

FOKUS: OLJEFONDET OG UTENRIKSPOLITIKKEN

Statens pensjonsfond utland: Rettslig grunnlag, demokratisk forankring og grenseflater mot politikk

GØRIL BJERKAN*,

samfunnsøkonom, cand.jur., stipendiat, Universitetet i Oslo

Forløperen til Statens pensjonsfond utland (SPU) var Statens petroleumsfond. Lov om Statens petroleumsfond trådte i kraft 1. januar 1990, men det første beløpet – i underkant av to milliarder kroner – ble overført fondets konto først fem år senere. I 2005 skiftet fondet navn til SPU.¹ Stortinget ga i lov om Statens pensjonsfond Finansdepartementet ansvaret for forvaltningen av SPU. Den operative forvaltningen av fondet ble lagt til Norges Bank.² I 1998 ble Norges Bank Investment Management (NBIM) etablert som en egen avdeling i Norges Bank. Bakgrunnen for opprettelsen av petroleumsfondet var et ønske om god finanspolitisk styring.³ Uten en fondskonstruksjon var ledende politikere bekymret for at en større andel av inntektene fra petroleumsformuen ville bli anvendt løpende over statsbudsjettet (Skredderberget 2015: 68–70).⁴ Fondskonstruksjonen skulle synliggjøre forskjellen mellom det ordinære statsbudsjettet og inntektene som stammet fra en reduksjon av petroleumsformuen.

I dette bidraget skal jeg først gi en kort beskrivelse av de rettslige og institusjonelle rammene for forvaltningen av SPU samt den demokratiske forankringen av disse. Jeg vil deretter beskrive hvordan bankens arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet har endret seg over tid.⁵ Avslutningsvis vil jeg peke på noen avveininger Stortinget står overfor ved innretningen av fondets virksomhet.

*Korrespondanse: Gøril Bjerkan, samfunnsøkonom, cand.jur., stipendiat, Universitetet i Oslo. Email: goril.bjerkan@jus.uio.no

¹ Lov av 21. desember 2005 nr.12 med forarbeider i Ot.prp. nr. 29 (1989-1990).

² Delegeringen skjer ved at departementet fastsetter bestemmelser om Norges Banks forvaltning i et eget mandat. Mandatet fastsettes som en forskrift, med hjemmel i loven.

³ Ot.prp. nr. 29 (1989-1990), s. 10.

⁴ Petroleumsformuen ble definert som den samlede verdien av all fremtidig oljerente. Oljerenten er definert som meravkastningen i oljevirkosmheten i forhold til annen næringsvirksomhet.

⁵ Betegnelsen på dette arbeidet var inntil 2015 «ansvarlige investeringer», se om dette i Meld. St. 21 (2014-2015) pkt.5.2.1

Historikk – institusjonelle og rettslige rammer

Forarbeidene til lov om Statens Petroleumsfond var i norsk rettstradisjon usedvanlig kortfattede. Ot.prp. nr. 29 (1989-1990) som gikk forut for loven, teller knappe 12 sider. Riktignok henvises det i denne til det såkalte «Tempoutvalget» som hadde lagt frem NOU 1983: 27 og til Finansdepartementets eget Langtidsprogram 1986-89, som ble etterfulgt av St.mld nr. 4 (1984-1985) fra regjeringen Willoch. Det er nok likevel korrekt å si at sjelden har en så stor beslutning for det norske samfunnet vært tatt med så lite utredning i forkant.

