

## FOKUS: OLJEFONDET OG UTENRIKSPOLITIKKEN

Tverrpolitisk pensjonskasse eller  
aktivt politisk verktøy?

DAG DYRDAL\*,

*Rådgiver, Montalban AS*

Statens pensjonsfond utland (SPU) har i sine første 20 år vært gjenstand for bred politisk enighet. De senere årene har først finanskrisen og deretter den kraftige veksten i fondet bidratt til økt offentlig oppmerksomhet og politisk debatt. Flere tar nå til orde for å bruke SPU som et aktivt politisk verktøy for å fremme ulike målsettinger. En slik utvikling vil utfordre styringsmodellen og det klare skillet mellom politisk rammeverk og finansiell forvaltning. Det kan også bidra til å stille nye politiske mål opp mot fondets primæroppgave, som er å levere en høy avkastning med moderat risiko til landets felles sparekasse. En mindre tydelig styringsmodell vil også kunne endre fondets internasjonale posisjon, der Norge så langt har mestret en krevende balansegang mellom marked og politikk.

Artikkelen søker innledningsvis å belyse hvorfor statlige investeringsfond har oppstått og hvilken posisjon de har internasjonalt. Deretter ser den på utviklingen av SPU ut fra et norsk, politisk perspektiv. Gjennom aktuelle saker illustreres hvordan fondet opererer i skjæringspunktet mellom finansielle markeder og internasjonal politikk. Avslutningsvis drøftes endringer i dagens politiske landskap, hvordan de kan påvirke delegeringen mellom politisk eierskap og finansiell forvaltning, og hvilke konsekvenser det kan få for fondet.

**Fremveksten av statlige investeringsfond**

Statlige investeringsfond, som siden 2005 har gått under den litt upresise fellesbetegnelsen 'sovereign wealth funds', har i dag samlede aktiva for mer enn 50.000 milliarder kroner (Preqin 2015). De fleste fondene har utspring i voksende valuta-reserver, som følge av store handelsoverskudd.

Statlige investeringsfond som SPU opprettes for å tjene politiske målsettinger. Noen fond skal bidra til å stabilisere den nasjonale økonomien gjennom ulike konjunkturer. Andre er reservefond for regnværsdager, for eksempel store fremtidige

---

\*Korrespondanse: Dag Dyrdal. Email: [dag@montalban.no](mailto:dag@montalban.no)

pensjonsforpliktelser. Enkelte fond skal fremme nasjonal vekst, for eksempel gjennom investeringer i lokal infrastruktur.

Synet på statlige investeringsfond varierer betydelig. Et ytterliggående standpunkt, som blant annet har blitt forfektet av Fred Bergsten ved Peterson Institute, er at land som Norge bedriver valuta-aggresjon (Bergsten & Gagnon 2012). Hans argument er at statlige investeringsfond med store plasseringer i utenlandsk valuta innebærer en manipulering av valutakursen. Ved ikke å ta hjem handelsoverskudd og veksle dem inn i lokal valuta, unngår land en tilsvarende styrking av sin valutakurs. Mange vil si at det er et urimelig resonnement overfor et lite land som Norge, som har en åpen økonomi og en betydelig formue i en ikke-fornybar ressurs som petroleum. Like fullt er diskusjoner om hva som er rettferdige valutakurser et stadig tilbakevendende fenomen i historien, og frykten for valutakriger er absolutt til stede i dag. Da kan også eksistensberettigelsen til fond som SPU bli trukket inn.

Ofte er kontroverser rundt statlige investeringsfond knyttet til omfanget av utenlandske investeringer i enkeltland, enten direkteinvesteringer eller i form av finansplasseringer som SPU foretar. Dubai Ports World-saken, der et statseid selskap i De forente arabiske emiratene i 2006 forsøkte å kjøpe opp seks havner i USA, utløste først en heftig debatt i Kongressen om nasjonal sikkerhet (Larson & Marchick 2006). Deretter spredte det seg en bekymring blant flere vertsland for utenlandske investeringer for manglende reguleringer av statlige investeringsfond. Det til tross for at saken egentlig gjaldt et statseid foretak, og ikke et fond.

