

Etisk forvaltning av petroleumsfondet

Alexander W. Cappelen^A

Sammendrag

Stortinget vedtok i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett i 2004 å innføre etiske retningslinjer for petroleumsfondet. Petroleumsfondet blir dermed det første offentlige fondet i verden som har innført et sett av etiske retningslinjer. De etiske retningslinjene er i alle hovedtrekk identiske med de som ble forslått i Graverutvalgets rapport *Forvaltning for Fremtiden – forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond*. Denne artikkelen presenterer hovedtrekkene i utvalgets forslag og plasserer forslagene inn i en mer generell etisk kontekst.

1 INTRODUKSJON

Forvaltningen av petroleumsfondet er av vesentlig betydning for vår evne til å finansiere framtidige pensjonsforpliktelser og for de økonomiske mulighetene til fremtidige generasjoner av nordmenn. Samtidig er petroleumsfondet en betydelig eier av utenlandske aksjer og gjennom vårt eierskap i disse selskapene påvirker nordmenn livssituasjonen for store deler av verdens befolkning. Gjennom petroleumsfondet eier det norske folk aksjer i drøyt to og et halvt tusen utenlandske selskaper. Dette gjør oss til medeiere i selskaper som samlet utgjør 90% av børsverdien på de børsene hvor fondet kan investere. Totalverdien av fondet passerte 1000 milliarder kroner i løpet av høsten 2004 og fondet eier ca. 0,3 prosent av aksjene som er registrert på vestlige børser. Det er grunn til å tro at fondet vil doble sin størrelse fram til 2010 og fondet vil da trolig være den klart største institusjonelle investoren i Europa.

Gitt fondets størrelse og betydning er det ikke overraskende at etiske retningslinjer for petroleumsfondet har vært diskutert siden Stortinget i 1998 vedtok at deler av fondet skulle investeres i utenlandske aksjer. Mange har hevdet at man bør unngå å investere i selskaper som produserer enkelte typer produkter eller som har en uakseptabel atferd. Ikke minst bidro en rekke frivillige organisasjoner bidro også til å sette spørsmålet på dagsorden (se for eksempel Bay (2002) og Tørres (2002)). Kombinert med et økt mediefokus på fondets investeringer i «versting-selskaper» la dette grunnlaget for utnevnelsen av Graver-utvalget, ledet av Professor Hans Petter Graver. Kjernen i utvalgets mandat var å «fremme forslag om et sett av etiske retningslinjer for petroleumsfondet. Det er naturlig at spørsmål knyttet til miljø, menneskerettigheter, arbeidstakeres rettigheter samt styre og ledelse av selskaper blir vurdert i denne sammenhengen.»

Utvalget kom med sin rapport, *Forvaltning for Fremtiden – forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond*, i juni 2003 og hovedtrekkene i rapportens forslag ble vedtatt av stortinget i forbindelse med revidert nasjonalbudsjett i 2004. Petroleumsfondet ble dermed det første offentlige fondet i verden som har innført et sett av etiske retningslinjer. Denne artikkelen

^A Alexander Cappelen er Dr.Oecon., Samfunnsøkonomisk institutt, 2000, Norges Handelshøyskole. Han er leder for Senter for Etikk og Økonomi, Norges Handelshøyskole, Helleveien 40, 5045 Bergen

presenterer hovedtrekkene i utvalgets forslag og plasserer forslagene inn i en mer generell etisk kontekst. Argumentene står for forfatterens egen regning, men er i stor grad sammenfallende med de synspunkter som ble lagt til grunn i Graverutvalget hvor forfatteren var medlem.¹

2 BAKGRUNN FOR UTVALGET

Krav om etiske retningslinjer møtte lenge stor motstand i forvaltningen og i enkelte politiske miljøer. Et argument mot slike retningslinjer var at de ville skape redusert etterprøvnbarhet og uklarerhet om ansvarsforhold. I Revidert nasjonalbudsjett 2002 skriver for eksempel regjeringen Bondevik om etiske retningslinjer:

«Slike retningslinjer vil være svært vanskelige å praktisere. Det vil ikke være mulig å finne klart avgrensede og objektive kriterier, og eventuelle beslutninger vil i stor grad måtte baseres på skjønn. Slike regler ville videre lett medføre inkonsistens i forhold til annen statlig virksomhet. Uansett hva slags kriterier man skulle velge, vil det kunne trekkes fram kritikkverdige forhold som angår enkeltbedrifter i fondets portefølje.»

Etter hvert som mange andre land har fått erfaringer med etiske fond har det imidlertid blitt klart at det er mulig å håndtere disse utfordringene. Det har vært en rask vekst av fond som kan karakteriseres som sosiale, etiske eller «grønne». Ved utgangen av 2001 var det registrert i alt 280 slike fond i Europa, med en samlet forvaltningskapital på EUR 14,4 mrd (SiRi group/CSR Europe (2001)). Dette tallet har økt raskt de siste årene. Fremdeles er utgjør imidlertid disse fondene en beskjeden andel av den totale markedsverdien selv i Europa og USA hvor de står sterkest. Mest relevant for petroleumsfondet er det at en rekke store institusjonelle kapitalforvaltere har introdusert ulike former for etiske retningslinjer. Verdens største pensjonsforvaltere, TIAA-CREF og CalPERS, har begge etiske retningslinjer for sin porteføljeforvaltning. Ikke minst har disse fondene fokusert på sosial ansvarlighet i sin eierskapsutøvelse. Her i Skandinavia er spesielt det syvende AP fondet i Sverige kjent for å benytte etikk som en aktiv del av sin strategi. AP7 utelukker bedrifter som etter fondets mening opptrer i strid med internasjonale konvensjoner som Sverige har gitt sin tilslutning til innenfor miljø og menneskerettigheter. I Norge er *Kommunal Landspensjonskasses (KLP)* internasjonale aksjeportefølje underlagt samme mekanisme som AP7 fra årsskiftet 2002/2003. Erfaringene fra disse selskapene, og en rekke andre, har vist at det er mulig å forene etiske retningslinjer med kravet om etterprøvnbarhet.

Hovedinnvendingen mot å introdusere etiske retningslinjer for petroleumsfondet har vært at det vil redusere fondets avkastning og øke risikoen. Denne innvendingen har særlig vært rettet mot bruk av etiske filtre. Fond som benytter etisk filtrering vil nødvendigvis redusere størrelsen på investeringsuniverset og dermed begrense sine muligheter til å redusere risikoen i porteføljen (Dimtcheva et al (2002)). Dette vil igjen kunne føre til redusert risikojustert avkastning. Det har de siste årene vært gjort mange forsøk på å måle hvorvidt ulike etiske fond har hatt en lavere avkastning enn fond uten slike filtre (Luther og Matatko (1994), Sauer (1997), Global Consulting Group (2001), og Sparks (2001), Guerard et al (2002)). Spesielt har man sammenliknet utviklingen for ulike etiske aksjeindekser, dvs. indekser som har foretatt en etisk filtrering av selskapene som inngår i indeksen. I USA er *Domini Social Index* den eldste aksjeindeksen med etisk filtrering (1990). Indeksen inneholder omlag 250 av selskapene som inngår i S&P 500. De to viktigste globale etiske indeksene er *Dow Jones Sustainability Index* og *FTSE4GOOD-indeksen*. Disse indeksene, og fond som benytter etiske filtre i utstrakt grad, har ofte en vesentlig annen sammensetning enn de generelle indeksene. Etisk filtrerte indekser har typisk en lavere andel av selskaper i tyngre industri og kraftselskaper og en høyere andel i finans- og IT-selskaper i forhold til aksjemarkedet generelt. Gjølberg og Johnsen (2003) finner at

¹ Deler av fremstillingen er basert på kapittel 2 i NOU 22 (2003) som er skrevet av forfatteren og på Cappelen (2003).

hoveddelen av forskjellen mellom etiske og tradisjonelle fond kan forklares med denne asymmetrien i porteføljen. Som en følge av denne skjevheten har de etiske indeksene gjort det relativt godt i perioder med oppgangskonjunktur og dårlig i perioder med nedgangskonjunktur. Tapene i nedgangsperioder synes imidlertid å være vesentlig større enn meravkastningen i oppgangs- eller normalperioder (Gjølberg og Johnsen, 2003). Samtidig er det viktig å merke seg at disse resultatene gjelder for de etiske indeksene og de rene etiske fondene. Dersom et fond bare benytter seg av etisk filtrering i et beskjedent omfang er det liten grunn til å tro at en slik praksis vil ha vesentlig effekt på risikojustert avkastning fordi forvalters mulighet til å spre risiko i liten grad begrenses. Hensynet til avkastning og risiko er derfor ikke et vesentlig argument mot etiske retningslinjer som sådan, men bare mot etiske retningslinjer som innebærer en vesentlig begrensning av investeringsuniverset.