Årsaken til det magre skriftlige beslutningsgrunnlaget er nok at man i 1990 ikke kunne ane hvilken utvikling hverken oljepris eller utvinningstempo etter hvert skulle anta – fondets kapital i dag er på 7000 milliarder kroner. Fondet passerte 1000 mrd. kr i 2004 og 5000 mrd. kr i 2013. De i embetsverket som etablerte fondet, var dessuten sterkt i tvil om det noen gang ville komme midler i det (Lie 2013). Spørsmålet om *hvordan* fondet skulle forvaltes ble derfor ikke viet plass i lovforarbeidene. Det ble i loven bare slått fast at «fondets eventuelle formue forvaltes som statens øvrige formue».⁶ Den første forskriften, senere kalt mandat, som regulerte hvordan fondets kapital skulle forvaltes ble fastsatt 10. mai 1996, samme måned som den første kapitaloverføringen fant sted. Forskriften telte knapt to sider og foreskrev at fondets kapital bare kunne investeres i rentebærende instrumenter utstedt av nasjonalstater eller institusjoner med tilsvarende sikkerhet. Nå ble *målet* for forvaltningen slått fast og angitt i § 2 annet ledd:

Norges Bank skal søke å oppnå en høyest mulig avkastning på disse plasseringene innenfor de begrensninger som følger av forskriften.

Mandatet er siden endret mange ganger, men målet om *høyest mulig avkastning* har forblitt uendret. I den grad politiske hensyn fikk gjennomslag i mandatet, ble den finansielle effekten av disse gjort eksplisitt, for eksempel ved at banken rapporterte avkastningen på miljømandatet separat.

Demokratisk forankring av rammene

Etter hvert som fondets kapital økte, ble mandatet for hvordan fondet skulle forvaltes med ujevne mellomrom endret i retning av at mulighetsrommet for forvaltningen økte. Det ble etter hvert også stilt krav til at fondet skulle ha «betryggende risikosystemer og kontrollrutiner», og det ble fastsatt stadig mer detaljerte regler for rapportering og risikotaking.⁷

Det er imidlertid påfallende at det aldri har funnet sted et lovforarbeid som i full bredde utredet *hvordan* forvaltningen av midlene skulle finne sted, herunder vurderte

⁶Ot.prp. nr. 29 (1989-1990), s. 3 og 5.

⁷I dag er forskrift som regulerer rente- og aksjeporteføljen og reglene for forvaltningen av eiendomsporteføljen i SPU samlet i forskriften «Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland», og teller 13 kompliserte sider. Mandatet inneholder bestemmelser om referanseindeks, plasseringsramme, ansvarlig forvaltningsvirksomhet, risikostyring og rapportering.

forvaltningens institusjonelle plassering. Lovforarbeidene konsentrerte seg om å begrunne opprettelsen av fondet. Fondets forvaltning og institusjonelle plassering har derfor aldri vært gjenstand for en helhetlig behandling i Stortinget.⁸ I stedet ble – og blir – enkeltbeslutninger om forvaltningen forankret fortløpende i Stortinget ved de årlige budsjettbehandlinger, stortingsmeldinger og den etterfølgende behandling av disse i finanskomiteen. Slike enkeltbeslutninger resulterer i at «Forskrift for forvaltning av Statens pensjonsfond» endres i henhold til Stortingets behandling av det aktuelle tema.

Stortingsmeldinger og budsjettbehandlinger har imidlertid ikke den presisjon eller fullstendighet som lovforarbeider har, slik at den demokratiske forankringen av hvordan fondet forvaltes er av en annen karakter enn man kunne forvente gitt sakens samfunnsmessige viktighet. Denne måten å arbeide på har opplagt gode grunner for seg, blant annet at bankens forvaltningsstrategi er utpreget dynamisk i relasjon til både tiden og størrelsen på fondet. Det er derfor ikke mulig å definere forvaltningsstrategien en gang for alle. Men denne formen for beslutningsprosess kan ha medført at den helhetlige tenkningen rundt forvaltningen av SPU ikke har vært så god som den kunne vært. For eksempel er alternativer til å plassere forvaltningen av SPU i Norges Bank aldri utredet.⁹

Fondets investeringsunivers har løpende blitt utvidet. I 1997 ble det vedtatt å investere 40 prosent av fondet i aksjer, og i 2007 ble aksjeandelen økt til 60 prosent. I 2010 åpnet man for å investere inntil fem prosent av fondets verdi i eiendom. I skrivende stund vurderes det å åpne for investering i infrastruktur. Finansdepartementet satte i april 2015 ned en ekspertgruppe som skulle utrede eiendoms- og infrastrukturinvesteringer i SPU.¹⁰ Gruppen la frem sine råd i desember 2015, og eventuelle forslag til endringer basert på rådene vil følge den sedvanlige prosess og bli omtalt i departementets melding til Stortinget våren 2016.