Frykten for begrensninger på markedstilgang var en årsak til at flere statsfond kom sammen i Santiago i 2008 og ble enige om et sett av prinsipper som skulle sikre større forutsigbarhet og åpenhet. Etterhvert ble en egen organisasjon etablert med IMF som fødselshjelper. Det internasjonale forum for statlige investeringsfond (IFSWF) er en relativt heterogen gruppe, som i dag teller 29 medlemmer. De fleste fond er råvarebaserte, med oljeland som Norge, Kuwait og Aserbajdsjan. Det er også land med tradisjonelle varehandelsoverskudd som Kina og Korea, og land med pensjonsreservefond som Australia og Chile. Også USA er med, gjennom Alaskas oljefond.

IFSWF fremstår i dag som den globale representanten for statlige investeringsfond. Gruppen kan sies å ha beveget seg i riktig retning, men ikke i et spesielt høyt tempo. Norge var en av initiativtagerne til IFSWF, men står overfor en krevende balansegang. Mens Santiago-prinsippene for Norge er en minimumsstandard, er de krevende nok for land der selv fondets størrelse er en statshemmelighet. Enkelte medlemsland kan fristes til å anse at prinsippene i seg selv er nok til å sikre markedstilgang, uavhengig av etterlevelse. Det er også fare for at en høy norsk standard blir et alibi for land med svakere etterlevelse. SPU trekkes ofte frem som en rollemodell for nye fond som etableres. Samtidig viste Dubai Ports World-saken at evnen til å nyansere mellom ulike fond innenfor SWF-kategorien er liten blant beslutningstagere i viktige investeringsland. Det innebærer at kategoriseringen kan ha en toveis smitteeffekt, og en risiko for at SPU fort blir trukket frem som et eksempel på statlige investeringsfond i konflikter mellom større land og handelsblokker.

## **En fondsstrategi tuftet på politisk konsensus**

SPU er først og fremst opprettet for å fase inn petroleumsinntektene i økonomien på en forsvarlig måte, samt å fordele dem mellom generasjoner som en kollektiv sparing. Gjennom handlingsregelen har Norge skapt en løpende statlig finansieringskilde. Der andre land må øke skatter eller kutte i velferd for å balansere et budsjett, kan SPU's bidrag komme til å utgjøre hver femte krone av det norske statsbudsjettet. Det er disse politiske målsettingene som SPU skal innfri.

Siden loven om statens pensjonsfond ble vedtatt i 1990 er SPU's rammeverk bygget opp på en måte som gir størst mulig politisk forutsigbarhet for forvaltningen av fondet og sikrer at den overordnede, langsiktige strategien ligger fast. Navneendringen i 2006 fra petroleumsfond til pensjonsfond er i seg selv en daglig påminnelse for politikerne om å hegne om fondet, selv om det formelt ikke har noen pensjonsforpliktelse. Bruken av eksisterende institusjoner – Finansdepartementet som eier og Norges Bank som forvalter, med klare roller og armlengdes avstand gjennom mandater og delegering – har bidratt til styringsmodellens integritet. De mange kontrollag, blant annet gjennom riksrevisjon og sentralbankens representantskap som begge rapporterer direkte til Stortinget, sikrer legitimitet.

Etableringen av de etiske retningslinjene og Etikkrådet i 2004 kan sees som en videreutvikling av den politiske viljen til å avgrense politikken innslag i fondsforvaltningen. De etiske retningslinjene har definert det ytre investeringsuniverset for fondet, hva som er akseptabelt for det norske folk at fondet investerer i. Det har medført at fondet over tid er trukket ut av bransjer som produserer klasebomber, atomvåpen og tobakk (NBIM 2016). Innenfor disse rammene har forvaltningen investert ut fra finansielle kriterier, uten politiske føringer.

SPU har blitt utviklet langs en politisk konsensuslinje, noe som også har preget investeringsstrategien. Fondet startet ut med kun å investere i statsobligasjoner. Ved vedtaket om introduksjon av aksjer i 1997 og økning av aksjeandelen i 2007 samt åpning for eiendom i 2010, var det et viktig hensyn å ha en størst mulig tverrpolitisk enighet. Det kan være en årsak til at SPU, sammenlignet med andre fond, har en relativt konservativt sammensatt portefølje av aktivaklasser og risikotagning. Andre statlige investeringsfond og store pensjonsfond har typisk en mer aktiv forvaltning og investerer i langt flere aktivaklasser, som for eksempel infrastruktur, selskaper som ikke er børsnoterte, og også i realaktiva som skog og jordbruksseiendom.

