

Norge som verdens største investor



Vinterbrev 2014

Det er delikate oppgaver Norges Bank har i forvaltningen av Oljefondet. Man skal arbeide for høyest mulig avkastning, for gitt risiko. Og samtidig være etisk bevisst og ansvarlig uten å opptre uhøflig og upassende overfor foretak og myndigheter i andre land.

Arne Jon Isachsen

**Centre for Monetary
Economics (CME)**

Oljefondet – eller Statens pensjonsfond utland (SPU) – har femdoblet seg under Stoltenbergs åtte år som statsminister. Den norske stat sitter nå på verdens største Sovereign Wealth Fund (SWF). Ikke bare det – i flere rangeringer av slike troner SPU på toppen av listen. Det skyldes gjennomtenkte politiske retningslinjer, profesjonell og kostnads-effektiv styring, full åpenhet og god avkastning.¹

En beskjeden start

Staten ved Finansdepartementet eier fondet. Norges Bank forvalter midlene. I starten nøyde man seg med å plassere pengene på samme måte som valutareservene Norges Bank likevel styrte med. I hovedsak i andre lands likvide statsobligasjoner. Men etter hvert som fondet vokste, ble dette for enkelt. Egenkapital, som aksjer representerer, har over tid høyere forventet avkastning enn fremmedkapital, dvs. obligasjoner. I første runde sa man at 40 prosent skulle plasseres i aksjer og resten i obligasjoner. Så ble rollene byttet, 60 prosent i aksjer og resten i obligasjoner. Noe senere tok man opp fast eiendom som en egen investeringsklasse. Målet er at inntil fem prosent av fondet skal investeres i denne klassen, på bekostning av obligasjoner, som således vil komme ned mot 35 prosent.

Med Handlingsregelen som vi fikk i mars 2001, er fondet ment å være evigvarende i det regjeringen hvert år bare skal bruke forventet realavkastning av midlene, som er anslått til fire prosent av fondets størrelse ved inngangen til året. Dog således at om den økonomiske situasjonen tilsier det, kan man bruke noe mer eller noe mindre det enkelte år.

¹ Takk til Thomas Ekeli, Arne Fredrik Lyshol og Haakon Solheim for nyttige innspill til en tidligere versjon. Jeg alene er ansvarlig for gjenværende feil og mangler.

Det trengs folk til å stille med disse tingene. Norges Bank Investment Management (NBIM, som uttales n-bim) står for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Med sine om lag 350 ansatte er NBIM blant de fond i verden med mest kapital per ansatt.²

Penger er makt

Et statlig fond på over 800 milliarder dollar fullt investert i andre land, er en base for makt, enten vi liker det eller ikke. Med makt følger ansvar. Hvordan skal vi te oss i årene fremover med dette fondet? Som trolig vil vokse til over det dobbelte innen oljen tar slutt. Og hvordan har vi håndtert de ulike utfordringene så langt?

Etter noen tid med også aksjer i porteføljen kom spørsmålet om etiske retningslinjer opp. Norge kan vel ikke eie aksjer i foretak som produserer klasevåpen samtidig som vi er sterkt engasjert internasjonalt med å forby slike våpen? I utgangspunktet var verken NBIM eller Finansdepartementet (eller FIN blant innsidere) særlig begeistret over muligheten av at det skulle legges politiske føringer på hva slags investeringer man kunne gjøre.

² Hvor stor er egentlig SPU? Verdens største SWF er ett mål. Et annet er dette: Av 225 billioner dollar i finansaktiva verden rundt, eier Statens pensjonsfond utland verdipapirer for vel 0,8 billioner dollar, eller i underkant av fire promille av hele potten. Det er mye for et land der bare 0,7 promille av verdens mennesker bor. Et tredje mål: BlackRock som er verdens største investor, har 4,1 billioner dollar under forvaltning. Det er fem ganger så mye som Oljefondet. *Verdien* av BlackRock er imidlertid beskjedne 51 milliarder dollar; pengene under forvaltning tilhører i all hovedsak andre. For SPU er verdien av fondet og midler under forvaltning det samme; Statens pensjonsfond utland forvalter kun egne penger. Verdien av SPU er således 15 ganger større enn verdien av BlackRock. Se *The Economist*, 7 December 2013.