Fondet som instrument for politikk – Etikkrådet

Etter hvert som fondet vokste ble det større offentlig oppmerksomhet rundt forvaltningen. Det var først og fremst for hensyn knyttet til etikk/menneskerettigheter og miljø/bærekraftig utvikling at politiske aktører fikk gjennomslag. Hensynet til etikk og miljø var vanskelig å avvise som en særinteresse, og det var sterke akademiske krefter som argumenterte for å tillegge slike hensyn vekt i forvaltningen av fondet. Fremme av menneskerettigheter er også et viktig område for norsk utenrikspolitikk. Personer tilknyttet juridisk fakultet ved Universitetet i Oslo var sentrale i utvalget som ble nedsatt med mandat å fremme forslag til etiske retningslinjer for petroleumsfondet (NOU 2003: 22 / Graver-utvalget).

Banken ønsket ikke å ta etiske hensyn ved forvaltningen av fondet fordi dette ville komme i konflikt med målsettingen om å maksimere avkastningen for en gitt risiko.

⁸Siden 2006 har Finansdepartementet avgitt årlig melding til Stortinget om forvaltningen av SPU.

⁹Alternative forvaltningsmodeller er kun kort omtalt i Meld.St.19(2009-2010) pkt.4.4.3.

¹⁰Herunder vurderte ekspertgruppen om den øvre grensen på fem prosent for eiendom skal økes.

Formuleringer i et brev fra banken til Finansdepartementet datert 22. april 1998 illustrerer dette:

Siden spesielle etiske retningslinjer for Petroleumsfondet vil være uttrykk for politiske vurderinger og avveininger, må utformingen av slike retningslinjer være politiske myndigheters ansvar (. . .) Norges Bank har ingen kompetanse til å foreta avveininger av denne karakter. I tillegg ville da avvik fra referanseporteføljen kunne skyldes både forvaltningsfaglige vurderinger og etiske prioriteringer. Siden en ikke ville kunne skille ut virkningene av de etiske prioriteringene for Fondets avkastning, ville en heller ikke kunne vurdere konsekvensene av de forvaltningsfaglige beslutninger Norges Bank gjør.

Basert på forslag fra Graver-utvalget ble det i 2004 fastsatt etiske retningslinjer for forvaltningen av SPU. Etikkrådet ble deretter oppnevnt med mandat å vurdere om fondets investeringer er i strid med de etiske retningslinjene. Tilnærmingen som ble lagt til grunn for å utarbeide de etiske retningslinjene var bredere enn å vurdere brudd på folkeretten.¹¹ Mandatet for forvaltningen ble ikke endret, og banken ble ikke pålagt å integrere de etiske retningslinjene i sine løpende investeringsbeslutninger. Systemet var tosporet, i den forstand at banken ved NBIM konsentrerte seg om maksimere den finansielle avkastningen til en gitt risiko og Etikkrådet tok seg av de etiske problemstillingene gjennom filtrering og uttrekk av selskaper fra referanseporteføljen.¹²