Det har også vært bred enighet om at fondet ikke skal benyttes som et utenrikspolitisk verktøy. I interessekonflikter og diskusjoner med andre land har prinsippet vært at fondets investeringer ikke skal brukes som et pressmiddel eller incentiv. Her har disiplinen blant politikerne vært høy, med ytterst få eksempler på at man har latt seg friste til å koble enkeltsaker overfor andre land til fondets investeringer. Et unntak var daværende næringsminister Trond Giskes håndtering av Telenors lisensproblemer i India (Aftenposten 2012a).

Handlingsregelen er kanskje det ultimate uttrykket for konsensuslinjen, der politikerne forplikter seg til å begrense bruken av penger til fondets avkastning. Regelen er ikke en del av det lovmessige grunnlaget for fondet, og omtales ofte som

en strek i sanden. Derfor skapte sentralbanksjef Øystein Olsens forslag i 2012 om å redusere bruken fra fire til tre prosent et høyt politisk engasjement, og ble umiddelbart avvist av statsminister Jens Stoltenberg (Aftenposten 2012b).

Norske politikere har hittil klart å fastholde det overordnede formålet for fondet, og benytte andre virkemidler for nye utfordringer. Eksempler på dette er Norfunds investeringer i utviklingsland, som er en del av bistandspolitikken snarere enn å inngå i SPU's mandat, samt opprettelsen av Statens Finansfond i 2009 for å møte utfordringene som finanskrisen skapte. I flere andre land ble statlige fond tappet betydelig i årene etter krisen, med hardt rammede Irland som et ytterliggående eksempel (Irish Times 2010).

### I skjæringspunktet mellom marked og politikk

Et grunnleggende utgangspunkt for SPU er prinsippet om velfungerende finansmarkeder. Når investeringene spres internasjonalt, er fondet avhengig av at de finansielle plasseringene er sikre og likvide gjennom regulerte markedsplasser. Over tid, vil utviklingen på børsene i større eller mindre grad reflektere veksten i realøkonomien. Uansett om man er tilhenger eller ikke av den globale kapitalismen, er dens vekstfilosofi sentral for tanken om å investere bredt internasjonalt, bruke realavkastningen hjemme og bevare fondet over tid. Dersom verdensøkonomien kollapser, vil det ramme fondet hardt, i likhet med mye annet av norsk økonomi og statsformue.

Gitt en global investeringsstrategi, er det åpenbart at politikken spiller inn på en rekke områder, ikke minst gjennom internasjonale handelsregimer, markedsreguleringer og lokale skatte- og avgiftsbestemmelser. Dette er ikke en særskilt risiko for SPU, men gjelder alle globale investorer. Det samme gjelder kapitalreguleringer og valutarestriksjoner, som hindrer frie kapitalstrømmer. En mer ekstrem politisk risiko er nasjonalisering av selskaper i fondets portefølje eller beslag i fondets aksjedepoter. Politisk uro i nasjonal eller regional sammenheng – som den arabiske våren eller konflikten mellom Russland og Ukraina – bidrar vanligvis til økt usikkerhet i finansmarkedene og tidvis kursfall, men effekten er sjelden langvarig. Det samme kan ikke sies om spørsmål knyttet til energiforsyning og sikkerhet, der både den amerikanske skifergassrevolusjonen og Saudi Arabias nye oljestrategi har gitt store utslag for mange lands økonomi. Fondets geografisk diversifiserte portefølje bidrar i alle disse tilfellene til å redusere landrisikoen, om enn ikke den mer systemiske risikoen knyttet til verdensøkonomien.

Finanskrisen, som for alvor ble utløst av konkursen i Lehman Brothers i 2008, har blitt etterfulgt av bankkriser, gjeldskriser og realøkonomiske kriser. I en fase der gjeldskrisen forflyttet seg fra private aktører til stater, har verdens sentralbanker måttet ty til såkalte kvantitative lettelser – betydelige tilførsler av likviditet til markedene i en skala som savner historisk sidestykke. Målsettingen har vært å få fart i kredittgivingen til næringslivet og derigjennom aktivitetsnivået og veksten.

Konsekvensen har vært at sentralbankene har sittet i førersetet for markedsutviklingen, og drevet frem fallende rentenivåer og stigende aksjekurser (The Economist 2012). Rentefallet har medført utfordringer for fond som SPU med store beholdninger

av obligasjonslån. Det har riktignok vært enda mer smertefullt for pensjonsfond og stiftelser med løpende utbetalinger og harde avkastnings- og reservekrav. Politikken må uansett sies å ha hatt en ekstraordinær stor innvirkning på finansmarkedene de siste fem årene.