Med sine om lag 350 ansatte er NBIM blant de fond i verden med mest kapital per ansatt.

Etikkrådet etableres

Politisk var det imidlertid ikke lenger mulig bare å betrakte risiko og forventet avkastning ved plassering av midlene i Oljefondet. Når Statens pensjonsfond utland skulle inn på eiersiden i utenlandske foretak, måtte også etiske vurderinger eksplisitt inn i bildet. "Gå utenom", sa Peer Gynt da han møtte Bøygen. Nå innså embetsverket i FIN så vel som ledelsen i Norges Bank at man ikke lenger kunne gjøre det. Etiske vurderinger kom man ikke utenom. Bedre da å ta teten selv.

Som sagt så gjort. Miljøene i FIN og i Norges Bank stod sentralt da et eget etikkråd for oljefondets investeringer ble etablert i november 2004. Som bakgrunn for dette rådets sammensetning og arbeid lå en solid utredning under ledelse av jus-professor Hans Petter Graver. Etikkrådet skulle gi råd til Finansdepartementet om hvilke selskaper en ikke lenger skulle investere i. I tillegg fikk Norges Bank oppgaven med å bruke fondets eierrettigheter til å påvirke selskapenes atferd.

Det er delikate oppgaver rådet og banken har. Man skal være etisk bevisst og ansvarlig uten å opptre uhøflig og upassende overfor foretak og myndigheter i andre land. Samtidig som de som driver fondet skal sikre en så god avkastning som mulig, gitt reglene for risiko.

Sentralbanksjefen prøver seg

I sentralbanksjefens årstale i februar 2008 sa Svein Gjedrem at når vi plasserer midlene til pensjonsfondet i utlandet "... er vi gjester i

våre naboers hus". Det betyr at vi ikke bare kan legge "norske verdier og holdninger" til grunn, sa han videre. For så å heve en advarende pekefinger til overivrige og reguleringsglade politikere:

"Når vi hever pekefingeren mot et selskap, hever vi den også mot lover, reguleringer og praksis i landene der selskapene hører til og driver sin virksomhet – og vi gjør det som representanter for den norske stat."

Representanter for den norske stat, in casu finansminister Kristin Halvorsen, likte dårlig det hun hørte. "Det er vi som eier Statens pensjonsfond, og det er Norges Bank som forvalter pensjonsfondet på våre vegne", sa hun senere i februar måned. Og gjorde det klinkende klart at hun ikke akter å la noen andre legge premissene for mye etikk det skal være i forvaltningen av Oljefondet (*Dagens Næringsliv*, 29. februar 2008).

Exit versus Voice

Albert Hirschman het en mann. Han burde ha fått Nobelprisen i økonomi. Kreativ og oppfinnsom. Analytisk klar og ryddig. I 1970 gav han ut boken *Exit, Voice and Loyalty*, om hvordan man kan møte bedrifter, organisasjoner eller land i nedoverbakke.

Økonomene har klippet på *Exit*, dvs. at man slutter å kjøpe varen eller tjenesten man ikke er fornøyd med. Om mange nok gjør det, vil angjeldende produsent gå konkurs. Dermed frigis ressurser til produktivt virke på annet hold. Den upersonlige markedsmodellen løser problemet.

Men tingene er ikke så enkle. En statlig jernbane går ikke konkurs selv om en del reisende finner andre løsninger enn toget, sier Hirschman. Muligheten for *Exit* ved å ta bussen i stedet for toget, gjør at opsjonen *Voice* ikke brukes så kraftfullt. Om jernbanen hadde

hatt monopol på å flytte varer og mennesker fra A til B, og ingen konkurranse fra busser og lastebiler, ville folk ikke funnet seg i den dårlige servicen. Voice, dvs. publikums iver og engasjement for å endre tingenes bedrøvelig tilstand, ville blitt langt sterkere. Og sjansene for et godt jernbanevesen ville økt.