På denne bakgrunn tok Graverutvalget utgangspunkt i at det ville være mulig å etablere et sett av etterprøvbare etiske retningslinjer uten at dette ville føre til vesentlig redusert avkastning eller økt risiko. Fokuset i resten av denne artikkelen skal i stedet være på spørsmålet om hvilke etiske forpliktelser petroleumsfondet har og hvordan de etiske retningslinjene bør utformes for å ivareta disse etiske forpliktelsene.

3 PETROLEUMSFONDET SKAPER ETISKE FORPLIKTELSER

Før man kan utforme etiske retningslinjer for petroleumsfondet er det nødvendig å systematisere de ulike etiske hensyn fondet bør ta. I diskusjonen om etiske retningslinjer har man ofte tatt utgangspunkt i at det er en potensiell konflikt mellom etikk og økonomi. Dette er på mange måter en villedende fremstilling. Hensynet til avkastning og risiko er også viktige etiske hensyn. Det grunnleggende spørsmålet ved utforming av etiske retningslinjer er derfor hvordan man håndterer konflikter mellom ulike etiske forpliktelser.

Opprettelsen av en finansiell formue gjennom petroleumsfondet kan betraktes som et uttrykk for en spesiell forpliktelse den nåværende generasjon av nordmenn har overfor kommende generasjoner av nordmenn. De fleste nordmenn mener at vi har slike forpliktelser som følge av de olje- og gassressursene som finnes på norsk sokkel. Siden olje- og gassreservene er ikke-fornybare ressurser er det ikke rettferdig at rikdommene bare kommer de få generasjoner til gode som tilfeldigvis opplever uttaket av dem. Vi har derfor en moralsk forpliktelse til å dele den rikdommen som følger av olje og gassutvinningen med våre etterkommere. Som en metode for å overføre en andel av oljerikdommen til de neste generasjoner av nordmenn er petroleumsfondet dermed uttrykk for en anerkjennelse av våre etiske forpliktelser overfor denne gruppen. Dette er en forpliktelse ikke bare til å dele, men også til å forvalte de ressursene som vi ønsker å overføre til kommende generasjoner på en best mulig måte.

Samtidig kan petroleumsfondet betraktes som uttrykk for at våre forpliktelser overfor våre etterkommere gis prioritet i forhold til de fordelingsforpliktelsene vi måtte ha overfor samtidige utlendinger. Petroleumsfondet kan derfor betraktes som et uttrykk for at nordmenn mener det er en vesentlig forskjell på de forpliktelser vi har overfor fremtidige generasjoner av nordmenn og de forpliktelser vi har overfor samtidige utlendinger. Mange av petroleumsfondets kritikere er skeptiske til denne prioriteringen og hevder at man ikke uten videre kan la hensynet til fremtidige generasjoner av nordmenn gå foran hensynet til samtidige utlendinger som lider nød. Det er først og fremst de politiske beslutninger som fattes om størrelsen på overføringene fra statsbudsjettet til fondet som reflekterer denne prioriteringen.

Det mest grunnleggende etiske spørsmål ved utforming av etiske retningslinjer for petroleumsfondet er i hvilken grad fondets eierinteresser i ulike virksomheter gir opphav til spesielle etiske forpliktelser. Svaret på dette spørsmålet vil avhenge av hvorvidt det å eie aksjer eller obligasjoner i et selskap kan sies å innebære at man medvirker til selskapets virksomhet. Det er en vanlig tanke at ansvaret for å løse et problem skal plasseres hos de som har forårsaket det og

medvirkning er derfor en kilde til spesielle forpliktelser. Hvis for eksempel en økonomisk virksomhet har uønskede effekter på ulike berørte parter eller på miljøet er det grunn til å hevde at de som står bak virksomheten har en spesiell forpliktelse til å ta et ansvar for disse effektene. Det er imidlertid ikke opplagt hva som må til for at man skal kunne sies å medvirke til uetisk atferd og når man kan sies å være ansvarlig (for en oversikt over noen av den filosofiske litteraturen se Fisher, 1999). Hvis en opptreden er en nødvendig forutsetning for at det uetiske skal finne sted, er man selvsagt medvirkende. Denne situasjonen vil imidlertid sjelden oppstå for petroleumsfondet. Som aksjonær vil fondet ha rett til å utøve sine eierrettigheter, men fordi fondet har relativt små eierandeler vil det bare unntaksvis være situasjoner hvor fondets atferd direkte vil kunne forårsake eller forhindre at et selskap opptrer uetisk.

Man kunne hevde at det faktum at aksjonærer bør betraktes som medvirkende til selskapets virksomhet fordi man som aksjonær høster gevinstene, i form av høyere aksjekurs eller økt utbytte, av selskapets virksomhet. Det forhold at man nyter godt av andres atferd kan imidlertid ikke i seg selv være nok til at man skal kunne betraktes som medvirkende. Det kan for eksempel tenkes at uetisk atferd i noen selskaper kan bidra til en generell økning i aksjeverdier som kommer alle investorer til gode, uten at det kan sies at de alle medvirker til enkelte selskapers uetiske praksis.

Det er imidlertid rimelig å hevde at man medvirker dersom man frivillig bidrar til en praksis som er en nødvendig forutsetning for uetisk atferd, selv om ens opptreden isolert sett ikke er en nødvendig forutsetning for at atferden finner sted. For eksempel må det betraktes som medvirkning dersom man på en generalforsamling ikke benytter sine eierrettigheter til å stemme imot et forslag man oppfatter som uetisk selv om ens stemmegivning ikke ville ha vært utslagsgivende. Grunnen til dette er at man som eier frivillig bidrar til en praksis som forårsaker uetisk atferd.

For at eierskap skal kunne sies å innbære medvirkning til uetisk atferd utført av selskapet er det også nødvendig at atferden kan forventes av investoren. Det må være en form for systematikk eller årsakssammenheng mellom selskapets virksomhet og handlingene en ikke ønsker å medvirke til. Derfor er det rimelig å legge til grunn at man ved å ha eierandeler i et selskap medvirker til selskapets produksjon av produkter. Det må åpenbart forventes at en tobakksprodusent produserer tobakk. Det er derimot ikke like åpenbart at man gjennom eierskap også medvirker til selskapets handlinger og atferd. Investeringer i et selskap kan ikke regnes som medvirkning til handlinger man umulig kunne forvente eller kjenne til eller forhold som heller ikke selskapet en investerer i, har nevneverdig kontroll over.