Ser man spesifikt på SPU's portefølje, kan man godt si at det utenrikspolitiske konfliktpotensialet er mindre enn i mange andre fond. Med en portefølje i dag på 60 prosent børsnoterte aksjer, 35 prosent i obligasjoner og fem prosent i eiendom, utgjøres de store aktivaklassene av noterte instrumenter. Aksjer og obligasjoner handles på offentlige markedsplasser, som er regulerte, likvide og transparente.

Eiendom er annerledes. Det handles i private markeder, med stedfaste investeringer og ofte med lokale eller regionale partnere. Mangelen på offentlig innsyn i transaksjonsprosesser og -kostnader betyr en økt omdømmerisiko for et fond som SPU.

Infrastruktur, i form av for eksempel flyplasser eller motorveier, er i stor grad et politisk regulert marked. Mange slike investeringer skjer i form av partnerskap mellom ulike statsfond, eventuelt i samarbeid med lokale aktører.

Politisk risiko og omdømmerisiko ved direkteinvesteringer i såkalte realaktiva kan anta mange former. Det kan være alt fra at rammebetingelsene endres ved at myndighetene senker tariffene for bomveier, til at brukerne protestere mot flyforsinkelser som følge av at utenlandske eiere ikke måker rullebanene godt nok. Eller at de kaster ut noen av landets sosialklienter fra boligeiendommer for å renovere og bygge om til dyre selveierboliger. Den samme type kritikk kan også ramme børsselskaper som SPU investerer i. Den store forskjellen er at eierskap i eiendom og infrastruktur, i motsetning til en aksjeinvestering på 1–3 prosent av selskapet, vil være langt mer betydelig og tydelig for omverdenen. I enkelte tilfeller vil fondet kunne være den eneste eieren.

Et viktig utenrikspolitisk spørsmål er hvor i verden fondet skal investere. Det er en strategisk beslutning som Finansdepartementet som eier tar, med velsignelse fra Stortinget. I 2012 ble de regionale vektene som bestemmer fordelingen, endret (St.meld nr. 17, 2012). Det innebar en nedvektning av Europa til fordel for øvrige verdensdeler. Endringen medførte reaksjoner fra områder som ble gjenstand for mindre investeringer, men også fra land som ble vektet opp.

Europa ble nedvektet i en periode med dyp krise i eurosonen. Samtidig var det en periode med stor vekst i fondet, slik at de absolutte nedsalgene i Europa var begrenset. I tillegg var det primært en justering av en allerede betydelig overvekt for Europa, som fortsatt har en større andel av fondets investeringer enn hva størrelsen på de ulike kapitalmarkedene tilsier.

Bekymringsmeldinger fra land som ble gjenstand for økte investeringer er kanskje mer overraskende, men må sees i lys av de svingninger som betydelige kjøp og eventuelt senere salg av aksjer eller statsobligasjoner kan medføre for et lands valutakurs. For mindre land er det viktig at utenlandsk kapital fases inn og ut på en mest mulig kontrollert måte, og enkelte vil søke å styre prosessen.

Det er viktig å anføre at endringene i de regionale vektene ikke skjedde som følge av noen politiske vurderinger, men fundert på prinsipper for å håndtere investeringsrisiko. Hva forsvarer da at fondet fortsatt har en overvekt i Europa, selv etter

endringene? Fondet kan sies å ha en implisitt betalingsforpliktelse i form av å finansiere fremtidig import, da en eventuell bruk av fondet forutsetter import i en eller annen form. Derfor er Europas rolle som et nærmarked med en høy andel av norsk import et annet viktig hensyn for den geografiske investeringsfordelingen. En mer politisk betraktning vil være å se på Europa som en sikkerhetsmessig trygg havn. Det siste er imidlertid ikke eksplisitt nedfelt i fondsstrategien.

Spørsmålet om geografisk tilhørighet vil aksentueres dersom verden skulle rammes av en bølge av nymerkantilisme. Så langt er hovedtendensen den motsatte, med stadig mer samhandel mellom land og et økende omfang av utenlandske direkteinvesteringer. Samtidig har Kina gjennom flere tiltak, som opprettelsen av Den asiatiske investeringsbanken for infrastruktur (AIIB) og innlemmelsen i 2015 av renminbi i valutakurven for IMF's SDR ('Special Drawing Rights'), gradvis bygget opp den kinesiske valutaens internasjonale rolle. En situasjon der den amerikanske dollaren på alvor blir utfordret av renminbi som verdensvaluta, vil kunne få store konsekvenser for fondets valutasammensetning. I hvilken grad store statlige investeringsfond kan bli trukket inn i en slik konflikt og hva det eventuelt vil bety for IFSWF som et felles talerør, er viktige og vanskelige spørsmål.