I lokalpolitikken ser vi ofte Exit og Voice spille seg ut. En offentlig skole preget av mye bråk og lite undervisning gjør det fristende å ta barna ut. Exit. La dem i stedet gå på privatskoler. Om det er de ressurssterke som går foran her og tar barna ut av skolen, hvilket vel ofte er tilfellet, svekkes presset for at noe skjer med den offentlige skolen. Voice. Noe tilsvarende gjelder for helsevesenet.

Statsvitere er opplært til å tro på Voice, dvs. at folk sier fra om ting de ikke liker, og gjør noe med dem i håp om at forholdene dermed skal bedre seg. Demokrati kaller vi det på det nasjonale planet. En udugelig regjering stemmes ned av taburettene (ikke skremmes).

Exit for Oljefondet

Mens Hirschman tok for seg *kunder og borgere* – hvordan Exit og Voice kan tas i bruk for å få ting til å fungere bedre, er det Statens pensjonsfond utland, i egenskap av *eier*, vi er opptatt av her. Om et selskap som SPU eier aksjer i, produserer noe SPU ikke liker; eller produserer ting på måter som SPU ikke liker, hvilke virkemidler står da til SPUs rådighet for å bidra til at uønsket atferd endres? Exit og Voice.

Exit i denne sammenhengen innebærer at Oljefondet selger seg ut av det aktuelle selskapet. Vi vil ikke eie aksjer i et selskap som ter seg slik. Det er økonomens tilnærming. Men egentlig er dette et tiltak fylt med politisk krutt. På sin *uttrekksliste* har SPU velrenommerte foretak som dagligvarekjeden

Men hva skjer med selskap hvor SPU selger seg ut? Svært lite. Noen andre må kjøpe aksjene som SPU nå selger.

Walmart og flyprodusenten Boeing. Begrunnelsen for å gå ut av disse selskapene må være vanntett, dvs. retningslinjene som SPU har satt opp, må helt uomtvistelig ramme dem, og helst midt i planeten. Ikke rart det tar tid før nye selskap kommer på listen.

Men hva skjer med selskap hvor SPU selger seg ut? Svært lite. Noen andre må kjøpe aksjene som SPU nå selger. For å få solgt dem, må prisen trolig noe ned. Men selskapet mister ingen penger – det får bare nye eiere.

Om ledelsen i det aktuelle selskapet er veldig fokusert på aksjekursen – kanskje fordi bonus og andre fordeler henger på utviklingen av denne – kan man velge å ta større risiko i sine disposisjoner i håp om økt lønnsomhet og høyere kurs nå som SPUs atferd kanskje marginalt har brakt kursen ned. Eller ledelsen kan fristes til låneopptak på selskapets hånd for å kjøpe tilbake utestående aksjer og dermed få kursen opp igjen.

Voice for Oljefondet

For selskap som trekkes ut av investeringsuniverset til SPU, er nok eventuelle kostnader heller forbundet med den negativ omtalen man da lett kan utsettes for. Når en så seriøs og aktverdigg investor som den norske stats oljefond ikke lenger vil være med på leken, da må det vel være noe alvorlig galt fatt med angjeldende selskap? Kan andre eiere tenkes å gjøre likedan? Og vil kundene som selskapet betjener, se seg om etter andre leverandører? I så fall, bør ledelsen av selskapet ta affære – se

til at de kritikkverdige forholdene som SPU har påpekt, blir tatt fatt i?

Den enkelte porteføljeforvalter i NBIM har direkte kontakt med folk i ulike selskaper. Ved denne kontakten følges også etiske anliggende opp. Ideelt sett burde toppledelsen i SPU hatt seriøse samtaler med toppledelsen i selskap man vurderer å trekke seg ut fra, og diskutert mulige løsninger. Det er først når denne tilnærmingen – nemlig Voice – ikke fungerer, og forholdene ansees som graverende, at SPU vil velge å selge seg ut.