Spørsmålene om hva som er medvirkning stopper imidlertid ikke her. Etske retningslinjer må også ta stilling til spørsmålet om når selskapene fondet er investert i medvirker til uetisk atferd. I utvalgets mandat blir dette problemet spesielt trukket fram når vi blir bedt om å *'vurdere hvordan bruken av retningslinjene skal avgrenses i forhold til selskaper som i større eller mindre grad eier, eies av eller handler med selskaper som ikke tilfredsstillere retningslinjene'*. Dette er en vanskelig oppgave. Dersom man for eksempel ikke ønsker å medvirke til produksjon av atomvåpen, hvilke selskaper skal man da trekke seg ut av? Ethvert selskap som produserer produkter som benyttes i produksjonen eller bare de selskaper som produserer selve stridshodene? Jeg kommer tilbake til disse spørsmålene nedenfor.

4 HVEM SIN ETIKK?

Formålet med de etiske retningslinjene er i første rekke å sikre at petroleumsfondets investeringer skjer i overensstemmelse med de grunnleggende etiske oppfatningene til eierne av fondet. Dette betyr at vi må ta utgangspunkt i nordmenns etiske oppfatninger. Siden vi ikke bare forvalter fondet på vegne av oss selv, men også på vegne av fremtidige generasjoner av nordmenn, vil vi dessuten måtte forholde oss til hvordan vi tror våre etterkommere hadde ønsket at fondet ble forvaltet.

Det er imidlertid viktig å understreke at nordmenns etiske oppfatninger ikke kan utgjøre en systematisk og begrunnet teori om hva som er rett og galt. Norge et pluralistisk samfunn, og det eksisterer ingen enighet om gyldigheten av et bestemt etisk perspektiv. Det finnes et bredt spekter av rimelige oppfatninger om religiøse, filosofiske og moralske spørsmål. Et demokratisk samfunn kan derfor ikke legge en bestemt oppfatning av disse spørsmålene til grunn for forvaltningen av sine ressurser. Med hensyn til forvaltningen av petroleumsfondet vil pluralismen bli forsterket av at man i prinsippet også bør ta hensyn til de oppfatninger som fremtidige generasjoner av Nordmenn måtte ha. Denne pluralismen betyr likevel ikke at det ikke vil finnes enighet om visse etiske prinsipper. I mange tilfelle vil man komme frem til samme svar på etiske spørsmål ut fra forskjellige innfallsvinkler. Det eksisterer for eksempel en slik *overlappende enighet* med hensyn til behovet for å respektere visse grunnleggende politiske og sosiale rettigheter og behovet for å bevare miljøet. Ulike personer vil imidlertid begrunne disse standpunktene på forskjellig måte. Noen vil appellere til et religiøst grunnsyn, andre til en bestemt moral-filosofisk oppfatning.

Det er heller ingen grunn til å tro at de etiske valg som treffes gjennom samfunnets viktigste institusjoner og de verdier som kommer til uttrykk i norsk politikk, kan beskrives som et konsistent sett av etiske prinsipper. Hovedgrunnen til dette er at disse beslutningene er et resultat av politiske kompromisser som kan skifte over tid. Enkelte hovedlinjer i norsk politikk, for eksempel i norsk utenrikspolitikk, har imidlertid vært preget av stabil enighet over et forholdsvis langt tidsrom. For å sikre at de etiske retningslinjene har den nødvendige demokratiske forankring er det derfor viktig at de etiske retningslinjene for petroleumsfondet primært tar sikte på å gjenspeile slike stabile hovedlinjer. Et annet argument for å søke etter de stabile hovedlinjene i politikken er usikkerheten omkring hvilke etiske standpunkter fremtidige generasjoner av nordmenn vil innta.

Hvordan skal man avdekke hvilke etiske standpunkt det er stabil enighet om? Dette er utvilsomt en vanskelig oppgave. En fordel for petroleumsfondet sammenliknet med de fleste andre investeringsfond er at dets eier har en rekke klart artikulerte oppfatninger om etiske spørsmål. Den norske stat har gjennom norsk lov, gjennom tilslutning til ulike internasjonale konvensjoner og gjennom hovedtrekkene i sin utenrikspolitikk gitt uttrykk for en rekke etiske standpunkter. Disse holdningene er omfattet av bred konsensus og ligger fast over tid. Hovedtrekkene i norsk utenrikspolitikken, og spesielt de internasjonale avtaler og konvensjoner som Norge har sluttet seg til, er derfor et naturlig utgangspunkt for utforming av etiske retningslinjer. De verdier og prinsipper vi legger til grunn for utenrikspolitikken beskriver hvordan vi ønsker å forholde oss andre enn være egne landsmenn. Rent juridisk forplikter de folkerettslige konvensjonene (med noen unntak) Norge overfor forhold innenfor vår jurisdiksjon. Det er likevel rimelig å betrakte norske myndigheters tilslutning til slike konvensjoner som et uttrykk for et ønske om at innholdet i konvensjonene også respekteres i andre land.

Demokrati- og legitimitetshensyn taler for at retningslinjene bør ta utgangspunkt i et verdi-grunnlag som er uttrykt skriftlig. Viktige kilder er: *Verdenserklæringen om menneskerettighetene* av 1948 og *de sentrale menneskerettighetskonvensjoner*; konvensjonene om *rasediskriminering, barn, urfolks rettigheter og tortur* seg ut som mulige grunnlag, de *internasjonale nedrustningskonvensjoner* og konvensjoner som forbyr visse typer våpen, de 8 fundamentale ILO konvensjonene, og internasjonale konvensjoner mot korrupsjon og ulike former for grenseoverskridende økonomisk og annen kriminalitet. Disse kildene er viktige nettopp fordi de beskriver forpliktelser som vi mener vi har også overfor personer som ikke har en personlig tilknytning til Norge gjennom statsborgerskap eller bosted.

5 PÅVIRKE, UNNGÅ MEDVIRKNING ELLER STRAFFE

Ovenfor har jeg hevdet at eierskap i et selskap gir opphav til spesielle etiske forpliktelser overfor de som blir påvirket av selskapets virksomhet. Det er imidlertid ikke opplagt hva slags type

forpliktelser dette innebærer. Hva er det egentlig en etisk forpliktelse forplikter oss til å gjøre? I en analyse av de etiske retningslinjene for petroleumsfondet er det nyttig å skille mellom tre svar på dette spørsmålet.

For det første kan vi være forpliktet til å påvirke utviklingen i en ønsket retning – til å velge det alternativet som har det beste resultat. En viktig gruppe etiske teorier hevder vi primært skal bry oss om konsekvensene av de valgene vi gjør. Disse teoriene ser med andre ord framover og spør hvilke konsekvenser en handling eller en institusjon har. Dette blir gjerne beskrevet som en *konsekvensetisk* tilnærming fordi man er opptatt av handlingens konsekvens snarere enn handlingene som sådan. Konsekvensene kan med andre ord hellige middelet innenfor en slik tilnærming. Det etisk riktige valg er det som påvirker verden på best mulig måte, dvs. som har de beste konsekvensene. Ethvert valg har en endeløs rekke ulike konsekvenser og et avgjørende spørsmål er naturlig nok *hvilke konsekvenser* det vi skal fokusere på? Ulike konsekvensetiske tilnærminger har ulike oppfatninger av hvilke konsekvenser man skal legge vekt på. En viktig konsekvensetisk teori, utilitarismen, hevder at alternativer skal vurderes på grunnlag av hvordan de påvirker summen av menneskelig velferd. Andre konsekvensetiske teorier legger vekt på andre konsekvenser, for eksempel individers muligheter eller respekt for grunnleggende rettigheter. Alle teoriene har imidlertid det felles at de er fremoverskuende og vurderer alternativer på grunnlag av hvilke konsekvenser det vil ha.

