eierskapet for de kommersielle selskapene i hovedsak er lagt til NHD, samt at eierskapet forvaltes av en avdeling i NHD er sentrale rammebetingelser for det statlige eierskapet i Norge.

Forbedringsforslagene i foregående kapittel kan gjennomføres uten at disse rammene utfordres.

Det finnes imidlertid viktige argumenter for å utfordre disse rammene gjennom å:

- Samle ansvaret for det totale statlige eierskapet i en enhet og ikke la det være spredd på flere departement som i dag
- Organisere eierskapet gjennom et eget holdingselskap utenfor NHD
- Åpne for dynamisk porteføljetilpasning, det vil si at Eierskapsavdelingen får mandat til å gjennomføre kjøp og salg av aksjer/eierandeler innen gitte rammer
- Delta direkte eller oppnevne egne representanter i styre og bedriftsforsamlinger, i hvert fall i de heleide selskapene

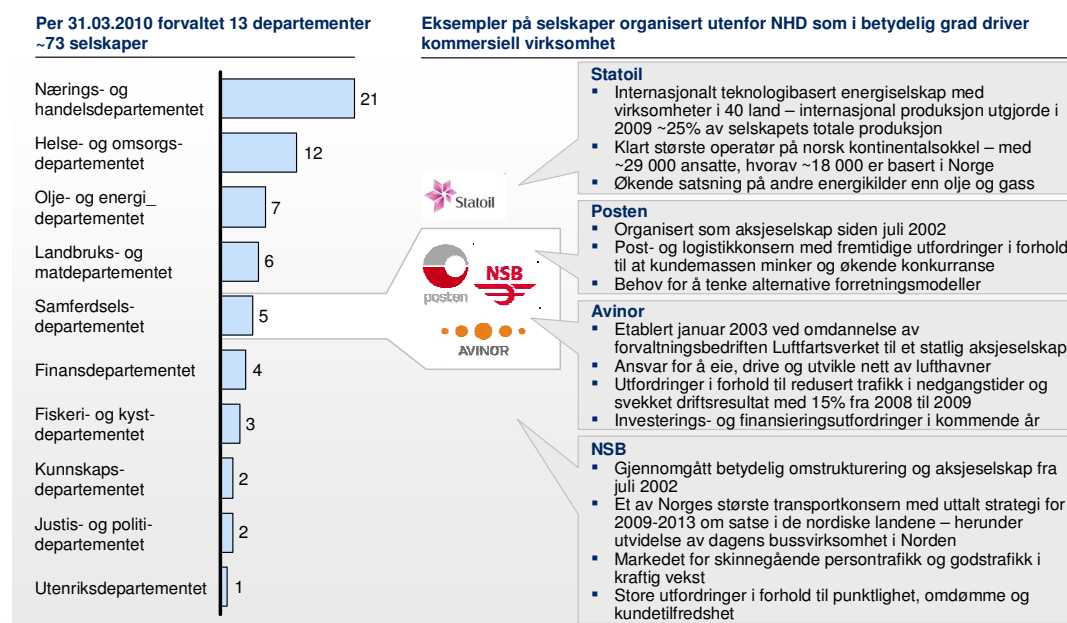
Disse endringene er ikke ukompliserte og det finnes også argumenter for hvorfor de ikke bør gjennomføres. Avveiningene man må foreta for å komme til en beslutning er også for en stor del politiske i sin natur. Samling av eierskapet i en enhet og organisering av eierskapet i et eget holdingselskap utenfor NHD er dessuten behandlet inngående av Statseierskapsutvalget i 2004 (NOU 2004:7 Statens forretningsmessige eierskap). Utvalgets vurderinger og anbefalinger, samt innspill fra høringsinstansene, er dessuten inntatt i Eierskapsmeldingen kapittel 5. Vi har derfor valgt å ikke rådgi på disse punktene, men drøfter kort fordeler og ulemper i de følgende avsnittene.