Rent praktisk skjer uttrekk ved at Etikkrådet gir sin anbefaling om selskaper man bør gå ut av, mens FIN treffer den endelige beslutningen.

For å kunne løse sin oppgave på en god måte, har Etikkrådet fått seg forelagt seks områder man særlig skal ha fokus på, blant annet grove former for barnearbeid, omfattende korrupsjon og grove miljøskader. Når Etikkrådet anbefaler å utelukke selskaper, skjer det i lys av kriteriene slik de er nedfelt i de områdene man skal fokusere på. Det innebærer politiske valg. Kriteriene er derfor diskutert i Stortinget.

Generalforsamlingen er det høyeste organ i aksjeselskap. Her kan eierne la sin røst høre. Statens pensjonsfond utland er blitt en aktiv deltaker i generalforsamlingene til mange av de mer enn 7.000 aksjeselskap fondet har eierandeler i verden rundt. Voice. Det finnes internasjonale byråer som er hjelpelige og kan se til at SPU stemmer for sine "hjertesaker". Som administrerende direktør (CEO) og styreformann ikke skal være samme person, slik bildet ofte er i store, multi-nasjonale foretak.

Exit og Voice kombineres

I mange relasjoner er Exit en lite aktuell opsjon. I et skrantende ekteskap vil man gjerne streve hardt for å se om tingene kan gå seg til før skilsmisse velges. Voice får en fremtredende rolle. Ja, faktisk er det slik at samfunnet kan forlange Voice før Exit iverksettes. Pålagt rådgivning der det er fare for samlivsbrudd er et eksempel på det.

I en ettpartistat som Kina er ikke Exit noen opsjon rent politisk. Vel, du kan melde deg ut av Det kinesiske kommunistpartiet, men ikke inn i et annet og konkurrerende parti.³ Om man ad politisk vei vil endre på ting i Midtens Rike, er Voice (innen Partiet) den eneste opsjonen. Imidlertid fører fravær av andre partier til utstrakt korrupsjon i det ene man har. Å få bukt med korrupsjon og andre uønskede utvekster i Partiet, krever utstrakt rom for Voice utenfor Partiet. At kinesisk media er så åpen på problemer rundt korrupsjonen (og forurensning) som tilfellet er, må sees på bakgrunn av at Voice er "the only game in town".⁴

Som vi har vært inne på vil SPUs bruk av Exit opsjonen, dvs. selge seg ut av et selskap, ikke bety så mye for selskapet rent umiddelbart; kursen kan få en liten dipp ned. Det er snarere *signalet* som sendes til markedet, som gir grunn til bekymring. Vil andre eiere også

³ Det finnes åtte andre partier i Kina. Men de kan heller sees som "velforeninger" enn som konkurrenter til CCP. Til sammen har disse åtte partiene mindre enn én million medlemmer mens Partiet har over 80 millioner.

⁴ Når korrupsjon eller annen form for urimelig berikelse avdekkes på det aller høyeste politiske planet, settes foten ned. Det fikk New York Times erfare. Etter en solid artikkel der det ble påvist hvordan familien til daværende statsminister Wen Jiabao var blitt søkkrike, ble websiden til den amerikanske avisen blokkert i Kina. Det er den fortsatt, mer enn ett år etter at artikkelen stod på trykk.

selge seg ned eller helt ut? Vil kundene se med større skepsis på de varer og tjenester selskapet tilbyr? Mer generelt, vil *omdømmet* til angjeldende selskap bli skadelidende om SPU ikke lenger vil være med på eiersiden? Nettopp faren for en slik utvikling kan gi Norges Bank "leverage" i samtaler (Voice) med selskapet før man eventuelt trekker seg ut.

En annen side av samme sak er at når Statens pensjonsfond utland gjør alvor av saken og trekker seg ut av et selskap (Exit), virker det inn på samtaler Oljefondet har med andre selskap. Med ett forstår man at SPU ikke bare er en pratemaskin (Voice). Etter uttrekk av Walmart og salg av alle aksjene her (Exit), gikk Oljefondets samtaler (Voice) med Monsanto lettere. Det ble mulig å nå frem til enighet med dette amerikanske kjemiselskapet om forbud mot barnarbeid ved produksjon av hybride bomullsfrø i India.