Alternativt kan vi være forpliktet til å unngå å utføre, eller medvirke til, visse typer handlinger uansett hvilke konsekvenser disse handlingene måtte ha. En slik tilnærming kan betegnes som plikt- eller sinnelagsetikk og fokuserer på handlingens egenskaper snarere enn konsekvensene av handlingen. Selv om det har en intuitiv appell at valg bør evalueres ut fra deres konsekvenser vil man innenfor en slik tilnærming hevde at fokuset på konsekvenser er feilaktig i enkelte situasjoner. En pliktetiker vil hevde at man må se på handlingens karakter snarere enn konsekvensene av handlingen. Enkelte handlinger har en slik karakter at man ikke bør utføre dem uansett hvor gunstige konsekvensene måtte være. Spesielt vil mange hevde at man ikke skal medvirke til brudd på enkelte rettigheter uansett om konsekvensene av det kan være bedre. En handling kan ikke rettferdiggjøres ved å henvise til at følgene av handlingen er gode. Middelet kan med andre ord ikke rettferdiggjøres fordi konsekvensene er gode. For eksempel vil man innenfor en slik tradisjon kunne hevde at det å medvirke til visse brudd på visse grunnleggende menneskerettigheter er uakseptabelt uansett konsekvensene av slike brudd. En hovedutfordring innenfor et slikt perspektiv er å bestemme hva det vil si å medvirke til uetisk atferd.

En tredje type etisk perspektiv legger vekt på gjengjeldelse og ansvar. Man skal holde personer ansvarlige for sin atferd og man er forpliktet til å straffe eller belønne visse typer atferd. Hva som er korrekt straff eller belønning kan bare vurderes ved å se på hva som faktisk har skjedd. En etisk teori som legger vekt på gjengjeldelse vil være kjennetegnet ved en slik tilbakekuende holdning. En konsekvensetisk tilnærming vil også kunne legitimere gjengjeldelse, men begrunnelsen vil være grunnleggende annerledes. En konsekvensetisk tilnærming vil fastsette belønning og straff ut fra vurderinger av hvilken effekt de vil ha. Dersom man er opptatt av å holde en person ansvarlig for sin atferd vil man derimot være opptatt av at straff og belønning står i et rimelig forhold til atferden. Den sentrale utfordringen for en slik tilnærming er å bestemme hva som er under ulike aktørers kontroll og hva de skal holdes ansvarlig for.

Forskjellen mellom disse tre typene forpliktelser er viktig når man skal bestemme hva petroleumsfondet er forpliktet til. Er vi for eksempel forpliktet til å arbeide for at menneskerettigheter i minst mulig grad brytes? Er vi forpliktet til ikke selv å medvirke til menneskerettighetsbrudd? Eller er vi forpliktet til å straffe de som har begått slike brudd? Svaret på disse spørsmålene vil kunne være avgjørende for valget mellom de ulike virkemidlene som petroleumsfondet har til rådighet.

Dette kan virke som en konstruert problemstilling og det kan umiddelbart være fristende å svare at vi burde gjøre alle tre ting. I mange situasjoner er det heller ingen motsetning. Å straf-

fe eller belønne kan påvirke utviklingen i en ønsket retning, å unngå medvirkning kan være den beste måten å straffe eller påvirke etc.. Så enkelt er det imidlertid ikke alltid. Det er for eksempel lett å finne situasjoner hvor det å ikke medvirke til en virksomhet som bryter med verdier vi tror på kan gjøre at situasjonen blir verre enn den ville vært hvis man selv medvirket. En mye diskutert problemstilling er hvorvidt man bør investere i, eller drive handel med, land som systematisk bryter menneskerettighetene til sine innbyggere. Hvis man trodde at en slik økonomisk boikott på sikt bidro til at regime ville bli erstattet av et annet og bedre regime ville det ha vært et sammenfall mellom ønske om å ikke medvirke og ønske om å påvirke utviklingen i en ønsket retning. Hvis man derimot har grunn til å tro at boikotten ikke vil ha denne effekten, for eksempel fordi mange andre land fortsetter å handle og investere der, oppstår et vanskelig spørsmål. Skal man boikotte landet for å unngå å medvirke eller skal man investere der og håpe at man kan påvirke landet i riktig retning gjennom sin tilstedeværelse?

Det er lett å se at liknende problemstillinger vil kunne møte petroleumsfondet. Man kan trekke seg ut av en virksomhet fordi man ikke ønsker å medvirke til brudd på menneskerettigheter eller arbeidstakerrettigheter. Men det er ikke opplagt at det er den beste måten å minimere brudd på slike rettigheter. Hvis man trekker seg ut vil muligens et annet selskap, som ikke har de samme etiske retningslinjene, erstatte dem. Ofte er slike påstander feil, men la oss tenke oss en situasjon hvor det er riktig. Er det for eksempel slik at det å trekke seg ut av et regime som systematisk bryter menneskerettigheter ikke er påkrevd dersom andre selskaper umiddelbart tar ens plass? Muligens vil man kunne gjøre mer for menneskerettighetssituasjonen gjennom å forbli som eier og benytte sine eierrettigheter til å styre virksomheten i ønsket retning. Liknende problemstillinger reiser seg med hensyn til investeringer i bransjer som man oppfatter som uetiske. Skal man trekke seg ut av tobakksindustrien på grunn av tobakkens karakter, eller skal man investere i den for å søke å forbedre arbeidsforholdene i plantasjene som selger tobakk til industrien? Ønske om å unngå medvirkning kan med andre ord stå i konflikt med ønske om påvirke verden i en bedre retning.

Hvilke type forpliktelse man ønsker å ivareta vil også påvirke hvilket behov petroleumsfondet har for informasjon. Dersom fondet tar sikte på å straffe de selskaper som ikke opptrer på en bestemt måte vil historisk informasjon kunne være tilstrekkelig for å beslutte hvorvidt man skal trekke seg ut eller ikke. Dersom man derimot er opptatt av å unngå medvirkning vil man måtte vurdere i hvilken grad det er sannsynlig at selskapet vil fortsette denne typen atferd. Man må med andre ord beregne sannsynligheten for at investeringer i et selskap vil føre til medvirkning til uetisk atferd. Dersom målet er å påvirke verden i en bedre retning er trolig behovet for informasjon enda større siden man i prinsippet må vurdere hvordan verden utvikler seg under ulike handlingsalternativer.

6 HVILKE FORPLIKTELSER ER PETROLEUMSFONDET EGNET TIL Å IVARETA?

Petroleumsfondet er ikke egnet til å ivareta alle etiske forpliktelser det norske folk har. Norske myndigheter har en lang rekke andre virkemidler til sin rådighet og mange av de forpliktelsene vi har kan åpenbart adresseres bedre ved å benytte andre virkemidler enn føringer på petroleumsfondets investeringsstrategi. Det vil heller ikke være hensiktsmessig for fondet å forfølge et stort antall ulike mål. Etiske retningslinjer er effektive dersom de er fokuserte. Det er ikke mulig å bruke samme virkemiddel til å forfølge en rekke ulike mål som peker i forskjellige retninger. I situasjoner hvor det potensielt sett kan være konflikt mellom ulike målsettinger, må man derfor foreta prioriteringer mellom ulike hensyn som man kunne ha ønsket at fondet skulle ivareta. De følgende tre steg kan fungere som et utgangspunkt for en slik prioriteringsprosess:

1. *Identifisere* situasjoner hvor etiske hensyn kommer i konflikt og situasjoner hvor de ikke gjør det
2. *Vurdere* hvorvidt petroleumsfondet er det best egnede virkemiddel
3. *Veie* hensyn som er i konflikt og som man ønsker å ivareta opp mot hverandre

