



Høgskulen på Vestlandet

Bacheloroppgave

ØKB3113

Predefinert informasjon

Startdato:	03-05-2019 16:10	Termin:	2019 VÅR
Slutt dato:	10-05-2019 14:00	Vurderingsform:	Norsk 6-trinns skala (A-F)
Eksamensform:	Bacheloroppgave - med muntlig presentasjon		
SIS-kode:	203 ØKB3113 1 PRO-1 2019 VÅR Haugesund		
Intern sensor:	(Anonymisert)		

Deltaker

Kandidatnr.: 134

Informasjon fra deltaker

Tittel *: Det norske Oljefondets forsøk på å balansere finansielle og etiske hensyn

Engelsk tittel *: The Government Pension Fund Global 's attempt to balance economic and ethical considerations

Egenerklæring *: Ja **Inneholder besvarelsen Nei**
konfidensiell materiale?:

Jeg bekrefter at jeg har registrert oppgavetittelen på norsk og engelsk i StudentWeb og vet at denne vil stå på vitnemålet mitt *: Ja

Gruppe

Gruppenavn: (Anonymisert)

Gruppenummer: 13

Andre medlemmer i gruppen: Deltakeren har innlevert i en enkeltmannsgruppe

Jeg godkjenner avtalen om publisering av bacheloroppgaven min *

Ja

BACHELOROPPGAVE 2019

PROGRAM: ØKB3113	DATO: 10. mai 2019	ANTALL SIDER: 48 + 2 vedlegg
---------------------	-----------------------	---------------------------------

TITTEL:

Det norske Oljefondets forsøk på å balansere finansielle og etiske hensyn

The Government Pension Fund Global's attempt to balance economic
and ethical considerations

UTFØRT AV:

Elise Hjertnes Monsen



PROBLEMSTILLING:

«Hvordan har Oljefondets forsøk på å balansere finansielle og etiske hensyn utviklet seg over tid? Hvilke dilemmaer kommer til syne og hvordan er de forsøkt løst?»

VEILEDER:

Idar Alfred Johannsen, HVL

UTFØRT VED:

Fakultet for økonomi og samfunnsvitenskap, Institutt for økonomi og administrasjon

Dette arbeidet er gjennomført som ledd i bachelorprogrammet i økonomi og administrasjon ved Høgskolen på Vestlandet og er godkjent som sådan. Godkjennelsen innebærer ikke at HVL inntar ansvar for metodene som er anvendt, resultatene som er fremkommet og konklusjoner og vurderinger i arbeidet.

Forord

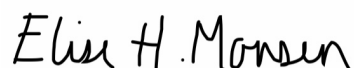
Denne bacheloroppgaven er utarbeidet våren 2019 ved avdeling for økonomi og administrasjon, og er en del av en 3-årig bachelorgrad ved Høgskulen på Vestlandet (HVL). Oppgaven er en 15 studiepoengs faglig undersøkelse av et begrenset emne. Den er skrevet av Elise Hjertnes Monsen.

Bedrifter er verktøy for verdiskapning. Men bedrifter kan ha et så enøyd fokus på inntjening at det går utover mennesker og miljø. Gjennom studieforløpet har jeg utviklet en interesse for denne dobbeltheten. Emnene etikk, eierskapsstyring og selskapsledelse, samt samfunnsansvar synes jeg er spesielt interessante. Jeg har gjennom denne skriveprosessen fått mulighet til å fordype meg ytterligere i disse samfunnsøkonomiske emnene. Arbeidet har vært tidkrevende og utfordrende fordi jeg ikke hadde noen kompetanse om Oljefondet ved oppgavens start. Det har likevel vært spennende og gitt mersmak.

Det rettes en stor takk til min veileder Idar Alfred Johannesen som har gitt en utmerket veiledning. Tusen takk for din støtte og entusiasme, som har hjulpet meg til å utnytte mitt potensiale. Jeg vil også takke familie, venner og kjære, som har vært tålmodige gjennom hele prosessen. Til slutt vil jeg takke mine medstudenter som har bidratt til et lærerikt samarbeid gjennom mine tre år på HVL.