Den enkelte porteføljeforvalter i NBIM har direkte kontakt med folk i ulike selskaper. Ved denne kontakten følges også etiske anliggende opp.

Konsekvenser for SPU

Når selskap trekkes ut av universet som Statens pensjonsfond har anledning til å investere i, blir målet om å nå et gitt nivå på samlet avkastning, for gitt risiko, marginalt vanskeligere å innfri. Det er prisen vi betaler for en moralsk høyverdig atferd. Egentlig lite å bekymre seg over, spør du meg. Det er nok av selskaper tilbake. Og pengebingen som SPU sitter på, er uansett større enn vi kanskje selv har godt av.

Dog – her reiser seg et par problemer. For det første, hvordan måle fondets prestasjoner når indeksene man måler seg mot inneholder foretak man ikke har anledning til å eie aksjer

i? Det turde være en smal sak å lage indekser for SPU der selskapene på uttrekkslisten er lukket ut. Så dette må karakteriseres som et "ikke-problem". Verre er det kanskje om man har et lite univers av selskaper man av etiske grunner ikke vil investere i. Skal de også ut av indeksen? Og hva om selskapene i dette universet stadig endres over tid?

For det andre, troen på at vi kan få betalt for en moralsk høyverdig atferd, i det de selskapene vi tar ut før eller senere vil møte veggen, nettopp fordi Etikkrådet i SPU har funnet kritikkverdige forhold ved dem, er i drygste laget. Uansett er det en ulempe for fondet at universet det kan velge selskaper å investere i, blir mindre. Forestillingen om at en moralsk mer høyverdig atferd skal gi større avkastning, blir som å tro på julenissen. Å få i pose og sekk er sjelden påregnelig, annet enn ved juletider.

Konsekvenser for det man er opptatt av

Er det færre som røyker fordi SPU ikke har anledning til å eie aksjer i tobakksselskap? Neppe. Men det gir oss en god følelse. Den har vi betalt for. Porteføljen med slike selskap ville gitt høyere avkastning – med uendret risiko – enn porteføljen vi har hatt.

Et viktig satsningsområde for Etikkrådet er barnarbeid, eller snarere å trekke ut selskap som bruker barn under en viss alder i fabrikkene sine. Når selskap tar dette til etterretning og ikke lenger vil ha barn som arbeidstakere, er dette en god ting. Forutsatt at barna da kan gå på skole eller gjøre andre ting som er bra for dem. I noen tilfeller har det kommet frem at barn som tidligere arbeidet på fabrikker, ender opp på gata som prostituerte. Fra asken til ilden. For å unngå slike tragedier vil SPU måtte gå tyngre inn i sakene. Ikke bare hive ut aksjene til selskap som benytter seg av barnarbeid. Men også

være til stede der slikt arbeid forbys, og se til at barna det gjelder, sikres annet tilbud.

Dette siste eksempelet viser hvor komplisert det kan være å skulle eie mye i andre land. Kan vi forvente at NBIM har ressurser og forutsetninger for å følge opp barn i andre land som ikke lenger kan arbeide på fabrikker? Når glir forvaltning av milliardene som NBIM står for, over i utfordringer av annen karakter? Og hvem skal gjøre hva i slike situasjoner? En allianse mellom Redd Barna og NBIM, kunne det være en vei å gå?⁵

Konsekvenser for Norge

Til nå har vi stort sett sett på Statens pensjonsfond utland isolert. Hvilke oppgaver har fondet? Hvordan løse dem på god måte? Hvordan bruke Exit og Voice på hensiktsmessig vis?

I det større bildet er det neppe til å unngå at Norge tidvis blir sett på som å drive utenrikspolitikk via SPU. Det kan slå tilbake på oss senere. Å la det gå politikk i kommers, kan koste dyrt rundt neste sving.