Norges Bank og Etikkrådet – dynamikk og arbeidsdeling

I 2008 gjennomførte departementet en bred evaluering av Etikkrådets retningslinjer. I 2010 kom «Retningslinjer for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltning og eierskapsutøvelse» og «Retningslinjer for observasjon og utelukkelse».¹³ Det nye var blant annet at man åpnet for økt dialog mellom Etikkrådet og enkelt-selskaper, ved at selskapene som ble vurdert for uttrekk skulle gis muligheten til å fremlegge informasjon og synspunkter tidlig i prosessen. Det ble også stilt krav om at banken skulle integrere hensynet til ansvarlige investeringer i investeringsvirksomheten. I 2008 ble fondets maksimale tillatte eierandel i et enkelt selskap økt fra tre til ti prosent, slik at fondet nå hadde større rom for å utøve aktivt eierskap. Bankens utarbeidet forventningsdokumenter knyttet til sine satsningsområder i eierskapsarbeidet,¹⁴ men i praksis forble systemet tosporet; hensynet til miljø og etikk var ikke en integrert del av fondets daglige investeringsbeslutninger.

Fra 1. januar 2015 ble forvaltningsmandatet til Norges Bank endret ved at det i § 1-3, under overskriften «Målsetting for forvaltningen», ble tatt inn et tredje ledd:

Banken skal integrere arbeidet med en forsvarlig forvaltningsvirksomhet i forvaltningen av SPU, jf. kapittel 2. God avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, samt av velfungerende, effektive og legitime markeder.

¹¹For en kort oppsummering se Graver (2004).

¹²Finansdepartementet fattet beslutning etter råd fra Etikkrådet.

¹³Se Meld.St. 10 (2009-2010) pkt.4.6.

¹⁴Se Meld.St. 15 (2010-2011) pkt. 4.3.

Det tok mer enn ti år fra disse formuleringene ble unnfanget i Graver-utvalget til de ble løftet frem i mandatet.¹⁵ Samtidig ble arbeidsdelingen mellom Etikkrådet og Norges Bank endret. Banken ved Hovedstyret fikk nå beslutningsmyndighet i saker om observasjon og utelukkelse av selskaper, mens det tidligere var Finansdepartementet som fattet beslutning. Kriteriene for observasjon og utelukkelse av selskaper forble uendret. Den nye ordningen legger opp til løpende informasjonsutveksling og koordinering av arbeidet mellom Etikkrådet og banken. Det gir banken anledning til å selge seg ut av et selskap før Etikkrådet kommer med et formelt råd. Virkeområdet for Etikkrådets retningslinjer ble også endret i 2015, slik at Etikkrådet nå bare kan gi råd knyttet til selskaper som fondet faktisk *er* investert i.¹⁶ Samlet sett har disse endringene ført til at potensialet for signaleffekter av Etikkrådets arbeid er redusert.¹⁷

I februar 2015 ble den første rapporten om hvordan arbeidet med ansvarlig forvaltning gjennomføres, lagt frem av NBIM. Rapporten fremhever at hensyn knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold nå er en integrert del av investeringsprosessen og kan føre til tilpasninger i porteføljen og beslutninger om nedsalg. Banken har også påtatt seg oppgaven med å operasjonalisere det nye produktkriteriet for kullbasert virksomhet som etter planen skal inn i de etiske retningslinjene med virkning fra februar 2016.¹⁸ Det kan være flere årsaker til at banken og departementet nå søker å integrere hensynet til miljø- og samfunnmessige forhold i investeringsprosessen. En årsak kan være at slike hensyn de senere år er blitt mer relevant for den finansielle avkastningen og faglitteraturen rundt denne tematikken har vokst.¹⁹

En annen årsak kan være at fondets investorkarakteristika har endret seg. Fondets særtrekk som størrelse og investeringshorisont, tilsier større fokus på bærekraftig utvikling. Uttalelsen fra NBIMs leder Yngve Slyngstad om at «en bærekraftig verdensøkonomi er lønnsomt for fondet på sikt», er uttrykk for en slik erkjennelse (sitert i *Dagens Næringsliv* 9.12.2015). Oppsummert synes banken nå å ta større ansvar for arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet, fordi de mener dette bidrar positivt til fondets avkastning.