Identifisere konflikt og sammenfall

Selv om ulike etiske hensyn potensielt sett kan komme i konflikt, betyr ikke det at de alltid vil være i konflikt. Et første steg i en prioriteringsprosess er derfor å identifisere de situasjoner hvor det ikke er konflikt og hvor de ulike etiske hensynene er sammenfallende. Fokuset i diskusjonen om petroleumsfondet har vært på den mulige konflikten som kan oppstå mellom ønsket om å ivareta de finansielle interessene til fremtidige generasjoner av nordmenn og ønsket om å ivareta andre etiske hensyn, for eksempel hensynet til arbeidstakeres rettigheter og til naturmiljøet. Det er imidlertid ingen grunn til å tro at disse etiske hensynene nødvendigvis vil komme i konflikt. For petroleumsfondet er det tvert imot god grunn til å tro at det vil være et godt sammenfall mellom ønsket om høy avkastning og andre etiske hensyn, for eksempel ønsket om en bærekraftig utvikling. Det er minst to grunner til dette. For det første er petroleumsfondet et uvanlig langsiktig fond. Det er trolig flere tiår inntil man ønsker å bruke annet enn fondets avkastning. Høy avkastning på så lang sikt forutsetter en bærekraftig utvikling. For det andre er petroleumsfondets portefølje meget bredt sammensatt. Petroleumsfondet er investert i flesteparten av de store selskapene som er registrert på verdens børser. Virksomhet som beriker et selskap i porteføljen på bekostning av andre selskaper i porteføljen vil derfor ikke nødvendigvis være i fondets interesse. Eksempelvis vil det ikke nødvendigvis være i petroleumsfondets interesse at et selskap det er investert i forurenser selv om det øker selskapets lønnsomhet. Fondet kan likevel tape dersom forurensingen reduserer lønnsomheten i de andre selskapene i porteføljen.

Som en langsiktig eier med en bredt sammensatt portefølje må petroleumsfondet tenke på langsiktig verdiskaping for selskapene fondet er investert i. Å bryte med allment aksepterte prinsipper om hva som er rett og galt fra et etisk synspunkt for å oppnå kortsiktig profitt, vil på lengre sikt kunne svekke selskapers omdømme og lønnsomhet. Petroleumsfondets langsiktighet tilsier dermed at aktivt eierskap for å sikre en bærekraftig opptreden vil være ønskelig. Det forhold at petroleumsfondet er så bredt involvert i mange selskaper, trekker i samme retning. At det ofte vil være sammenfall mellom hensynet til langsiktig avkastning og andre etiske hensyn, betyr likevel ikke at det ikke kan oppstå konflikt. Det er for eksempel liten tvil om at et ønske om å unngå å medvirke til produksjon av store produktgrupper vil kunne komme i konflikt med et ønske om lav risiko og høy avkastning for fondet. Likeledes vil det ikke være fornuftig med hensyn til fondets avkastning og risiko dersom den finansielle etterprøvbareheten svekkes.

Vurdere effekt

Man må vurdere hvorvidt petroleumsfondet er et godt egnet virkemiddel til å forfølge ulike etiske målsetninger, og hvorvidt man har andre virkemidler til rådighet som mer effektivt kan brukes til å ivareta de samme etiske hensyn. Det kan være nyttig å skille mellom to forhold i en slik vurdering: i) petroleumsfondets påvirkningskraft og ii) hvilke andre virkemidler myndighetene har til rådighet for å løse problemet. Det er særlig i de tilfeller hvor man gjennom fondet kan nå våre målsetninger og billigere enn ved bruk av andre virkemidler at det gir mening å benytte fondet.

Petroleumsfondet er et stort fond. Dette gir fondet påvirkningskraft både direkte og indirekte. Petroleumsfondets har muligheten til direkte å påvirke selskapers virksomhet gjennom bruk av sine eierrettigheter. Så langt har fondet i liten grad valgt å benytte disse rettighetene. Det betyr imidlertid ikke at fondet ikke har påvirket selskapenes utvikling. Å unnlate å gjøre noe kan ha like stor effekt som aktivt å gjøre noe. Samtidig er det viktig å merke seg at petroleumsfondets direkte påvirkningskraft er knyttet til størrelsen på fondets eierandeler. I dag eier petroleumsfondet i gjennomsnitt 0,2-0,4 pst. av aksjene i de markeder hvor fondet er investert. Selv om de gjennomsnittlige eierandelene forventes å øke noe over tid, gir de likevel begrenset direkte påvirkningskraft i de fleste selskaper. Fondets direkte påvirkningskraft er også begrenset av den restriksjon at fondet maksimalt kan eie tre prosent av aksjene i et selskap. Det betyr at

man aldri vil komme i en situasjon hvor man kan instruere ledelsen i selskapet. Denne begrensningen får størst betydning der man ønsker å påvirke et selskap til å endre en bevisst strategi som ledelsen støtter og er villig til å stå for utad. Skal fondet ha vesentlig direkte påvirkningskraft, må det i hovedsak samarbeide med de andre aksjonærene.

Petroleumsfondet kan også påvirke selskapers virksomhet indirekte gjennom markedet. Ved å kjøpe eller ikke kjøpe en aksje vil petroleumsfondet kunne påvirke prisene i markedet på kort sikt. Denne effekten skal ikke overvurderes. Markedet består av en lang rekke forskjellige aktører som samlet gjennomfører et høyt antall transaksjoner hver dag. At en enkelt aktør som petroleumsfondet kjøper, eller lar være å kjøpe, aksjer, er i seg selv ikke informasjon som kan forventes å påvirke prisen på aksjen på lengre sikt. Dersom markedet oppfatter en investor som spesielt godt orientert om et selskap eller en bransje, kan imidlertid virksomheten til denne investoren få konsekvenser for markedsprisen også på lengre sikt. Det forutsetter altså at investoren har et renommé som en innsiktsfull aktør, samt at øvrige investorer i markedet mener at beslutningsgrunnlaget er relevant også for deres vurderinger. Man bør likevel ikke basere seg på at denne effekten er særlig stor.

Den største påvirkningskraften har kanskje petroleumsfondet som rollemodell for andre fond. Fondets størrelse og det faktum at det er eid av den norske stat gjør at mange følger nøye med på hva petroleumsfondet foretar seg. Valget av hvorvidt og hvordan man innfører etiske retningslinjer i petroleumsfondet vil kunne ha en viktig signaleffekt og vil kunne få andre fond til å følge vårt eksempel. Koblingen mellom petroleumsfondet og den norske stat stiller fondet overfor spesielle utfordringer. Norge har markert seg i det internasjonale arbeidet for menneskerettigheter, arbeiderrettigheter og miljø. Dette omdømmet kan både være en styrke og en svakhet. På den ene siden gjør petroleumsfondets status som et norsk fond det lettere å ta en lederrolle i arbeidet for en mer ansvarlig investeringspolitikk. Samtidig blir fallhøyden stor. Det vil kunne føre til en svekkelse av Norges renommé dersom petroleumsfondet fremstår som en sinke i arbeidet med å utvikle etiske retningslinjer. Disse mulighetene til å bruke, forsterke eller eventuelt til å skade Norges navn kan gi opphav til spesielle forpliktelser for petroleumsfondet.