Det har vært flere situasjoner gjennom SPU's historie hvor fondet har stått støtt på prinsippet om armlengdes avstand mellom forvaltning og politisk styring. Da finanskrisen sendte verdens markeder ned i 2008, skjedde det parallelt med at Norge gjennomførte en økning av aksjeandelen i SPU. Over 1000 milliarder kroner ble brukt til å kjøpe aksjer i sterkt fallende markeder verden over. Med den sterke gjenhenting som skjedde i aksjemarkedene de påfølgende årene, fremsto beslutningen som nærmest genial. Men i 1. kvartal 2009 så det svært annerledes ut og det var et betydelig press på fondet og eierne for både å endre aksjeandelen og droppe den aktive forvaltningen. Politikerne fastholdt begge deler, og demonstrerte at fondet virkelig var en langsiktig investor som sto ved strategien også i krisetider.

Det samme var tilfellet under eurokrisen og den greske restruktureringen av statsgjeld. I løpet av krisen gjennomførte SPU et omfattende, finansielt begrunnet nedslag i flere sør-europeiske lands statsobligasjoner, på tross av ulike former for oppfordringer fra landenes regjeringer om det motsatte. Da Hellas i 2012 foreslo en såkalt frivillig restrukturering av statsgjelden, skjedde det mot fondets stemme. Som forvalter valgte Norges Bank Investment Management (NBIM) å stemme mot forslaget til gjeldssanering av prinsipielle årsaker - dels fordi det ble benyttet lovgivning med tilbakevirkende kraft, dels fordi institusjoner innenfor eurosonen ble forskjellsbehandlet fra SPU og andre investorer. Svært få investorer stemte mot restruktureringsforslaget og enda færre var åpne om det. NBIMs standpunkt utløste derfor reaksjoner både hjemme og ute, ikke minst fra de som anså Norge som usolidarisk med Hellas og EU i en krevende situasjon (Aftenposten 2012c). Samtidig var det aldri noen forsøk på å påvirke beslutningen fra politisk hold – den norske modellen virket.

I et utenrikspolitisk perspektiv kan det like fullt være krevende å få troverdighet for modellen, spesielt i land der slike fond er langt mer direktestyrte av myndighetene. Det kan sette et ekstra press på norske politikere, ved at de internasjonalt blir

ansvarliggjort for beslutninger som i realiteten er delegert til ikke-politiske, finansielt funderte prosesser.

Oppfatningen av SPU og dets investeringer ute kan også preges av hvordan Norge selv fremstår som et investeringsland for utenlandske institusjoner. SPU investerer foreløpig ikke i infrastruktur, men spørsmålet skal behandles av Stortinget i 2016. Det er ingen tvil om at Gassled-saken, der staten i 2013 endret tariffen for gasstransportselskapet kort tid etter at flere utenlandske institusjonelle investorer kjøpte seg inn, har blitt en referansesak i internasjonale investorkretser. Den skal blant annet ha medført bekymringsmeldinger på høyt politisk nivå fra kanadisk hold. Saken går fortsatt i domstolene, og det er for tidlig å konstatere hvilken, om noen, effekt den kan ha for SPUs investeringer fremover. Den har uansett tydeliggjort den politiske risikoen som råder ved infrastrukturinvesteringer, også i et land som Norge (Authers 2015).

### **Politiske ambisjoner for fondet**

Politisk konsensusstenking og en styringsmodell med klare skiller mellom politiske rammer og delegerte investeringsbeslutninger har som nevnt vært sentrale elementer i SPUs historie. Eksklusjon av selskaper og produkter er det området for SPU der politikken skal trumfe markedet, der etiske hensyn skal dominere finansielle vurderinger. Mens politikerne historisk har begrenset seg til nettopp å filtrere vekk etisk uønskede investeringer, kommer det nå flere initiativ for mer aktivt å bruke fondet og investeringene til å realisere ulike politiske prosjekter.