Mens Graver-utvalget drøftet både etiske hensyn og hensynet til bærekraftig miljø, benyttes ikke ordet «etisk» i bankens rapport for 2015 om arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. NBIMs arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet konkretiseres rundt tre bærebjelker: bedre standardene for virksomhetsstyring, gjennomføre eierskapsutøvelsen på en ansvarlig måte og håndtere risikoen i fondets

¹⁵Formuleringen var riktignok med i tidligere versjoner av mandatet, men var da plassert i et eget kapittel under overskriften «Ansvarlig investeringsvirksomhet». Se for øvrig omtale og begrunnelse for denne endringen i Meld.St. 21(2014-2015) pkt 5.2.4.

¹⁶Tidligere kunne Etikkrådet gi råd om alle selskaper som var i referanseindeksen, også om fondet ikke var investert i selskapet.

¹⁷Fra 1. juli 2014 ble også sentralbanklovens §12 om taushetsplikt endret slik at Etikkrådet ble pålagt tilsvarende taushetsplikt som Norges Bank.

¹⁸Se Norges Banks brev av 31. august 2015 til Finansdepartementet.

¹⁹Se Hassel & Semenova (2013) for en litteraturstudie med videre henvisninger.

investeringer ved å integrere forhold som kan ha eksterne effekter på lang sikt, herunder miljømessige og samfunnmessige forhold. Etske hensyn er integrert i «miljømessige og samfunnmessige forhold», og tillegges vekt bare dersom det bidrar til fondets avkastning. Etske hensyn som sådan vektlegges ikke. Ettersom Etikkrådets rolle også er endret, antyder dette at arbeidet med etikk og menneskerettigheter samlet sett vies mindre oppmerksomhet enn før.

Avveininger ved innretningen av fondets virksomhet

Mange spørsmål knyttet til organiseringen og forvaltningen av SPU kan knyttes til det samme grunnleggende dilemmaet; om aktiviteten i fondet i faktisk og rettslig forstand skal anses som offentlig eller privat virksomhet. Svaret på dette spørsmålet har igjen betydning for fondets finansielle effektivitet vis-à-vis dets demokratiske legitimitet. Det er et dilemma, fordi hensynet til effektivitet ofte vil gå på bekostning av legitimitet og motsatt.²⁰ Innretningen av fondet må derfor løpende balansere disse to hensyn mot hverandre. Det optimale balansepunktet vil dessuten variere med fondets størrelse, hvor bredt det er investert, markedsutviklingen, det politiske landskapet og det offentlige ordskiftet.

Fondet eies av den norske stat ved Finansdepartementet, og forvaltningen er delegert til Norges Bank. Sentralbanken er et eget rettssubjekt, og reguleres av en egen lov som gir banken en viss uavhengighet av statsmyndighetene.²¹ Banken er definert som offentlig virksomhet og er underlagt forvaltningsloven og offentlighetsloven. Fordi fondet er lagt til Norges Bank, er forvaltningen av fondet rettslig sett å anse som offentlig virksomhet og er som utgangspunkt underlagt reglene i forvaltningsloven og offentlighetsloven. Det er gjort unntak fra offentlighetsloven for dokumenter knyttet til kapitalforvaltningsvirksomheten.²² Rekkevidden av unntaket fra offentlighetsloven er gjenstand for skjønn, og skjønnskriteriene er verken opplagte eller presise.²³ Videre er Finansdepartementet klageinstans i saker der Norges Banks beslutning om å nekte innsyn påklages. De samlede rettslige sidene ved kapitalforvaltningsvirksomhetens forhold til offentlighetsloven og forvaltningsloven har ikke vært utredet.²⁴

Banken forvalter på vegne av fellesskapet verdier og ressurser som hører til samfunnet. Derfor bør allmenheten ha mulighet til å *kontrollere* virksomheten, noe som forutsetter åpenhet og innsyn. Media spiller her en viktig rolle. *Dagens Næringslivs* beskrivelse av forhold knyttet til SPUs eierandel i Formel 1 og debatten om fondets avkastningsmåling, illustrerer at kontrollhensyn er viktig. Allmenhetens kontroll via innsynsretten kommer i tillegg til det styrings- og kontrollregimet som er etablert

²⁰ Dette er for øvrig et klassisk dilemma for offentlig eid forretningsmessig virksomhet. Se om dette i NOU 1989: 5, kapittel 2 og Hermansen (2015) s. 60 flg.