Staten har en rekke virkemidler til disposisjon for å fremme de etiske forpliktelsene som det norske samfunn har. Disse virkemidlene spenner over et vidt register både av innenriks- og utenrikspolitisk karakter. Ofte vil bruk av andre virkemidler kunne være mer effektivt enn bruk av etiske retningslinjer for petroleumsfondet. Ikke minst vil man ofte kunne ivareta våre etiske forpliktelser bedre gjennom utformingen av statsbudsjettet eller gjennom utenrikspolitikken. Det vil i slike situasjoner være fornuftig med en form for moralsk arbeidsdeling mellom ulike deler av politikken. Alle mål bør med andre ord ikke forfølges med alle virkemidler. Mange vil for eksempel hevde at de store inntektene fra olje- og gassutvinningen i Nordsjøen gir oss spesielle forpliktelser til å bistå og hjelpe fattige land. Det er imidlertid grunn til å tro at slike forpliktelser bedre kan innfris gjennom beslutninger om hvordan inntektene fra olje- og gassutvinningen skal brukes, snarere enn å legge føringer på hvordan den finansformuen vi bygger opp i utlandet skal forvaltes. Det er også grunner til å tro at Petroleumsfondet vil være et lite egnet virkemiddel dersom norske myndigheter ønsker å straffe selskaper som har begått grove brudd på menneske- og arbeidsrettigheter. Andre virkemidler som myndighetene har til rådighet, vil trolig være mer effektive for å oppnå et slikt mål.

For noen typer forpliktelser er det imidlertid lett å se at vi *må* benytte etiske retningslinjer. Det mest åpenbare er forpliktelser til ikke å medvirke til visse typer virksomhet, for eksempel brudd på menneskerettigheter eller arbeidstakeres rettigheter. I den grad man ikke kan stanse denne type atferd, er det ingen annen måte man kan unngå medvirkning enn ved å selge seg ut av selskapets aksjer og obligasjoner. Det er også viktig å understreke at det i mange situasjoner kan være hensiktsmessig å benytte mer enn ett virkemiddel for å nå et mål. I arbeidet for å forhindre produksjon og spredning av klasebomber er det for eksempel naturlig å bruke utenriks-

politiske virkemidler. I tillegg kan man la være å investere i selskaper som produserer klasebomber fordi man ikke ønsker å medvirke til denne typen virksomhet. På mange områder vil en bestemt opptreden fra petroleumsfondets side bidra til å støtte opp under de øvrige av de midler staten benytter for å fremme en gitt politikk. For eksempel har det norske samfunn utviklet en politikk på en rekke områder for å fremme en bærekraftig utvikling og etiske retningslinjer for fondet kan være komplementære til disse andre virkemidlene.

Veie ulike hensyn opp mot hverandre

I de situasjoner hvor det er en konflikt mellom ulike etiske hensyn og hvor man ikke har andre virkemidler som er bedre egnet, vil man måtte bestemme hvordan de ulike hensyn skal prioriteres. Dersom man som beslutningstaker ønsker å ta hensyn til mer enn ett forhold, må man bestemme seg for hvordan man skal forholde seg til situasjoner hvor de ulike hensynene kommer i konflikt. Hvis for eksempel petroleumsfondet ønsker å ta visse etiske hensyn samtidig som det ønsker høyest mulig avkastning for gitt risiko, må man bestemme hvordan man skal forholde seg til en situasjon hvor det å ta etiske hensyn fører til lavere avkastning eller høyere risiko.

Det er nyttig å skille mellom to strategier for å løse slike konflikter. Vi kan beskrive disse strategiene som henholdsvis *grensesettingsetikk* og *avveiningsetikk*. I henhold til en grensesettingsetikk gis visse etiske forpliktelser absolutt prioritet overfor andre hensyn. Disse forpliktelsene fungerer dermed som grenser for hvilke valg man legitimt kan ta. De etiske forpliktelsene fungerer dermed på samme måte som rettslige forpliktelser, de skaper et rom innenfor hvilket man kan velge. Utrekningsmekanismen i dagens forskrifter for petroleumsfondet er et uttrykk for en grensesettingsetikk siden hensynet til etterlevelse av folkerettslige forpliktelser gis absolutt prioritet i forhold til avkastning og risiko. En pliktetikk, slik den for eksempel kommer til uttrykk i menneskerettighetene, er ofte tenkt som en grensesettingsetikk. Hensynet til menneskerettigheter fungerer som grenser for hvilke valg man kan ta.

Det er imidlertid ikke noen nødvendig kobling mellom pliktetikk og grensesettingsetikk. Man kan tenke seg at ønske om å ikke medvirke til brudd på menneskerettigheter kan veies opp mot andre hensyn. En attraktiv egenskap ved grensesettingsetikken er at den gir klare anbefalinger om hva man ikke kan gjøre. Dersom man for eksempel mener at man ikke skal investere i enkelte former for uetisk virksomhet uansett hvilken effekt dette måtte ha på avkastning og risiko i petroleumsfondet, slipper man de vansker som er forbundet med å veie ulike hensyn opp mot hverandre.

Avveiningsetikken representerer et annet svar på hvordan man skal forholde seg til konflikter mellom ulike hensyn. I henhold til avveiningsetikken bør ulike hensyn veies opp mot hverandre slik at alle hensyn tillegges en viss vekt. En konsekvensetisk tilnærming vil typisk være en avveiningsetikk. Dette svaret er appellerende fordi man lett får kontraintuitive resultater dersom man gir ett hensyn absolutt prioritet. Dessuten gir en grensesettingsetikk ikke klare anbefalinger i situasjoner hvor absolutte krav kommer i konflikt. Selv om det kan være vanskelig å forsvare absolutte skranke for atferd, vil de fleste være med på å tillegge ønsket om å unngå brudd på menneskerettigheter så stor vekt sammenliknet med andre hensyn at det i de aller fleste normale situasjoner kan betraktes som en skranke for atferd. Innenfor et avveiningsperspektiv vil det være avgjørende hvilken effekt ulike retningslinjer har på avkastning og risiko. Informasjon om effekten av ulike etiske retningslinjer på avkastning og risiko er derfor avgjørende for å kunne foreta en god avveining mellom ulike etiske forpliktelser. Dessverre er det stor usikkerhet knyttet til hvordan ulike etiske retningslinjer påvirker avkastning og risiko. Enda dårligere er informasjonen om hvordan de etiske retningslinjene påvirker sosiale forhold og miljø. Dette gjøre en avveining mellom ulike hensyn vanskelig.

Et fundamentalt problem med en avveiningsetikk er knyttet til hvordan man skal fastsette de ulike vektene. Hvis man for eksempel skal veie ønsket om å unngå medvirkning til brudd på menneskerettigheter opp mot hensyn til høy avkastning og lav risiko – hvordan skal man da

vekte de ulike hensyn? Enkelte etiske teorier, som utilitarismen, gir eksplisitte regler for hvordan slike avveininger skal foretas. Likevel vil det i praksis være nødvendig å utøve skjønn når man skal sammenlikne og avveie så ulike type hensyn mot hverandre.

Når man har spesifisert en begrenset liste med etiske hensyn man ønsker å ivareta gjennom etiske retningslinjer gjenstår det kanskje vanskeligste spørsmålet: Hvordan skal man velge mellom ulike virkemidler for å ivareta disse hensynene i forvaltningen av petroleumsfondet? Det er klart at valget mellom ulike virkemidler vil avhenge av forpliktelsenes karakter. Vi går inn på dette nedenfor.

7 UTTREKK PÅ GRUNNLAG AV PRODUKT OG ATFERD

Den vanligste formen for etiske retningslinjer for fondsforvaltning har vært å unngå å eie aksjer i selskaper som produserer bestemte produkter. De tidligste fondene, som Pioneer Fund, som introduserte etiske retningslinjer var opprettet av ulike kirkelige grupperinger som ønsket å oppnå en avkastning på sin sparekapital på linje med hva aksjemarkedet tilbød, men uten å eie aksjer i selskaper innenfor «syndige» bransjer som tobakk, alkohol og gambling. For fond som forvalter ressursene til en relativt homogen gruppe individer, for eksempel personer som deler et bestemt livssyn, kan det være grunnlag for en utstrakt bruk av en slik strategi. Det er lett å forstå dersom legeföreningen ikke ønsker å investere i tobakksselskaper eller at ulike kirkelige organisasjoner ønsker å unngå bransjer de oppfatter som syndige.