Miljøpartiet De Grønne omtaler fondet som et klimapolitisk virkemiddel. Senterpartiet har uttrykt et ønske om å splitte fondet og fordele forvaltningen rundt i Norge. Fremskrittspartiet ville i opposisjon bruke fondet som en brekkstang for økt satsing på infrastruktur i Norge, og enkelte i partiet har forfektet en oppsplitting av fondet og utdeling av midlene til folket. Kristelig Folkeparti og Venstre har på sin side ønsket mer utviklingsrettede og grønne investeringer, og KrF har i tillegg foreslått å etablere etiske regler for investeringer i statsobligasjoner. Fra kretser utenfor politikken kommer det innspill om å bruke fondet næringspolitisk til å bygge opp en ny norsk finanskllynge.

Garantistene for fondets langsiktige kurs har tradisjonelt vært Høyre og Arbeiderpartiet, opptatt av å tenke helhetlig og skjerme fondet fra særinteresser. Det kan være flere årsaker til at denne bærebjelken for fondet ikke er like solid lenger. En ting er at fondets foreldre i stor grad er ute av politikken. Fondets raske og sterke vekst har også gjort den selvpålagte politiske kyskheden mer krevende. Handlingsregelen har riktignok blitt overholdt, men det har skjedd i en periode med kraftig vekst i fondet og gode tider i norsk økonomi. Hva når fondet flater ut og Norge går inn i en nedgangskonjunktur?

Dagens parlamentariske sammensetning bidrar også til økt politisering av fondet. Mange nye og unge stortingspolitikere kom inn ved valget i 2013, og ser trolig mindre gevinst i å forsvare det bestående enn å kunne «gjøre en forskjell». Hvis det i tillegg kan gjøres uten å bli avkrevet budsjettmessig inndekning, er det så nær en

gratis lunsj som en politiker kan komme. Bruk av fondet til ulike formål kan bety lavere avkastning eller økt risiko, men det vil sjelden være målbart før i en fremtidig stortingsperiode. Viktig er også det faktum at Norge nå har en mindretallsregjering og et revitalisert Storting med stor vilje til å utøve politikk. Det forsterkes av mediernes økende evne til å sette politisk agenda, der stortingsrepresentanter løpende må forholde seg til mediedrevne diskusjoner om kull, regnskog og korrupsjon.

Beslutningen om å trekke SPU ut av kull er i tråd med styringsmodellen, men indikerer samtidig en økt politisering av fondet. Mens eksklusjoner tidligere har vært entydige i hvilke produkter og selskaper som oppfattes som uetiske, innebærer kullvedtaket en politisk gradering av uetisk atferd, nærmere bestemt 30 prosent av omsetning eller virksomhet. Det er altså ikke en like tydelig produktdefinisjon, og i tillegg skal den vurderes dynamisk for det enkelte selskap. Tidligere produktuttrekk har heller ikke omfattet nødvendighetsvarer som energi, og det er vanskelig å se en eksklusjon av kull uavhengig av andre fossile brensler som olje og gass. Skulle også de bransjene bli trukket ut, vil omfanget bli en så betydelig andel av fondets investeringsunivers at det kan diskuteres om Stortinget går fra et prinsipp om negativ til positiv filtrering – at de forteller forvalter hva fondet skal investere i, snarere enn det motsatte. Umiddelbart etter at kullbeslutningen var gjort, kom det krav fra de samme interessene som drev frem kullkampanjen om at investeringene fra kull måtte øremerkes fornybar energi. Det er i så fall et brudd med prinsippet om å behandle alle investeringer likt. Stortinget kan velge å prioritere et slikt miljøformål, men det kan risikere å komme i konflikt med SPUs primære målsetting om å gi en høy avkastning med moderat risiko (Clark & Monk 2010).

Flere stortingsrepresentanter har vært opptatt av den internasjonale signaleffekten av eksklusjonen av kullselskaper. Signaler er en tvetydig geskjeft, og fordrer at mottager leser det samme signal som avsender. En eksklusjon av kull kan bli sett som et viktig bidrag fra Norge til å nå FNs klimamål. Men det kan også tolkes som at olje- og gassnasjonen Norge vil sikre egen avsetning av petroleum de neste tiårene - en smart, politisk investering.