²¹ Jf. lov av 24. mai 1985 nr 28 sentralbankloven, §2.

²² Jf. Offentlegforskrifta §1 tredje ledd bokstav b.

²³ Om forholdet til Offentleglova for øvrig, se tolkningsuttalelse fra lovavdelingen i Justisdepartementet datert 20.05.2010.

²⁴ Utvalget ledet av Svein Gjedrem, som skal levere sin utredning i april 2017, vil formodentlig gjøre dette.

gjennom det institusjonelle rammeverket.²⁵ Allmenhetens innsyn i virksomheten er en forutsetning for en løpende *demokratisk debatt* om fondets innretning langs ulike dimensjoner, for eksempel hvordan etiske spørsmål blir ivaretatt eller hvor fondet organisatorisk skal plasseres. Poenget her er at en informert debatt forutsetter at allmenheten har tilgang til fakta.²⁶ Et siste argument for allmenhetens innsyn i bankens kapitalforvaltningsvirksomhet er at den representerer en *informasjonsbank* som kan være en verdifull ressurs for andre private eller offentlige aktører. Representanter fra academia har for eksempel påpekt at handledataene til NBIM er godt egnet for forskning.²⁷

Et fond på 7000 mrd. kr med høye ambisjoner om å utøve aktivt eierskap, er en aktør med stor innflytelse i markedet. Norges Bank utøver eierrettigheter i selskapene de eier uavhengig av departementet.²⁸ Virkemidlene i eierskapsutøvelsen er blant annet stemmegivning på generalforsamlinger og deltakelse i styrende organer, dialog med selskapene og med styrene. Banken stemte i 2014 på over 10 000 generalforsamlinger og deltok i flere nominasjonsprosesser til styrende organer. Denne maktutøvelsen har sitt opphav i offentlig eid kapital, og både kontroll- og demokratihensynet tilsier at allmenheten har innsyn i hvordan denne innflytelsen faktisk utøves. Banken utøver sin eiermakt etter kjente prinsipper, men åpenhet om prinsipper er ikke tilstrekkelig for demokratisk kontroll. For det første vil det vil ofte være skjønn forbundet med prinsippene. Hvordan skal man for eksempel koble spørsmålet om bærekraft til hvilken styreformann man skal arbeide frem – i en regel som er åpen for innsyn *ex ante*? For det andre må allmenheten kunne etterprøve hva banken faktisk gjør. Muligheten for å etterprøve om – og på hvilken måte – banken opptrer i henhold til sine prinsipper er viktig for fondets demokratiske legitimitet.

Argumenter mot åpenhet og innsyn er at kapitalforvaltning er privatøkonomisk virksomhet. Banken opererer i et marked med private aktører som ikke er underlagt krav om innsyn fra allmenheten. Innsynskravet kan derfor være en konkurranseulempe for banken, både fordi det er ressurskrevende å etterkomme medias forespørsler og fordi åpenhet kan gi konkurrenter innsyn i fondets posisjoner og strategiske tenkning. Noe som igjen kan utnyttes til ulempe for banken og redusere fondets forventede avkastning. Omfanget av taushetsplikt og unntak fra offentlighetsloven må derfor balanseres mot hensynet til allmenhetens kontroll og fondets demokratiske legitimitet. Det vil bli utfordrende å finne den rette balansen mellom disse kryssende hensyn. At denne maktutøvelsen i det vesentlige vil finne sted i utlandet, kan muligens redusere behovet for demokratisk legitimitet, da det norske offentlige ordskiftet stort sett befatter seg med norske interesser. Men det kan på den annen side øke spenningen fordi man i utlandet i større grad enn hjemme kan oppfatte NBIMs uttalelser og beslutninger som uttrykk for norsk politikk.²⁹ En