"Å ja, det er dere som heiv Walmart og Boeing ut av porteføljen av det statlige fondet. Solide og flotte selskaper som vi amerikanere med rette er meget stolte av. Takk som byr, men vi kjøper heller laks fra våre venner i Chile."

At en slik situasjon en gang kan oppstå, kan ikke utelukkes.⁶ Faren for det, og konse-

⁵ Norges Bank har arbeidet med Unicef, jf, Meld St 27 (2012-2013). I 2012 ble Banken medlem av en arbeidsgruppe som gir UNICEF råd om barn og næringslivets samfunnsansvar. I mars 2012 lanserte UNICEF, FNs Global Compact og Redd Barna prinsipper for hvordan bedrifter kan ta større ansvar for barns rettigheter.

⁶ Reaksjonen fra USAs ambassadør i Norge var meget skarp etter uttrekk av Walmart. Han mente Oljefondets reaksjon var politisk motivert og la til

kvensene, må vi etter beste skjønn måle opp mot gevinstene for oss og for verden av at SPU har en bevisst holdning til etiske spørsmål, og er villig til å ta konsekvensene av det.

En parallell

En parallell – haltende riktignok, men gjelder ikke det paralleller flest? – er erfaringen vi har med Nobels fredspris til den kinesiske forfatteren og dissidenten Liu Xiaobo i 2010. I debatten i Norge glimrer et perspektiv med sitt fravær – hva den *jevne kineser* mener om denne tildelingen. Det er jo kinesernes oppfatning om saken som betyr noe om prisen skal ha den ønskede virkningen; bringe menneskerettigheter høyere opp på den kinesiske dagsorden.

Noen uker etter at denne prisen var kjent, men før den skulle deles ut, var jeg i Kina. Vanlige kinesere jeg snakket med var både rystet og sinte. Hvordan kunne vi gi fredsprisen til en mann som satt i fengsel etter kinesisk lov og dom? De følte sitt Kina ydmyket.⁷

at man ville reagere på en eller annen måte, se *Aftenposten* 24. april 2013.

⁷ Til dette har Haakon Solheim følgende bemerkning: "Du skriver at fredsprisen til Liu var et mistak fordi den gjorde vanlige kinesere sinte. Men kanskje er vanlige kinesere ikke orientert om hvorfor Liu sitter fengslet? ... La oss nå anta at Liu har kommet med berettiget kritikk av regimet, og sitter fengslet på grunn av dette. Ved å stå opp for Liu, holder Nobelkomiteen ham oppe, istedenfor at han blir glemt. Kanskje forstår ikke den jevne kineser betydningen av dette i dag, men (og det er vel håpet) kanskje kan man dermed bidra til at debatten fortsetter og flammen føres videre av andre slik at presset for endring opprettholdes? I så fall er tildelingen til Liu visjonær – ikke patetisk."

Lærdommen er like enkel som den er brutal. Ikke slå på stortromma – det være seg utdeling av en fredspris eller uttrekk av et selskap – før du kan saken skikkelig.

Nærmere om Boeing

Høsten 2005 anbefalte Etikkrådet at Boeing skulle hives ut av porteføljen til SPU, basert på retningslinjer diskutert i Stortinget om at vårt statlige oljefond ikke skal være investert i selskaper som "utvikler og produserer de sentrale komponentene til kjernevåpen".

Men, kan man spørre seg, hvem skal stå opp for Norge om den kjernefysiske trusselen skulle aktiveres mot oss fra et land vi ikke liker – eller som i hvert fall ikke liker oss? Er ikke beslutningen om å hive ut amerikanske Boeing tuftet på et for partielt resonnement? Hva med land der produksjon av slike våpen foregår i foretak som ikke er på børs? Vi kan ikke rette pekefingeren mot dem ved å hive ut aksjer vi ikke kan få tak i.

Det er fint å være aktiv i kampen men mot produksjon av kjernefysiske våpen. Men tiltak som bare rammer den ene part – og da den part som vi må formode ville være på lag med oss om det hele skulle toppe seg – hvor gjennomtenkt og klokt er det?