Jeg bekrefter at arbeidet er selvstendig utarbeidet, og at referanser/kildehenvisninger til alle kilder som er brukt i arbeidet er oppgitt, *jf. Forskrift om studium og eksamen ved Høgskulen på Vestlandet, § 10.*

Haugesund, 9. mai 2019



Elise Hjertnes Monsen

Sammendrag

Oppgaven tar for seg hvordan det norske Oljefondet kontinuerlig forsøker å finne en balanse mellom finansielle og etiske hensyn, hovedsakelig når det gjelder dets investeringsstrategi for selskaphåndtering. Fondet eies av det norske folk og er et av verdens største fond. Det har en liten andel i over 9 000 selskap over hele verden, og en markedsverdi på omtrent 9 000 milliarder kroner (NBIMa,2019). Størrelsen tillater fondet å «tenke utenfor boksen». Som gjennomsnittseier av 1,4% av alle børsnoterte selskaper i verden har det en viss påvirkningskraft ovenfor markedet og økonomien som helhet.

Fondet forsøker ikke bare å ta hensyn til eierne, men også til resten av verden. Det norske Oljefondet var det første offentlige fondet som innførte etiske retningslinjer, med et formål om å integrere ulike hensyn. Det ambisiøse forsøket gjør fondet interessant som modell, dette for å forsøke å besvare oppgavens problemstilling:

«Hvordan har Oljefondets forsøk på å balansere finansielle og etiske hensyn utviklet seg over tid? Hvilke dilemmaer kommer til syne og hvordan er de forsøkt løst?»

Med ønske om å forstå problematikken bak det mulige balanseforholdet, vil oppgaven søke til teorier om etikk og samfunnsansvar som kan kaste lys over eksemplet. Det er likevel ikke en empirisk dokumentstudie i streng forstand, men mer et essay om et interessant tema.

Ulike dilemmaer kommer til syne og blir forsøkt løst gjennom fondets historie (1969-2019). Historien bærer preg av etiske valg, et ytre press og en endring fra en passiv til aktiv strategi. I dag er virkemidlene eierskapsutøvelse og filtrering sentrale for at fondet skal opptre som en ansvarlig investor. Ved brudd på sentrale etiske normer kan selskap bli utelukket fra investeringsporteføljen. Oppgaven konkluderer med at fondet balanserer finansielle og etiske hensyn ved å investere langsiktig og ansvarlig. Norges Bank Investment Managements ansvarlighetsrapport (2018) hevder at finansielle og etiske hensyn er sammenfallende, dersom lønnsomme investeringer er bærekraftige. Argumentet holder langt, men det kan argumenteres for at dette ikke er hele bildet. Noen spørsmål blir stående igjen. Oppgaven handler om hvordan et fond forholder seg til aksjeselskaper som har de egenskapene de har; et begrenset ansvar juridisk og et fokus på økonomisk lønnsomhet. Aksjeselskapets modell kan trenge en oppgradering, dersom modellen skal gjøre det den er designet for, nemlig komme samfunnet som helhet til gode.

III

Abstract

The subject of this bachelor thesis is how The Government Pension Fund Global (GPF) continuously strives to find a balance between financial and ethical considerations, mainly in terms of its investment strategy for company management. The GPF is owned by the Norwegian people and is one of the world's largest funds. It has lesser stakes in over 9 000 companies worldwide, and a market value of approximately 1 billion USD (NBIM, 2019). The size allows the fund to "think outside the box". As the average owner of 1.4% of all listed companies worldwide, it has some influence over the market and the economy as a whole.

The fund does not only consider the owners, but also the rest of the world. The GPF was the first public fund to introduce ethical guidelines, with the purpose of integrating multiple considerations. This ambitious attempt makes the fund interesting as a model. Therefore, this assignment aims to answer the following research question: "How does the GPF attempt to balance financial and ethical considerations evolve over time? Which dilemmas appear and how are they solved?" With a desire to understand the problem behind the possible balance, the assignment will turn to theories of ethics and social responsibility, which may shed light on the example. However, it is not an empirical document study in a strict sense, but more an essay about an interesting topic.