²⁵Se Norges Bank Representantskaps rapport til Stortinget (2014: 16), figur 3 og 4 for en god fremstilling av det institusjonelle styrings- og kontrollsystemet.

²⁶Etikkhensynet er for eksempel blitt formulert som at «Petroleumsfondets etikk derfor må ha en demokratisk forankring og nyte legitimitet i den politiske allmenhet» (NOU 2003: 22: pkt 3.1).

²⁷Se f.eks. Eckbo & Thorburn (2015).

²⁸Jf. FOR-2010-11-08-1414 (mandatet) §1-2(3) og Meld.St. 21 (2014-2015) pkt.4.4.1

²⁹For en utdypning, se Leira & Sverdrup (2013), Sverdrup (2013) og Juel (2014).

strategi med aktiv eierskapsutøvelse i det omfang det nå legges opp til, kan derfor medføre kostnader i form av redusert legitimitet i befolkningen og som følge av at utenlandske aktører oppfatter enkelthendelser som en del av norsk utenrikspolitikk. Disse kostnadene må veies opp mot gevinsten i form av høyere forventet avkastning som følge av et mer aktivt eierskap.³⁰

En annen problemstilling som kan plasseres langs aksens offentlig/privat, er fondets forhold til sentralbankens øvrige virksomhet, som pengepolitikk og arbeidet med finansiell stabilitet. Sentralbanken skal i krisetider arbeide for å roe markedene, tilføre likviditet og forhindre store utslag i markedspriser. Norges Bank deltar i overnasjonalt samarbeid med andre sentralbanker og tilsynsmyndigheter, hvor informasjon utveksles og strategier samordnes. NBIM vil med sitt mandat om å maksimere finansiell avkastning for en gitt risiko på den ene siden kunne komme til å foreta transaksjoner som går på tvers av sentralbankens interesser. Og NBIM kan på den annen side mistenkes å få tilgang til informasjon som gir dem en konkurransefordel i markedet. Dette er ikke uproblematisk all den tid NBIM er en avdeling i Norges Bank og NBIMs leder rapporterer til sentralbanksjefen.

Et siste forhold, som også kan plasseres langs aksens offentlig/privat, er skattemessige implikasjoner av den valgte institusjonelle plassering av forvaltningen. I henhold til Lov om statens pensjonsfond § 6 kan fondet ikke selv ha rettigheter eller plikter overfor private eller offentlige myndigheter. Fondet er altså rettslig sett en del av sentralbanken, og omfattes derfor av sentralbankprivilegier i en rekke jurisdiksjoner.³¹ Et av sentralbankprivilegiene er redusert skatt. Størrelsen på skattefordelen er ulik i de ulike jurisdiksjoner som fondet er investert i, og det finnes ikke offisielle arbeider som gir en samlet oversikt. Dersom en legger til grunn at fordelene i gjennomsnitt er 10 prosentpoeng lavere skattesats, sparte staten 15 mrd. kroner for året 2014 ved å ha fondet organisert under sentralbanken.³² Debatten om fondet skal ligge i eller utenfor sentralbanken har i liten grad omtalt premisset om skattebyrde, men i stedet tatt utgangspunkt i hvilken organisering som gir en hensiktsmessig styrings- og kontrollstruktur. Kanskje har det en grenseflate mot politikk at den valgte organisering gir skattemessige fordeler for norske borgere? Muligens er svaret nei, fordi dette bare er en forlengelse av det opprinnelige politiske valget om å spare oljeformuen til fremtidige generasjoner norske borgere i stedet for å bruke dem på nålevende ikke-norske borgere.³³