Egentlig er dette en form for "free-riding". Vi *vet* at tiltaket til SPU har null effekt på Boeings engasjement i produksjon av komponenter til kjernefysiske våpen. Nettopp derfor kan vi gå så hardt ut – heise vårt eget prektighetsflagg, og la det blafre fritt i vinden.

Preget av "free-riding" var også til stede da NBIM stemte imot forslaget om nedskrivning av greske statsgjeld i mars 2012. At forslaget om nedskrivning ville få stort nok flertall, slik at de som stemte nei likevel måtte være med å ta sin del av tapet, lå klart i kortene. Så hvorfor da stemme nei? For å flagge at SPU

Er det færre som røyker fordi SPU ikke har anledning til å eie aksjer i tobakksselskap? Nepp.

ikke er noe "snilt" fond. Størst mulig avkastning for gitt risiko. Det er målet for virksomheten til Oljefondet. Noe aktørene i de internasjonale kapitalmarkedene dermed ble minnet om.

En stadig mer komplisert verden

"Stater er fremdeles de dominerende aktørene", heter det i en fersk artikkel i *Foreign Affairs*,⁸ "men ikke-statlige aktører er i økende grad med og påvirker den globale agendaen ..."

Kan man se Statens pensjonsfond utland i en slik sammenheng? En liten spiller som er med og legger lista høyere hva gjelder etisk atferd i bedrifter verden rundt? Som bidrar til "best practice" bredt definert i foretakene de er investert i, og ikke utelukkende fokuserer på avkastning?

I så fall blir SPU en institusjon som ikke bare Finansdepartementet er opptatt av, men som også angår Det kongelige norske utenriksdepartement. Faren for dette, sett med FIN sine øyne, øker jevnt og trutt. Forslag om ikke bare å være etisk bevisst i de selskapene man går inn i eller allerede har eierinteresser i, er blitt komplementert med ønsket om aktivt å bidra til en bedre verden ved å øke sine engasjementer i utviklingsland og i fremvoksende økonomier.

⁸ "The Unruled World. The Case for Good Enough Global Governance", av Stewart Patrick, ved the Council of Foreign Relations i New York, i *Foreign Affairs*, January/February 2014, ss. 58-73.

Argumentet brukt om den sist gruppen er besnærende; i land med raskere økonomisk vekst vil man formode at avkastningen på aksjer er større. Men denne formodningen slår ikke alltid til. Ettersom all tilgjengelig informasjon i prinsippet skal være innbakt i aksjekursen, vil det bare være *overraskende* stor vekst med *overraskende* store overskudd som vil gi ekstra stigning i aksjekursene.⁹ Se på Kina. Investeringer i kinesiske selskaper på børsen Shanghai de siste tyve år, har gitt en begredelig avkastning. Til tross for at Kinas bruttonasjonalprodukt nå er tyve ganger større.

En egen pott penger er også foreslått avsatt til "grønne investeringer". Og kravet om at SPU må gå ut av alle foretak som produserer kull, er en gjenganger. Dette siste forslaget hviler på to separate typer argumenter. For det første, siden kull er nært substitutt for olje og Norge som nasjon har nok eksponering mot olje, bør vi ikke eie foretak som produserer kull. For det andre, kull forurenses kraftig. Et etisk bevisst fond bør finne andre steder å putte pengene sine. Hva gjelder det siste argumentet må vi heller spørre hva SPU – eller Norge – kan gjøre for at bruken av kull globalt skal gå ned. Å eie eller ikke eie aksjer i foretak som produserer kull, har trolig liten virkning i denne sammenheng.

Veien videre

Pengene på Oljefondet er fellesskapets eiendom. En levende debatt om hvordan midlene skal plasseres, der ulike interessegrupper kan la sine stemmer høre, og også ha et visst håp om at det de foreslår blir tatt til følge, er viktig for legitimiteten til SPU. Det er en stor utfordring innenlandsk for myndig-

⁹ Se Ritter, J. R. (2012), "Is Economic Growth Good for Investors", *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 24, Issue 3, pages 8–18, Summer 2012.

hetene å håndtere denne debatten på en god måte.