### 7.1 Samle det totale statlige eierskapet

Eierskapsavdelingen forvalter som kjent statens eierinteresser i 21 selskaper. Staten har imidlertid eierinteresser også i en rekke andre selskaper hvor eierskapet er spredd på flere statlige enheter. Statoil, som forvaltes av Olje- og energidepartementet, og Posten, som forvaltes av Samferdselsdepartementet, er to kjente eksempler. Det finnes imidlertid en rekke andre statseide virksomheter som for eksempel NSB, Avinor og Norsk Tipping, som ved siden av sine samfunnsoppgaver driver en betydelig kommersiell virksomhet. (Figur 14)

FIGUR 14

## Selskaper organisert utenfor Nærings- og handelsdepartementet er under utvikling i retning av økt kommersialisering



McKinsey & Company

Statseierskapsutvalget påpeker i NOU 2004:7 at valget mellom en sektorløsning (dvs. organisering i flere departementer som i dag) eller en samling av eierskapet i ett departement er en sammensatt vurdering, der det bør tas hensyn til ”velfungerende markeder, statlig risikohåndtering, forsvarlig rollehåndtering, behovet for bransjekompetanse og generell eierkompetanse”. Utvalget ga ikke konkrete anbefalinger om ytterligere samling av eierskapet, men påpekte likevel at ”den sentralisering av eierskapsforvaltningen som har funnet sted i hovedtrekk har vært riktig”, basert på at samlingen av eierskapet hadde ”styrket den generelle forretningsmessige kompetanse som ligger til grunn for eierskapsutøvelsen og bedret statens rollehåndtering”.<sup>8</sup>

Det er krevende å bygge opp gode eiermiljøer og ekstra utfordrende om slike miljøer skal etableres på flere ulike steder i statsadministrasjonen. Et samlet miljø når lettere kritisk masse og kan derfor lettere tiltrekke seg kvalifisert spesialistkompetanse. Større, mer spesialiserte eiermiljøer har bedre forutsetninger for å bidra til selskapenes verdiskaping. Vi ser da også en klar internasjonal trend mot at det totale statlige eierskapet samles i en enhet.

<sup>8</sup> St.meld.nr.13 (Eierskapsmeldingen) kap. 5.2.2.

Samling av eierskapet i en enhet er allikevel ikke ukomplisert. Enkelte av selskapene har betydelige samfunnsoppgaver i tillegg til deres kommersielle målsetninger. Slike oppgaver kan være et argument for at eierskapet ligger i det departement som har pålagt selskapet samfunnsoppgaver. Et eksempel kan være NSB og Samferdselsdepartementet. Det kan også finnes særlige forhold som trekker i retning av en bestemt organisering. For eksempel hevdes det at EUs aksept for gass-salgsordningen hvor Statoil selger Petoros gass avhenger av hvor eierskapet til Statoil forvaltes. På den annen side kan nærheten til departementet som har pålagt slike oppgaver bli en ulempe om disse oppgavene utgjør en liten del av selskapets samlede virksomhet. Man risikerer da at fokuset på samfunnsoppgavene blir uforholdsmessig sterkt på bekostning av de kommersielle oppgavene. For slike selskap kan nærheten til regulerende myndighet oppfattes som uryddig og problematisk av selskapets konkurrenter. Posten kan være et eksempel på et slikt selskap. For mange selskap går utviklingen i retning av at samfunnsoppgavene får redusert relativ betydning over tid samt at det er gjørbart å skille ut de sektorpolitiske målsetninger fra selskapene slik at disse selskaper kan fokusere på kommersiell drift underlagt særskilte reguleringer og departement/tilsynsmyndigheter. Omdannelsen av Televerket til Telenor illustrerer et slikt eksempel.

Selv om beslutningen i forhold til hvert enkelt selskap ikke alltid er opplagt, mener vi at fordelene ved et samlet eierskap er så vidt sterke at bevisbyrden bør ligge på de som argumenterer mot å samle eierskapet for bedrifter med betydelig konkurranseutsatt virksomhet og egenkapitalverdier.