Throughout the fund's history (1969-2019) various dilemmas have appeared and been attempted solved. The History is characterized by ethical choices, an external pressure and a change from a passive to an active strategy. Today, the means of an active ownership and filtration are crucial for the fund to act as a responsible investor. Companies violating basic ethical standards can be excluded from the investment portfolio. The conclusion of this assignment is that the fund balances financial and ethical considerations through investing with long horizons and thereby responsible. Norges Bank Investment Management's *Accountability Report* (2018) claims that financial and ethical considerations are coinciding, if long-term investments are sustainable. The argument goes a long way, but it can be argued that this is not the whole picture. Some questions do remain. The task is about how a fund deals with corporations that have the characteristics of; a limited legally responsibility and a focus on financial profit. The corporation-model may need an upgrade, if the model is to do what it is designed for, to benefit society as a whole.

Innholdsfortegnelse

Forord	II
Sammendrag	III
Abstract	IV
1. Innledning og bakgrunn	7
1.1 Ansvarlig forretningsvirksomhet.....	7
1.2 Oljefondets relevans	8
1.3 Etske hensyn.....	9
1.4 Problemstilling	10
2. Avgrensning og metode	10
2.1 Avgrensning	10
2.2 Metode.....	11
3. Aksjeselskapet som institusjon, og etisk teori	11
3.1 Hensynet til langsiktig lønnsomhet	13
3.1.1 Børsnoterte selskap	14
3.1.2 Eierstyring og selskapsledelse.....	15
3.1.3 Hypotesen om universelle eiere.....	18
3.1.4 Bærekraft og den triple bunnlinjen	20
3.2 Hensyn utover lønnsomhet.....	21
3.2.1 Samfunnsansvar	21
3.2.2 Etik.....	24
3.2.3 Fenomenet ‘moralsk stumhet’	25
4. Det norske Oljefondet som eksempel	27
4.1. Hvordan oljeformuen ble skapt og forvaltet.....	27
4.1.1 Et etisk valg	27
4.1.2 Et ytre press	28
4.2.3 Ansvarlige investeringer.....	31
4.2 NBIMs arbeid med balansering av hensyn i dag.....	33
4.2.1 Langsiktig målsetning	33
4.2.2 Aktivt eierskap	34
4.2.3 Filtrering og uttrekk.....	36
5. Oljefondets håndtering av etiske dilemmaer	37
5.1 Konvertering av etiske og finansielle hensyn.....	38
5.2 Gode styresett og godt fungerende markeder sikrer eiernes rettigheter.....	39
5.3 Etisk ansvar ses på som juridisk ansvar	40

5.4 Spillerom for egne etiske vurderinger	41
6. Konklusjon	43
7. Referanseliste	44
8. Ordliste	48
9. Vedlegg	48

Figur-liste

<i>Figur 3. 1 Eierskap, ledelse og hensikt</i>	13
<i>Figur 3. 2 Styringskjeden</i>	16
<i>Figur 3. 3 Den triple bunnlinje</i>	21
<i>Figur 3. 4 Samfunnsansvars-pyramide</i>	22
<i>Figur 3. 5 Oljefondets historie</i>	27

1. Innledning og bakgrunn

1.1 Ansvarlig forretningsvirksomhet

Det brede temaet om ansvarlig forretningsvirksomhet interesserer meg. Ved studiestart hadde jeg en formening om at bedrifter og investorer kun opererer ut fra hensynet til lønnsomhet. Etter hvert fant jeg ut at lønnsomhet ikke alltid er hele bildet. Under utveksling til Australia engasjerte kurs som utfordret den kapitalistiske tankegangen meg, med et fokus på hensyn utover lønnsomhet. Gjennom emner som etikk, eierskapsstyring og selskapsledelse og samfunnsansvar ble jeg kjent med en tankegang om at bedrifter kan og bør ta hensyn til ulike aktører som blir berørt av virksomheten, ikke bare eierne.

Økonomiske hensyn har historisk sett overstyrt etiske normer i næringslivet, noe som kan indikerer en disharmoni mellom lønnsomhet og ansvarlighet i dagens samfunn. Det finnes flere mulige forklaringer på ubalansen. Forklaringen kan være et ensidig fokus på overskudd eller en etablering av et begrenset ansvar. I løpet av de siste 250 årene har det kommet en ny måte å organisere økonomisk virksomhet på, aksjeselskapet med begrenset ansvar (Winther & Hætre et al. 2015). Hensikten med organisasjonsformen har vært å skaffe kapital til næringslivet, og har derfor prioritert lønnsomhet for eierne (Winther et al. 2015). Noen mener imidlertid at organisasjonsformen er problematisk. Et poeng er at organisasjonsformen skaper et fokus på overskuddsmaksimering. Noen hevder også at dette er en integrert del av aksjeselskapet som institusjon (Bakan, 2005). Det relativt enøyde hensynet til profitt, kan ses i sammenheng med aksje-modellens begrensede ansvar.