Et paradoks ved kulleksklusjonen er at nettopp signaleffekten kan vise seg å bli stående igjen som det viktigste. Parallelt med diskusjonen om eksklusjon, har NBIM gradvis foretatt nedsalg i en rekke gruveselskaper. Avhengig av hvordan eksklusjonskriteriene rent praktisk blir utformet, kan endringene i investeringsporteføljen bli begrenset til enkelte kullkraftverk. Det prinsipielle står derimot fast og illustrerer en viktig problemstilling – hvorvidt eier velger å ekskludere ut fra etiske hensyn, snarere enn å delegere til forvalter å vurdere salg ut fra en finansiell risikobetraktning.

Forslaget om å etablere egne etiske retningslinjer for statsobligasjoner har også et stort signalpotensiale. Historisk har det vært bred enighet om at fondet ikke skal være et utenrikspolitisk verktøy, og i dag følger fondet omfattende FN-sanksjoner og internasjonale tiltak av stort omfang. Med dette forslaget skal forvalteren av et norsk, statlig fond vurdere hvor godt andre regjeringer styrer sine land. Det vil være uhyre krevende for disse landene, enn si oss selv, å forstå forskjellen mellom slike vurderinger og norsk utenrikspolitikk.



Klima- og miljøspørsmål er det området i dag som synes å ha størst potensiale for å innvirke på SPU's strategi og investeringer. Kulleksklusjonen kan være et første tegn på et politisk paradigmeskifte i retning fornybar energi. Debatten om olje og gass står på vent, og blir krevende for norske politikere som både står overfor en oljedrevet nedgangskonjunktur og et fond som er finansiert gjennom statens petroleumsinntekter.

Det er også innen klimapolitikken at vi ser de klareste uttrykkene for politisk vilje til styring av SPU, i form av utsagn som at fondet er «et klimapolitisk verktøy» (Hansson 2014). Det kan tyde på mulige kiler inn i det som så langt har vært et tydelig formålshierarki for fondet.

Klima og bærekraft berører i dag alle nivåer og faser av SPU. Det preger eksklusjoner fra investeringsuniverset, konkrete investeringsbeslutninger og fondets oppfølgende arbeid som aksjonær i en rekke selskaper. Kullselskaper og andre selskaper som forårsaker miljøskade ekskluderes. Investeringsbeslutninger må inneholde analyser av fremtidige endringer i reguleringsregimer for karbon og bilkjøperes preferanser. Som eier må fondet samtidig jobbe for å forbedre selskapenes rapportering og praksis på bærekraftområdet. Fondets langsiktighet gjør at forvalter må søke å «internalisere eksternaliteter» – prise inn langsiktige effekter som markedet foreløpig ikke tar hensyn til.

For de som forventer at miljøpolitikken vil trumfe alt annet og medføre store endringer på de fleste områder, blir det et prinsippsspørsmål om hvordan fondet skal styres gjennom en slik utvikling. Skal det skje ved at eier utelukker selskaper og bransjer, og kanskje også øremerker spesielle satsingsområder? Eller skal det skje ved at forvalter følger markedene tett og flytter kapitalen til selskaper og bransjer som synes langsiktig bærekraftige?

En slik utvikling kan bety store resultatmessige svingninger i fondet. Det er usikkert hvilken av tilnærmingene som er mest politisk bærekraftig, dersom resultatene skulle svikte over en lengre periode. Skal forvalter eller eier stå ansvarlig for en eventuell nedtur?

Et annet prinsipielt spørsmål er hvorvidt det er etisk forsvarlig for fondet, gitt dets størrelse, å utelukke store bransjer fra universet og overlate dem til andre eiere, som kanskje ikke har samme bevissthet om bærekraft. På energiområdet skjer det en rask teknologisk utvikling, som også kan endre synet på ulike energibærere. Skal fondet sitte tett på denne utviklingen, eller melde seg ut?

Stortingets kullbeslutning gir få absolutte kriterier for eksklusjon, og overlater et visst skjønn til forvalter, som skal se an selskapers planer og utvikling over tid. Det flytter dermed også noe av det politiske skjønnnet – definisjonen av verstinger og forbedringstilfeller – over i forvaltningen. Hvorvidt det er bedre at politikken flyttes inn i forvaltningen enn det motsatte, kan diskuteres. Konsekvensen er uansett at det som tidligere var en tydeligere skillelinje står i fare for å utviskes.

## **Politikkens vekt fremover**

SPU og dets investeringer er gjenstand for internasjonale konjunkturer og politisk vær og vind, akkurat som andre fond. Det har klart seg gjennom mange økonomiske

faser som en del av en heterogen gruppe av statlige investeringsfond, uten at det politiske potensialet så langt synes å ha blitt aksentuert eller bidratt til å øke risikoen vesentlig.