## **7.2 Organisere eierskapet i et eget selskap utenfor departementet**

Statseierskapsutvalget behandlet i NOU 2004:7 Statens forretningsmessige eierskap en alternativ organisering av statens eierskap i en holdingselskapsmodell utenfor departementene. En annen alternativ organiseringsform, i form av en fondsmodell etter mønster av Folketrygdfondet, ble vurdert som lite aktuell grunnet behovet for politisk behandling av enkelte saker vedrørende de større selskapene der staten har betydelige eierandeler, herunder at ordningen ikke ville harmonere med Stortingets og regjeringens reelle behov for styring og kontroll samt Grunnlovens §19. Andre alternative organiseringsformer, for eksempel som annen statlig myndighet (direktorat eller lignende) er ikke vurdert i det følgende, men det utelukkes ikke at en slik organisering kan være hensiktsmessig eventuelt som en overgangsordning på vei mot en holdingselskapsmodell.

En organisering av eierskapet i et eget holdingselskap utenfor departementet kan gjøre det enklere å tiltrekke seg og beholde medarbeidere med relevant

næringslivs- og finansbakgrunn. Dette er særlig viktig med en aktiv eierambisjon. At et holdingselskap kunne være mer attraktivt i et rekrutteringsøyemed ble også påpekt av Statseierskapsutvalget, som likevel ”ikke [så] at endrede kompetansekrav til eierskapet i seg selv utgjør noe viktig argument for endring av dagens organisering”<sup>9</sup> Gitt trendene mot stadig mer profesjonaliserte eiere som beskrevet i kapittel 3-4, og de kompetansebehovene dette innebærer, kan det hevdes at rekrutterings- og kompetanseutviklingsaspektet i dag bør vektlegges tyngre ved en eventuell vurdering av alternative organiseringsformer.

Man kan også argumentere for at en organisering med økt avstand til politiske ledelse vil forenkle utøvelsen av aktivt eierskap. Dette fordi aktivt eierskap organisert i et departement lett kan oppfattes som politisk og ikke kommersielt motivert. Økt avstand kan også bidra til at politisk ledelse i mindre grad holdes ansvarlig for selskapets disposisjoner.

På den annen side vil etablering av en egen enhet utenfor departementet som skal forvalte eierskapet kreve at det etableres en ny styringsstruktur. Selskapet må for eksempel ha et styre og et tydelig avgrenset mandat. Samling av så store eierinteresser utenfor departementet og utenfor direkte parlamentarisk kontroll kan oppfattes som en betenkelig maktkonsentrasjon. Dette spørsmålet vil aktualiseres i takt med at eierskapet blir mer aktivt. I tillegg kommer et antall politiske vurderinger vi ikke har forutsetninger for å gå inn på, og som ligger utenfor rapportens mandat. Spørsmålet ble også grundig behandlet av Statseierskapsutvalget.

Slik vi ser det avhenger konklusjonen på dette spørsmålet primært av en vurdering av hvor aktivt eierskap og hvor dynamisk porteføljeutvikling man ønsker, og av realismen i å gjennomføre et slikt eierskap innen rammen av et departement. Vi vil hevde at det er mindre realistisk at en avdeling i et departement kan være en meget aktiv eier som for eksempel er drivende i selskapenes strategiske utvikling. Dette fordi et departement ikke naturlig tar denne typen beslutninger - for eksempel om nyinvesteringer - da slike beslutninger lett vil kunne vurderes som politisk motiverte, og fordi det kan være vanskelig å tiltrekke seg den nødvendige kompetansen. Av de samme grunner ser vi det som mindre realistisk at en avdeling i et departement kan være særskilt drivende i en dynamisk porteføljeovervåking/ utvikling av statens eierskapsportefølje, for eksempel i form av nedsalg eller oppkjøp sett ut fra avkastnings-/risikomessige hensyn. Et vesentlig mer aktivt eierskap enn det man har i dag trekker derfor, slik vi ser det, i retning av en organisering utenfor departementet.