Organiseringen av aksjeselskapet kan i dag være problematisk av flere grunner. Bedrifter møter krav om å ta hensyn utover lønnsomhet. Utviklingen i næringslivet og miljøet viser krav til bredere samfunnsansvar (NBIMa, 2018). Et ansvar som strekker seg lengre enn hva som i dag er lovpålagt. Det finnes flere mulige forklaringer på dette skiftet. En forklaring er at bedrifter tar hensyn til virkninger de har på andre og miljøet. I økonomisk teori kalles dette «eksternaliteter», og omhandler påvirkninger på en uskyldig tredjepart (Synnestvedt, 2014). En negativ eksternalitet vil være å påvirke en tredjepart negativt. Et eksempel kan være å produsere olje og gass, som er miljøskadelig. Mange blir berørt av slike bedrifters virksomhet, eksempelvis eierne, ansatte, lokalsamfunn samt ledd langt ute i verdikjeden. Aktørene omtales ofte som interessenter, og forslag om hvem det skal tas hensyn til har økt de siste tiårene.

En medvirkende faktor til økte krav er klimakrisen, som også har satt sekundære interessenter som miljøet på dagsorden. Med innstillingen fra Verdenskommisjonen for miljø og utvikling (1987) om vår felles fremtid kom hensynet til bærekraft høyt på den internasjonale dagsorden. Rapporten definerer bærekraft som en «*Utvikling som imøtekommer dagens behov uten å ødelegge mulighetene for at kommende generasjoner skal få dekket sine behov.*» (FN, 2019). Det blir lagt vekt på grunnleggende rettigheter og mulighet for å skape et bedre liv for de som stiller svakest. Hva naturen leverer i dag, går utover hva den i fremtiden vil levere. Anvendt på bedriften kan en si at begreper utvider spekteret for rimelige hensyn en bedrift bør balansere i høyere grad enn før. Det har ført til krav om at bedrifter må ta et utvidet samfunnsansvar, utover hensynet til lønnsomhet for eierne. Begrepet samfunnsansvar har ingen entydig definisjon, men kan oppsummeres som hvordan bedrifter skaper verdier, samtidig som ressursene forvaltes på en måte slik at negative effekter på miljø og samfunn blir minimert (Lem, 2019). Dette taler for å innrette investeringene slik at det lønner seg også i det lange løp.

Det finnes flere muligheter for å se nærmere på feltet; utfra bedrifters eller investorers synspunkt. Jeg ønsker å se fra en investors synspunkt, og da er Oljefondet en interessant modell. Fondet eier 1,4% av alle børsnoterte selskaper over hele verden, og har gjennom sine investeringer mulighet til å påvirke bedrifter og markedet i neste ledd (NBIMa, 2019). Fondet interesserer meg fordi det ikke bare forsøker å ta hensyn til eierne, men også til resten av verden. Som det største og første eksempelet på et fond som etablerer etiske retningslinjer, er Oljefondet et passende utgangspunkt for å øke min forståelse om hvordan lønnsomhet og ansvarlighet kan forenes.

1.2 Oljefondets relevans

Oljefondets markedsverdi er i dag på omtrent 9 000 milliarder kroner (NBIMa, 2019). Som en av de ti største eierne i selskaper over hele verden, blir investeringsstrategien til fondet lagt merke til. Fondet har eierandeler i 9158 selskaper i 73 ulike land (NBIMa, 2019).

Spredningen er stor, noe som gjør at ørsmå forandringer i forvaltningen sannsynligvis kan ha større konsekvenser for verdensutviklingen enn mye av norsk politikk (Global, 2018).