Den nye regjeringen med Erna i spissen vurderer å ta action på SPU. Initiativet til dette ble tatt av den forrige regjeringen. Action består i at Exit og Voice nå skal virke sammen. I stedet for at Etikkrådet gir råd om utelukkelse til FIN, skal Norges Bank ta slike beslutninger. Da må folk i Norges Bank ha tilsvarende kompetanse og ressurser som det Etikkrådet har i dag. Hensikten er å avpolitiserer slike beslutninger. Virkemidlet Voice skal brukes på en måte som er konsistent med en eventuell senere Exit. Regjeringen ved finansministeren skal gi klare retningslinjer til Norges Bank for de kriteriene man skal anvende ved eventuelle uttrekk. På denne måten delegeres makt og myndighet fra FIN til Norges Bank.

Dette ligner på hva som skjedde i mars 2001, da finansministeren påla Norges Bank å endre det operasjonelle målet for pengepolitikken fra stabil valutakurs til lav og stabil inflasjon. Ved denne anledningen fikk Norges Bank "instrument independence", dvs. den kan selv bestemme hva renten på bankenes innskudd i Norges Bank skal være, uten at FIN kan overprøve en slik beslutning. Tidligere lå den endelige rentebeslutningen i FIN. Hvilke mål pengepolitikken skal ta sikte på å innfri, bestemmes imidlertid fortsatt i departementet. "Goal independence" har Norges Bank ikke i sin pengepolitikk.

Til våren kan Norges Bank ved NBIM få "instrument independence" hva gjelder uttrekk av selskaper som Statens pensjonsfond utland kan være investert i. På bakgrunn av retningslinjer fra Finansdepartementet vil Norges Bank, snarere enn FIN selv, få det avgjørende ordet her. Finansministeren kommer et skritt lenger unna beslutninger som hun sikkert er glad for å slippe selv å skulle ta.

Bemerk i denne sammenheng skillet mellom selskaper vi ikke liker på grunn av atferden til disse selskapene, som urimelig bruk av barnearbeid, og selskaper vi ikke liker på grunn av det de produserer, som sigarettprodusenten Phillip Morris.

Ved *uønsket atferd* har Voice noe for seg. Porteføljeforvaltere i NBIM kan ved dialog forsøke å få angjeldende bedrift til å trappe ned bruken av barnearbeid. Ved *uønskede produkter* er Exit eneste muligheten. Porteføljeforvaltere i NBIM har ikke annet å gjøre enn å selge aksjen.

Det kan virke noe underlig at Norges Bank nå kan bli tildelt rollen å bestemme hva slags produkter det er etisk uforvarlig å produsere. Er ikke det et rent politisk spørsmål? Burde ikke beslutninger om å hive ut selskaper som fremstiller produkter vi ikke liker, påhvile de politisk valgte myndighetene?

Ta tak i tøylene?

Gjennom Oljefondet eier vi nordmenn i gjennomsnitt om lag én prosent av alle

aksjene i alle verdens børsnoterte foretak – og to og en halv prosent av de europeiske foretakene. Det gjør oss til en av de tre største eierne i hundrevis av utenlandske bedrifter. Når, kan man spørre seg, går vi over fra å være tilskuer til å bli deltaker; fra å være en finansiell investor til å være en strategisk en? Sagt på annen måte, er tiden snart moden for at vi ikke lenger bare nøyer oss med å peke på ting vi ikke liker, men selv tar tak i tøylene i noen av de bedriftene vi er med som relativt stor eier?

Jeg tror ikke myndighetene i Norge har noe ønske om at SPU skal gå inn som en aktiv og aktør i foretak der vi er relativt store eiere. Rart å tenke på. At lille Norge kan få problemer med å salte ned så mye penger vi ønsker i utenlandske foretak av frykt for at kravet til aktivt eierskap skal bli sterkere enn hva vi selv har forutsetninger for og evner til å håndtere. (Selv om det finnes bråtevis av nordmenn som mener at de har det.)

7. februar 2014

Home Page: <http://home.bi.no/fag87025/>