Det er trolig på hjemmebane at potensialet for politisering er størst. Flere norske politiske utspill rundt SPU begrunnes med at fondet nå er så stort at alt rundt det er blitt politikk. Retorikken er riktig, i den forstand at fondet er stort og alle statlige investeringsfond er politiske i en eller annen forstand.

Norske politikere fortjener ros for handlingsregelen og for å ha fastholdt strategien da det stormet som verst. De har bestemt strategien ut fra en gitt risikovilje og etiske hensyn, og har så langt utøvd et profesjonelt eierskap, aktivt på rammer og passivt på detalj. I hvilken grad det vil fortsette, avhenger mye av hvorvidt de to partiene som har vært de viktigste kontinuitetsbærerne, Arbeiderpartiet og Høyre, holder fast ved helhetstanken. Hvis ikke, er det fare for at vi får et fond som lastes opp med politiske formål, som gjør alt og dermed ingenting. Et mantra som «alt er politikk» må presiseres, i forhold til hvilke målsettinger fondet skal ha og hvordan de skal prioriteres.

Ser man på fondets fortsatt relativt korte historie, synes de sterkeste politiske diskusjonene å oppstå når utenriks- og innenrikspolitikk treffer hverandre. Når nasjonale og internasjonale agendaer sammenfaller, slik de gjorde med kullvedtaket i 2015, blir effekten mest merkbar. Den norske beslutningen skjedde ikke i et vakuum. Tilsvarende kampanjer ble kjørt internasjonalt overfor selskaper, investorer og myndigheter.

Den største utenrikspolitiske kraften for SPU ligger også i hvordan fondet håndteres politisk her hjemme. Introduksjonen av nye aktivklasser; en overgang fra finansiell minoritetseier til strategisk eier; måten vi forfekter mandatet og de etiske reglene på – alt dette vil bidra til å øke eller redusere politiseringspotensialet internasjonalt. Det betyr at Norge i stor grad selv kan styre hvorvidt fondet skal ha en betydelig utenrikspolitisk rolle eller ikke, direkte eller indirekte.

Det norske fondets suksess har vært tuftet på en bred enighet på Stortinget om klare politiske rammer som både sikrer en forsvarlig og langsiktig forvaltning, men også en forutsigbarhet og begrensning av politikkenes innslag. Et sentralt premiss for å unngå en sterk politisering av fondet, hjemme og ute, er at det tydelige skillet mellom politikk og finansforvaltning opprettholdes. For den internasjonale troverdigheten, er det også viktig at Norge fortsetter å kommunisere om dette sentrale prinsippet i styringsmodellen til omverdenen.

## Litteraturliste

*Aftenposten* (2012a) «Oljefondet trekkes inn i Telenors India-sak» 19.05.2012.

*Aftenposten* (2012b) «Vi endrer ikke handlingsregelen» 16.02.2012.

*Aftenposten* (2012c) «Oljefondet stemte nei til Hellas-avtale» 16.03.2012.

Authers, John (2012) «Political Risk Lowers Appetite for Infrastructure Deals.» *Financial Times* 10.06.2015.

Bergsten, Fred & Joseph Gagnon (2012) «Time for a feedback in the currency wars.» *Financial Times* 03.09.2012.

Clark, Gordon L. & Ashby H.B. Monk (2010) «The Norwegian Government Pension Fund: Ethics over Efficiency», *Rotman International Journal of Pension Management*, 3 (1): 14–20.

- Hansson, Rasmus (2014) «Klimapolitisk mageplask.» *Dagsavisen* 16.04.2014.
- Irish Times* (2010) «The National Pensions Reserve Fund: An Obituary» 30.11.2010.
- Larson, Alan P. & David M. Marchick (2006) *Foreign Investment and National Security: Getting the Balance Right*. Council Special Report, Council on Foreign Relations Press.
- NBIM (2016) Oversikt over ekskluderte produkter og selskaper. Tilgjengelig på <http://www.nbim.no/no/ansvarlighet/utelukkelse-av-selskaper/>
- Preqin (2015) Preqin 2015 Sovereign Wealth Fund Review. Tilgjengelig på: <http://www.preqin.com>.
- The Economist* (2012) «QE, or not QE?» 14.07.2012.
- Meld. St. 17 (2012) *Forvaltningen av Statens Pensjonsfond i 2011*. Oslo: Finansdepartementet.