Uavhengig av den mulige påvirkningen poengterer lederen for utenriks- og forsvarskomiteen, Anniken Huitfeldt, at Oljefondet ikke skal være et politisk virkemiddel i utenriks- eller klimapolitikken (Global, 2018). Likevel blir fondet aktuelt på verdensbasis, som en modell

for hvordan bedrifter på globalt plan bør opptre. Fondet har en viss påvirkningskraft for aktører over hele verden som søker bærekraftige strategier, med bakgrunn i fondets ambisiøse forsøk på å forene lønnsomhet og ansvarlighet (NBIM, 2018). Fondet forsøker på best mulig måte å balansere hensynene som følger aksjeinvesteringene gjennom tre sentrale virkemidler: eierskapsutøvelse, filtrering og uttrekk (NBIMa, 2018). Virkemidlene skal hjelpe fondet å opptre som en ansvarlig investor (Regjeringen, 2003).

1.3 Etske hensyn

Gjennom fondets misjon om å ivareta og utvikle verdier for fremtidige generasjoner, står det stadig ovenfor nye utfordringer (NBIM, 2019). På den ene siden skal det tas hensyn til bærekraftige økonomiske løsninger. På den andre siden skal formuen forvaltes etisk og ansvarlig.

Oljefondet har et etisk ansvar når det kommer til å handle ut fra eiernes interesser. Det norske folket kan ses på som fondets eiere, de har derfor et legitimt ønske om avkastning. Fondet har etiske retningslinjer som oppgir at også fremtidige generasjoner har krav på en rimelig andel av formuen gjennom oppnåelse av god avkastning (Regjeringen, 2007). Fondet ønsker å skape rikelig lønnsomhet for det nåværende folk, men også ta den kommende generasjonen i betraktning. Målet er «*høyest mulig avkastning med moderat risiko*» (NBIMa, 2018). Med en utvinning av olje som er spådd å vare i 50 år til, har det blitt tydelig at Oljefondets investeringer bør være bærekraftige (NBIMa, 2019). Dette taler for å innrette investeringene slik at det lønner seg også i det lange løp.

Fondets etiske retningslinjer viser ikke bare til forpliktelser ovenfor fremtidige generasjoner, men også ovenfor andre parter som berøres av investeringene. Med et voksende fond som i sin helhet skal investeres utenfor Norge, øker antall berørte av forvaltningen. NBIM kan ta etiske hensyn når det gjelder den enkelte bedriftens oppførsel og eksternaliteter, som er effekter på økonomien og på miljøet som helhet. Grunnleggende rettigheter ovenfor alle interessenter skal ifølge de etiske forpliktelsene respekteres (Regjeringen, 2007). Dette hensynet kan tale for et sammenfall mellom økologisk og økonomisk bærekraft slik SPU beskriver i dokumentet *ansvarlig forvaltning* (2018).

1.4 Problemstilling

Gjennom fondets målsetning om å oppnå høyest mulig avkastning med moderat risiko, vil det være interessant å søke til økonomisk og etisk teori for å se hvordan ulike hensyn kan balanseres. Hvordan kan det tas hensyn til eierens legitime ønske om avkastning samtidig som andre hensyn blir ivaretatt? Når «scopet» utvides til hensyn utover lønnsomhet, åpnes det for ivaretagelse av flere interessenter og et økt samfunnsansvar. Her er ulike styringsmodeller sentralt for å danne et bilde av hva som kan ses på som bærekraftig økonomisk lønnsomhet. Videre spiller også samfunnsansvar og bærekraft en sentral rolle for hva som defineres som etisk forsvarlig. Deretter vil oppgaven ta fatt på Oljefondets historie, som vil springe ut i fondets ulike etiske dilemmaer. De etiske utfordringene vil bli sett i sammenheng med foreslåtte løsninger gjennom SPUs rapport *Ansvarlig forvaltning* (2018) for å forsøke å svare på følgende problemstilling:

«Hvordan har Oljefondets forsøk på å balansere finansielle og etiske hensyn utviklet seg over tid? Hvilke dilemmaer kommer til syne og hvordan er de forsøkt løst?»

2. Avgrensning og metode

2.1 Avgrensning

Innsikter i temaet blir i teoridelen beskrevet gjennom lærebøker og vitenskapelige tekster. Hensikten er å bruke teorien i drøftingen av fondets etiske dilemmaer. Det finnes mange teorier om hva som betegnes som både lønnsomt og ansvarlig, noe stoff er forskningsbasert mens annet bygger på ikke-vitenskapelig grunnlag. Teorien som vil bli fremlagt er hentet gjennom fagbøker fra mitt studieforløp samt systematiske søk i fire databaser for økonomi, anbefalt av HVL sitt bibliotek. Databasene er Academic Search Elite, Business Source, Scopus og Web of Science. Oppgaven vil suppleres med forskningsbaserte hypoteser som kan være med å forklare fondets balansering av de ulike hensynene.