<sup>9</sup> St.meld.nr. 13 (Eierskapsmeldingen) kap. 5.2.3

### 7.3 Åpne for dynamisk porteføljetilpasning

Hovedargumentene for å tillate en dynamisk porteføljetilpasning i betydningen kjøp og salg av aksjer i porteføljeselskapene er at både selskapenes behov og statens formål med eierskapet vil variere over tid. Det kan være både riktig og nødvendig at staten eier 100% av en fristilt statlig virksomhet i en tidlig fase. I en slik tidlig fase klargjøres virksomheten for å operere i et konkurranseutsatt marked. Det vil for eksempel være viktig å avgrense og så vidt mulig kvantifisere de økonomiske effektene av pålagte samfunnsoppgaver. Videre må styrings- og rapporteringsmekanismer utvikles. Staten som eier er ”fødselshjelper”.

Etter hvert som selskapet modnes og betydningen av den konkurranseutsatte delen av virksomheten øker, stilles det andre krav til eier. Staten vil ikke på noen måte kunne forfordle ”sin” bedrift i konkurranse med andre. Kompetansekravene knyttet for eksempel til å støtte internasjonalisering og konsolidering kan være krevende for en statlig eier. Det kan derfor være sterke argumenter for å slippe andre inn på eiersiden. Både Statoil og Telenor er eksempler på selskaper hvor staten har endret sin eierposisjon til beste for selskapene. Statkraft kan være et eksempel på et selskap hvor det på grunn av internasjonale konkurranseflater og en svært rask og dynamisk markeds- og teknologiutvikling ikke lenger er gitt at staten skal eie 100%.

Et annet argument for å tillate dynamisk porteføljetilpasning er de hyppige verdi- og risikiskiftene i volatile markeder. Kjøp og salg er et naturlig virkemiddel for en aktiv eier.

Dersom Eierskapsavdelingen ble gitt et mandat til å gjennomføre nedsalg innen gitte rammer, kunne man også anvende en fondstankegang og tillate at frigjorte midler ble anvendt for å sikre økt statlig eierskap i selskaper hvor dette anses som særlig verdifullt

Det er imidlertid ikke tvil om at dynamisk porteføljetilpasning stiller store krav til kompetanse i Eierskapsavdelingen. Kompetansen som ville vært nødvendig er ikke dekket gjennom de forslag til økt bemanning som er skissert i kapittel 6. Beslutninger om kjøp og salg vil imidlertid også lett bli omstridt. Kritikken unngår man bare om man treffer ”all time low” ved kjøp og ”all time high” ved salg. Det er ikke realistisk. Også her reises politiske spørsmål som ikke ligger i vårt mandat.

### 7.4 Akseptere styreverv og/eller oppnevne egne styrerepresentanter

Utgangspunktet for statens eierskapsutøvelse er i dag at staten ikke har egne styrerepresentanter i de hel- eller deleide statseide selskapene, men forutsetter at

alle styrets medlemmer skal søke å ivareta selskapets og aksjonærenes felles interesser<sup>10</sup>. Det følger videre begrensninger på stortingsrepresentanters adgang til å delta i styrer og råd som er underlagt Stortingets kontrollmyndighet, samt tjeneste- og embetsmenns adgang til å sitte i styrer der de innenfor sitt saksområde har regulerende eller kontrollerende myndighet overfor selskapet, eller har til behandling saker av vesentlig betydning for selskapet<sup>11</sup>

Dagens norske praksis avviker fra praksis i en del andre land, herunder Sverige, der hovedregelen er at departementstjenestemenn sitter i styrene for selskaper som ikke er børsnoterte.

Spørsmålet om dagens praksis skulle endres ble diskutert av Statseierskapsutvalget i NOU 2004:7 kap. 9.6.2. Utvalget påpekte at direkte representasjon i styrene kunne ha positive effekter ved at staten får ”forbedret informasjon om selskapet som kan gjøre det lettere for staten å sikre et verdimaksimerende mål”, og at styredeltagelse ville kunne gi økt innflytelse over forvaltningen av selskapet.