For et fond som petroleumsfondet er det imidlertid vanskeligere å finne et grunnlag for filtrering på grunnlag av produkt. Som jeg har vært inne på ovenfor, må de etiske retningslinjene for petroleumsfondet baseres på prinsipper det er overlappende konsensus om. Dette kravet innebærer at negativ filtrering på grunnlag av produkt benyttes i begrenset grad. Det er ikke bred enighet om at filtrering av selskaper som produserer for eksempel tobakksprodukter, genmodifisert mat eller alkohol eller som er engasjert i lovlig gambling eller pornografi. De internasjonale konvensjoner innenfor menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter og miljø som norske myndigheter har engasjert seg i gir også lite grunnlag for negativ filtrering på grunnlag av produkter.

Det er også grunn til å tro at negativ filtrering på grunnlag av produkt er lite egnet for å påvirke selskaper. For eksempel kan ikke en tobakksprodusent enkelt slutte å produsere tobakk. Så lenge et flertall av investorene ikke benytter etiske filtre vil heller ikke det faktum at et selskap utelukkes fra enkelte portefølger i vesentlig grad påvirke kostnadene ved å drive selskapet.

Norge har imidlertid engasjert seg aktivt i det internasjonale arbeidet med nedrustning og konvensjoner som forbyr visse typer våpen. Investeringer i selskaper som produserer anti-personell landminer rammes av medvirkningsforbudet i minekonvensjonen og er dermed ulovlig. Det samme gjelder kjemiske og biologiske våpen. Norge har dessuten vært ledende i arbeidet for å få et internasjonalt forbud mot klasebomber og for å hindre spredning av atomvåpen. Dette var bakgrunnen for at utvalget foreslo, og stortinget vedtok, at negativ filtrering av selskaper fra fondets investeringsunivers skal benyttes for å forhindre at fondet er investert i selskaper som produserer følgende våpentyper: Kjemiske våpen, biologiske våpen, antipersonellminer, ikke-detekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, atomvåpen og klasebomber. Dette er våpentyper som medfører særlig omfattende sivile lidelser ved antatt normal bruk.

Selv en såpass begrenset liste av produkter vil kunne begrense størrelsen på investeringsuniverset betraktelig. Grunnen til dette er at det er vanskelig å avgrense de selskaper som produserer disse produktene. Hvordan skal vi behandle underleverandører til de som produserer det endelige produktet? Bør for eksempel IBM og General Electric tas ut av fondet fordi disse selskapene er underleverandører til selskaper som produserer atomvåpen? Det er vanskelig å gi et godt svar på disse spørsmålene, av pragmatiske grunner har man likevel besluttet at man bare utelukker selskaper som produserer *strategiske* komponenter til disse våpentypene.

Det er viktig skille mellom utelukkelse av «uetiske» produkter og utelukkelse av selskaper på grunn av uetisk atferd eller opptreden. Grunnlaget for uttrekk på grunnlag av atferd er bedre fordi det er bred enighet om at visse typer opptreden, for eksempel brudd på menneskerettigheter eller grunnleggende arbeidstakerrettigheter, er uakseptabel. Effekten av uttrekk på grunnlag av atferd kan forventes å være større enn effekten av uttrekk på grunnlag av produkt fordi det kan sende et viktig signal til markedet dersom Petroleumsfondet trekker seg ut på grunnlag av selskapets atferd. De etiske retningslinjene slår derfor fast at fondet skal trekke seg ut av enkelt-selskaper der hvor det er en betydelig risiko for at fondet gjennom sitt eierskap medvirker til uetiske handlinger som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller grove miljøødeleggelser.

Utelukkelse av selskaper på grunnlag av atferd må organiseres på en annen måte enn utelukkelse på grunnlag av produkt. Det å filtrere selskaper på grunnlag av uetisk atferd, for eksempel brudd på etiske normer, vil vanskelig fungere i praksis. Selskapers atferd endrer seg over tid, og det er urealistisk å legge inn filtre som skal kunne fange opp brudd på menneskerettighets eller arbeidstakerrettighetsstandarder. Det vil ikke foreligge offisiell informasjon om slik virksomhet, og identifisering av selskaper vil ofte være basert på påstander fra en tredjepart. En vurdering av hvert enkelt selskap vil kreve et grundig arbeid for å verifisere informasjonen som innhentes og i vurderingene av rekkevidden av de overtrampene det foreligger påstander om. Det skal derfor opprettes et etikk- og folkerettsråd som skal undersøker enkelt-selskaper og gir anbefalinger om uttrekk.

Uttrekk og negativ filtrering kan komme i konflikt med målet om langsiktig avkastning for fondet. Dersom Norges Bank skal kunne gjøre en god jobb som forvalter av fondet er det viktig at de har en klart formulert målsetning. Dette er også nødvendig dersom Finansdepartementet som representant for eierne skal kunne evaluere prestasjonene til Norges Bank som forvalter. Det å rense porteføljen for klart uetiske investeringer bør derfor være et eieransvar og ikke et forvalteransvar. Det innebærer at det ikke er forvalterens ansvar å foreta beslutning om uttrekk. Beslutningen bør treffes av Finansdepartementet på grunnlag av en selvstendig vurdering av selskapet ut fra de retningslinjer som er satt for uttrekk. Etikk- og folkerettsråd skal derfor gi sine anbefalinger om utelukkelse til departementet og ikke til forvalteren av fondet.

Uttrekk og negativ filtrering av aksjer kan i prinsippet påvirke både avkastning og risiko i porteføljen. Det er imidlertid liten grunn til å tro at avkastningen på de aksjene som tas ut av investeringsuniverset skal være høyere enn for andre aksjer. Kostnaden ved bruk av uttrekk og negativ filtrering er primært knyttet til at risikoen i porteføljen øker. Risikoen til en portefølje avhenger av risikoen til den enkelte aksjen isolert sett, men også av hvordan avkastning på de ulike aksjene samvarierer. For noen aksjer er det slik at når avkastningen er høy på en aksje, så er den i gjennomsnitt også høy på en annen aksje. For andre aksjer er slik at høy avkastning på en aksje følges av lav avkastning på en annen aksje. Generelt er det slik at den samlede risikoen i porteføljen faller når antallet selskaper øker. Dersom eierne ønsker å unngå risiko er det dermed en gevinst knyttet til å spre risikoen på flere selskaper. Kostnadene ved negativ filtrering og uttrekk er i hovedsak knyttet til at denne gevinsten blir mindre. Uttrekk i det omfanget det legges opp til i Graverutvalgets rapport kan ikke forventes å føre til store avkastningstap. Imidlertid er det viktig å merke seg at selv små avkastningstap med et fond så stort som petroleumsfondet er likevel kostbart. Et avkastningstap på 0,01 pst. hvert år utgjør for eksempel hele 100 millioner for et fond med 1000 milliarder i kapital.

8 EIERSKAPSUTØVELSE

Debatten om bedrifters samfunnsansvar har i stor grad fokusert direkte på bedriftsledelsen og hvordan den bør ta hensyn til de effekter selskapets virksomhet har på ulike interessenter. På mange måter ville det vært mer naturlig å fokusere på eierne av selskapene – det er jo tross alt de som gir bedriftsledelsen sitt mandat og som gjennom styret ansetter bedriftsledelsen.