Avslutningsvis er det verdt å merke seg at et utvalg, ledet av tidligere sentralbanksjef og to ganger finansråd Svein Gjedrem, *ikke* er bedt om å vurdere alternative

³⁰Jeg har her bare omtalt høyere forventet avkastning som følge av ansvarlig forvaltning. Det kan også tenkes at et aktivt eierskap på mer generelt grunnlag gir NBIM høyere forventet avkastning. NBIM kan ha en informasjonsfordel fordi mindre investorer ikke gis samme tilgang til selskapenes administrasjon og styrende organer.

³¹Jf. Meld.St. 10 (2009-2010) s 86.

³²Beløpet er basert på kontantstrømmen fra aksjer og dividende fra obligasjoner slik de fremkommer i NBIMs årsrapport for 2014, note 20.

³³Einar Lie, professor i økonomisk historie, har flere ganger stilt seg undrende til at dette valget er blitt så selvfølgelig, sist i en kronikk i *Aftenposten* 23. november 2015.

organiseringer av SPU. Mandatet for utvalget er å vurdere sentralbankloven, behovet for god kapasitet i banken til arbeidet med SPU og styringsstrukturen internt i banken samt forholdet mellom Norges Bank og statsmyndighetene. Utvalgsrapporten skal etter planen leveres 10. april 2017 og vil trolig ta opp noen av de problemstillinger jeg har berørt her. Forhåpentligvis vil rapporten avstedkomme en bred og informert offentlig debatt om hvordan hensynet til fondets demokratiske legitimitet skal balanseres mot hensynet til å maksimere den forventede finansielle avkastningen, og hvilke føringer denne balansegangen får for forholdet mellom Norges Bank og statsmyndighetene og for allmenhetens innsyn i virksomheten.

Om artikkelen:

Takk til Trude Myklebust for alltid gode diskusjoner om dette temaet – og konkret for tips om referanse til litteraturstudien om ansvarlige investeringer.

Litteratur

- Eckbo, Espen B. & Karin Thorburn (2015) «Gode råd er billige», *Dagens Næringsliv*, 05.08.2015
- Graver, Hans-Petter (2004) «Etiske retningslinjer for oljefondet», *Kritisk Juss*, 30 (3): 264–276.
- Hassel, Lars G. & Natalia Semenova (2013) «The Added Value of ESG/SRI on Company and Portfolio Levels – What can we learn from Research?» SIRP Working Paper 13–2.
- Hermansen, Tormod (2015) *En bedre styrt stat*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Juel, Magnus Engh (2014) «Investorstaten Norge.» *Aftenposten Innsikt*, nr. 5, 2014.
- Leira, Halvard & Ulf Sverdrup (2013) «Norske utenrikspolitiske interesser – endringer i praksis, stillstand i debatt», i *Nytt Norsk Tidsskrift*, 30 (4): 337–348.
- Lie, Einar (2013) «Bukken og pengesekken – Om folketrygdfondet og oljefondets tilblivelse», *Nytt Norsk Tidsskrift*, 30 (4): 323–335.
- Meld.St. 10 (2009-2010)
- Meld.St. 15 (2010-2011)
- Meld.St. 21 (2014-2015)
- Meld.St. 19 (2013-2014)
- Norges Banks rapport om ansvarlig forvaltning i 2014 datert 05.02.2015.
- NOU 1989: 5 «En bedre organisert stat» Hermansen-utvalget.
- NOU 2003: 22 «Forvaltning for fremtiden» Graver-utvalget.
- Skredderberget, Asle (2015) *Usannsynlig rik: historien om Norge og oljefondet*. Oslo: Kagge Forlag.
- Sverdrup, Ulf (2013) «Gorillaen i utenrikspolitikken.» *Dagens Næringsliv* 19.12.2013.