Innvendinger som ble trukket frem var at det ville kreve ”betydelig kompetanse fra eierens side, en type strategisk kompetanse som staten tradisjonelt sett ikke har lagt vekt på å ha”. Det ble videre påpekt at når staten som dominerende eier tar styreverv ”kan resten av styret oppfatte dette dit hen at statens representant i kraft av eierposisjonen får en større tyngde innad i styret enn kompetanse skulle tilsi. Styret som kollegium kan således bli svekket av en slik eierrepresentasjon. På den annen side kan den statlige representanten i for stor grad identifisere seg med selskapets interesse slik at evnen til å utføre kontrollerende eieroppgaver svekkes. Utad vil styrets, og dermed også selskapets, forretningsmessige troverdighet kunne svekkes, med rette eller ikke, dersom departementstjenestemenn tar plass i styrene.”

Statseierskapsutvalget la avslutningsvis, før konklusjonen om at dagens praksis burde videreføres, ”avgjørende vekt på at en statlig styrerepresentasjon vil gi statsråden økt ansvar for selskapets forretningsmessige disposisjoner”. Det ble herunder pekt på at ”risikoen i forretningsmessig virksomhet og et mer direkte ansvar for statsråden vil måtte forventes å føre til en sterkere statlig kontroll med selskapene som neppe vil være hensiktsmessig ut fra en verdimaksimerende målsetning. Ved å organisere virksomhet i selskapsform har en vektlagt hensynet til økt forretningsmessig frihet i forhold til om virksomhetene skulle vært en del av sentralforvaltningen. Det har (...)vært en gjennomgående oppfatning i

<sup>10</sup> St.meld.nr.13 (Eierskapsmeldingen) kap. 3.4.2.

<sup>11</sup> Jfr. Innst. S. nr. 277 (1976-77) og retningslinjer innta.tt i Statens personalhåndbok, 2006 utgaven pkt. 10.14.1.

utredningene og stortingsdebattene at det ikke vil være mulig - eller i alle fall ikke hensiktsmessig - å knytte politisk ansvar for regjeringen til forretningsmessige eller tekniske vedtak i statsselskapene som etter selskapslovgivningen hører under selskapets styre og daglige leder. Denne balansen ville forrykkes dersom staten tar verv i styret. Medansvaret staten får vil også eksponere staten i større grad i forhold til reglene for gjennomskjæring i aksjelovgivningen. Utskiftninger i styret som følge av misnøye vil også begrenses dersom statens representant selv sitter i styret.”

Statseierskapsutvalget fremhever i de refererte avsnittene ovenfor en rekke relevante argumenter mot statlig styrerepresentasjon innenfor dagens modell. Gitt de potensielt betydelige fordelene direkte styrerepresentasjon vil kunne innebære i form av økt innsikt i selskapets situasjon og strategi, foruten den kompetanseoppbygging som over tid vil kunne skje på statlig side som en følge av dette, kan det likevel hevdes at spørsmålet bør gjøres til gjenstand for en ny utredning, der det særlig fokuseres på løsninger som kan minimere eventuelle negative konsekvenser av statlig styrerepresentasjon.

For eksempel vil en alternativ organisering i form av et holdingselskap, slik diskutert i pkt. 7.2. ovenfor, kunne minske problematikken rundt statsrådets mulige ansvar for forretningsmessige disposisjoner dersom staten har egne styremedlemmer. Det kan også stilles spørsmålsteget ved om de samme hensyn gjør seg gjeldende for både hel- og deleide selskap.

Videre vil motargumenter knyttet til at staten ikke besitter tilstrekkelig strategisk kompetanse til å kunne være representert i styrene, ikke være like aktuelle dersom Eierskapsavdelingen får betydelig økte ressurser. Det samme vil gjelde dersom eierskapet organiseres som et holdingselskap utenfor departementet, med de positive konsekvenser dette vil kunne få for rekruttering av erfarne selskapsforvaltere med betydelig industri- eller finansbakgrunn.

Samlet sett mener vi derfor at problematikken rundt statlig styrerepresentasjon fortjener en ny vurdering, især dersom det på sikt gjøres endringer knyttet til Eierskapsavdelingens ressursoppsett eller organiseringsform.