Det er flere grunner til det manglende fokus på eieres ansvar. For det første er det ikke opplagt at det er ønskelig at eierne blander seg opp i selskapets drift, spesielt ikke dersom det er mange mindre aksjonærer. For det andre har små aksjonærer liten innflytelse i selskapet og liten interesse for å følge med på hva som skjer i selskapet. En stadig større andel av verdens aksjer eies av institusjonelle investorer. Disse investorene har en bredt sammensatt portefølje og er investert i et stort antall selskaper. Resultatet av denne pulveriseringen av eierskap har vært økt makt hos bedriftsledelsen på bekostning av eierne.

Det er kostbart for en eier å titte bedriftsledelsen i kortene og denne formen for kontrollvirksomhet er et felles gode. Selv det å stemme ved en generalforsamling er ikke uproblematisk dersom man eier aksjer i flere tusen selskaper. Med mange små aksjonærer vil det derfor skje for lite kontrollvirksomhet. En viktig bakgrunn for ENRON og en rekke av de andre store næringslivsskandalene i de siste årene er fraværet av direkte eierkontroll. I for stor grad har man basert seg på ekstern kontroll gjennom revisjonselskapene.

Petroleumsfondet hadde inntil nylig som policy å ikke bruke sine eierrettigheter. En slik policy kan sammenliknes med en borger som har som prinsipp at han eller hun ikke skal bruke stemme retten sin. Den viktige forskjellen er selvsagt at petroleumsfondet kan ha opptil tre prosent av stemmene. Vi ville utvilsomt hatt store innvendinger mot en hjemmesitter med tre prosent av stemmene ved stortingsvalget. Petroleumsfondet har vært en gigantisk hjemmesitter i det globale bedriftsdemokratiet.

Mye tyder heldigvis på at holdningen til eiers ansvar er i ferd med å forandre seg. Corporate governance, eller bedriftsstyring, har blitt et sentralt tema. I stor grad kan man oppfatte dette som eiernes forsøk på å gjenvinne noe av kontrollen over selskapene de eier. Et første, og forholdsvis lite kostnadskrevenne, tiltak er å ganske enkelt å stemme ved general forsamlingene. Selskaper som Institutional Investment Service (IIS) har spesialisert på å stemme for institusjonelle investorer ved generalforsamlinger. Men reel innflytelse krever typisk mer enn at man stemmer ved generalforsamlingen, det krever at man inngår i aktiv dialog med enkeltelskaper og det er langt mer ressurskrevenne.

Fondet har en etisk forpliktelse til å benytte sine eierrettigheter til å påvirke selskaper der det er mulig å påvirke gjennom å ha en eierposisjon. Norges Bank, som forvalter av petroleumsfondet, bør derfor legge hensynet til etikk inn i sine retningslinjer for stemmegivning og annen aktiv eierskapsutøvelse. Banken bør også ta klart stilling til spørsmål om sammenhengen mellom langsiktig avkastning og sosiale og miljømessige forhold, for eksempel betydningen av å bekjempe korrupsjon og sosial nød, bruk av miljøgifter, bruk av energi og utvikling av alternative energiformer. Prinsippene for eierutøvelse bør baseres på internasjonalt aksepterte etiske normer slik de for eksempel er reflektert i FN's «Global Compact» retningslinjer og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper. En klar fordel ved å basere etiske retningslinjer for eierskapsutøvelse på disse dokumentene er at de favner bredt både innenfor menneskerettigheter, arbeidsstandarder og miljø. Et viktig premiss for etableringen av retningslinjene er at den langsiktige avkastningen på en bredt sammensatt finansportefølje er avhengig av en bærekraftig økonomisk utvikling.

9 AVSLUTNING

For å oppsummere kan vi si at målene for etiske retningslinjer for petroleumsfondet er at interessene til fremtidige generasjoner av nordmenn sikres gjennom bidrag til en bærekraftig utvikling og ved at nasjonen gjennom sine investeringer ikke bidrar til uakseptable forhold. I svar med utvalgets forslag har Stortinget vedtatt å bruke tre typer virkemidler for å innfri de etiske forpliktelsene som fondet har. For det første vil man etablere et sett med prinsipper for petroleumsfondets *eierskapsutøvelse*. Disse prinsippene skal ta utgangspunkt i FN's Global Compact og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper. For det andre skal fondet benytte *negativ filtrering* for å unngå å investere i visse typer produksjon. Alle selskaper som selv

eller gjennom enheter de kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper skal elimineres fra investeringsuniverset. Det tredje virkemidlet er uttrekk av selskaper fra investeringsuniverset av selskaper der det er uakseptabel risiko for at man gjennom eierskap vil medvirke til grove eller systematiske etiske normbrudd innen bl.a. menneskerettigheter og miljø. De to siste virkemiddelene skal i administreres av det nyopprettede rådet for etikk og folkerett som vil ligge under finansdepartementet, mens det første virkemiddelet skal være en integrert del av fondets forvaltning.

Disse tre virkemidlene innebærer at man enten avgrensner petroleumsfondets investeringer mot uetiske forhold eller ivaretar fondets etiske forpliktelser gjennom utøvelsen av eierskap der dette er forenlig med fondets langsiktige finansielle interesse. Med dette settet av virkemidler vil Norge være langt framme i arbeidet med etisk ansvarliggjøring av store institusjonelle investorer. Håpet må være at fondet både direkte gjennom retningslinjene, men også som et eksempel for andre investorer, kan bidra til å fremme en bærekraftig utvikling.

Referanser:

- Bay, I. (2002): «Verdiløse Penger. Oljefondet - veien mot etiske retningslinjer». Oslo: Framtiden i våre hender. FIVH-rapport nr. 1/2002.
- Cappelen, A. (2003): «Etske grunnspørsmål i utformingen av etiske retningslinjer for Petroleumsfondet», vedlegg 2 i NOU 2003:22.
- Cappelen, A. (2003): «Forvaltning for fremtiden – etiske retningslinjer for Statens Petroleumsfond», *Økonomisk Forum*, 57 (2003), 7, 10-12.
- Dimtcheva, L., Morrison, G. & Marsland, J. (2002): *Green with envy. SRI investors face additional, more complex, risks than their conventional counterparts*. Global Portfolio & Risk Advisory, Commerzbank.
- Luther, R.G. & Matatko, J. (1994): «The performance of ethical unit trusts: Choosing an appropriate benchmark», *British Accounting Review*, March 1994, 77-89.
- Fisher, J. M. (1999): «Recent work on moral responsibility», *Ethics* 110, no. 1, 93-139.
- Gjølberg O. og T. Johnsen (2003): «Evaluering av etisk forvaltning: metode, resultater og kostnader», vedlegg 11 i NOU 2003:22.
- Global Consulting Group (2001): *Do socially responsible equity portfolios perform differently from conventional portfolios? If so: How and why?* ABN AMRO Asset Management.
- Guerard, J.B., Stone, B.K. & Bernell, K. (2002): Social screening does not harm performance, *Pensions & Investments*, Vol. 30, No. 16, 30 – 31.
- NOU (2003), *Forvaltning for fremtiden – forslag til etiske retningslinjer for petroleumsfondet*, NOU 2003:22.
- OECD (2001): «Codes of Corporate Conduct: Expanded Review of their Contents», Working Papers on International Investment, 2001/6. Revidert nasjonalbudsjett 2002. Revidert nasjonalbudsjett 2004.
- Sauer, D.A. (1997): «The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the Domini 400 social index and Domini equity mutual fund», *Review of Financial Economics*, Vol 6, No. 2, 137-149
- SiRi-group (2001): «Green, social and ethical funds in Europe 2002», SiRi-group/CSR Europe.
- Sparkes, R. (2001): «Ethical investments: Whose ethics, which investment?» *Business Ethics: A European Review*, vol. 10:3, 194-205
- Tørres, L. (2002): «Money, money, money – et oljefond å være stolt av», Fafo-rapport, mai 2002.