For forståelse av investeringsstrategien for har oppgaven tatt utgangspunkt i NBIMs hjemmeside samt årsrapporten fra 2018. Informasjonen er fersk, men er et ikke-vitenskapelig grunnlag. Kilder fra organisasjoner stiller jeg meg i utgangspunktet kritisk til, men fordi fondet er Statlig eid går jeg ut fra at informasjonen er pålitelig. Boken *Drømmefondet* (2018) er en god kilde som kan hjelpe å formulere denne oppgaven forståelig for en eventuell leser

uten økonomisk bakgrunn. Jeg har stilt meg noe kritisk til boken skrevet av samfunnsøkonomen Camilla Bakken Øvald, fordi den kan bære preg av venstrepolitiske synspunkt. Om Oljefondet bør brukes som et politisk virkemiddel i utenriks- eller klimapolitikken eller ikke er en pågående debatt som oppgaven søker å se bort i fra. Noe som også kom frem gjennom boken var at Oljefondets etiske retningslinjer gjaldt for investeringer av aksjer (Øvald, 2018). Jeg valgt å ikke gå inn på rentepapirer og eiendom, men det kan nevnes at etiske retningslinjer er foreslått (NBIMb, 2018). Øvald (2018) gir god informasjon om fondets historie, noe som kan suppleres med offentlige rapporter og teoribøker.

2.2 Metode

Jeg startet med interesse for et bredt tema; hvordan virksomheten til bedrifter kan forenes med hensyn utover egen lønnsomhet. Opprinnelig ønsket jeg å gjøre en empirisk undersøkelse av hvordan bedrifter etterlever bredere hensyn. Dette ble i praksis vanskelig å gjennomføre på grunn av tidsrammen og ressurser, også fordi det er krevende å få tak i potensiell sensitiv informasjon fra enkeltbedrifter. Jeg har isteden valgt å skrive et mer teoretisk essay om et viktig eksempel på en organisasjon som har forsøkt å finne balansen mellom lønnsom og ansvarlig forretningsvirksomhet, det norske Oljefondet. Gjennom dette utgangspunktet håper jeg å øke min forståelse om hvordan det er mulig å navigere i dette vanskelige terrenget. Oppgaven dreier seg riktignok om et empirisk materiale, hvor det legges vekt på Oljefondets egne dokumenter. Men det er likevel ikke noen empirisk dokumentstudie eller diskursanalyse i streng forstand. Jeg forsøker å orientere meg i et nytt terreng basert på et utvalg av Oljefondets egne dokumenter og sekundærlitteratur. Min oppgave er derfor mer et essay om et tema som interesserer meg.

3. Aksjeselskapet som institusjon, og etisk teori

Oppgaven handler om hvordan et fond forholder seg til aksjeselskaper, og det er derfor sentralt å gjøre rede for virksomheten. Aksjeselskapet er kanskje kapitalismens mest grunnleggende institusjon. Selskapene er vanligvis organisert som selvstendige og juridiske personer, med to egenskaper:

- Formålet med virksomheten er å generere lønnsomhet for eierne.
- Ansvar er begrenset til innskutt kapital, dersom selskap går konkurs.

Organisasjonsformen har vært en suksess, ikke minst fordi den gir tilgang til risikovillig kapital og fører til økonomisk vekst. Helt fra starten har aksjeselskapet vært kritisert for å stimulere til et ensidig fokus på profitt. Diskusjonen om en rimelig balanse mellom hensynet til lønnsomhet for eierne og hensynet til virkningene på mennesker og miljø har løpt gjennom hele kapitalismens historie.

Det finnes delte meninger om en bedrift bør ta hensyn utover lønnsomhet. På den ene siden argumenterte Milton Friedman for at bedrifter ikke har noe samfunnsansvar utover lønnsomhet (Carson et al. 2015). Argumentet er at det er umoralsk å bruke eiernes penger etter eget skjønn for samfunnet. Det underliggende argumentet er hentet fra den skotske filosofen Adam Smith, som ofte blir presentert som den moderne økonomiens far. Han presenterte en tese om «den usynlige hånden», en metafor for det grunnleggende markedsøkonomiske prinsippet som sier at om en person handler ut fra egennytte, vil en indirekte handle til nytte for samfunnet (Carson et al. 2015). Når det regner på presten, drypper det på klokkeren. Mange er imidlertid uenige og mener det bør tas hensyn utover lønnsomhet. Den amerikanske filosofen R. Edward Freeman regnes ifølge *Etikk for beslutningstakere* (2015) som grunnleggeren av interessent-teorien. Det kan argumenteres for at bedriftsledere ikke bare bør ta hensyn til lønnsomhet, men også etikk og samfunnsansvar. Slike argumenter kan deles inn i økonomiske og etiske argumenter. Økonomiske argumenter går ut på at samfunnsansvar kan være nyttig for egen langsiktig lønnsomhet. Etiske argumenter går ut på at virksomheter har etiske forpliktelser ovenfor samfunnet, da det ikke er en «etikk-fri» sone (Carson et al. 2015).

Første del av historiekapittelet vil ta for seg «det langsiktige økonomiske perspektivet» gjennom hensynet til lønnsomhet:

- Aksjeselskap
- Eierstyring og selskapsledelse
- Hypotesen om universelle eiere
- Bærekraft

Andre del av historiekapittelet vil ta for seg «det etiske perspektivet» gjennom hensyn utover lønnsomhet:

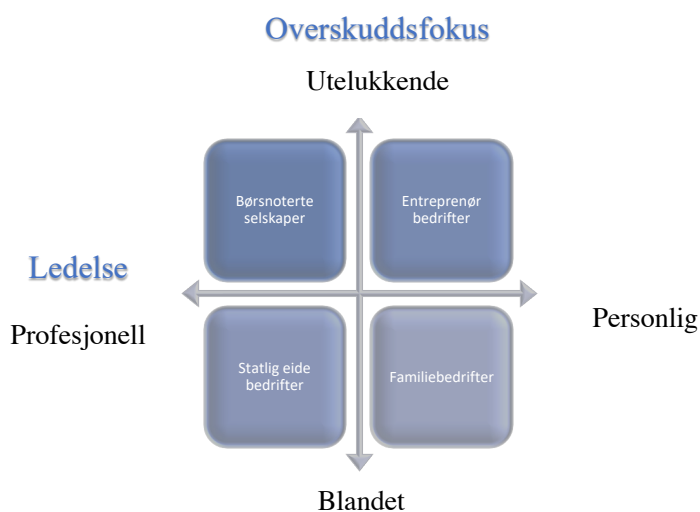
- Samfunnsansvar
- Etikk
- Moralsk stumhet

Den fremlagte teorien vil brukes for å belyse hvordan Oljefondet arbeider for å finne ut av denne balansegangen mellom finansielle- og etiske hensyn som problemstillingen adresserer: «Hvordan har Oljefondets forsøk på å balansere finansielle og etiske hensyn utviklet seg over tid? Hvilke dilemmaer kommer til syne og hvordan er de forsøkt løst?»

3.1 Hensynet til langsiktig lønnsomhet

Aksjeselskapet med begrenset ansvar er den moderne tids viktigste selskapsform (Bakan, 2005). Men det finnes viktige nyanser innen dette bildet som kan føre til forskjeller i de strategiske valgene ledelsen tar. Johnson et al. (2014) belyser dette ved å plassere selskaper i en modell langs to akser. Den ene handler om hva slags typer ledelse som forekommer. Den andre handler om hvor ensidig bedriften fokuserer på å generere overskudd. Den første aksene går fra profesjonell til personlig. Profesjonelle ledere er ansatt med bakgrunn i deres ekspertise. Personlige ledere er ansatt gjennom personlige forbindelser til lederskap. Den andre aksene går fra utelukkende overskuddsfokus til et bredere fokus. Et utelukkende fokus på overskudd, vil si at bedriften har et eksklusivt mål om profitt. På den andre siden har organisasjonen en blanding av ulike motivasjonsområder. Organisasjoner varierer sin posisjonering langs aksene. Noen organisasjoner følger eierskapsmodellens typiske oppførsel. Men de kan også ha en blanding av eierskapsmodeller, og disse har en tendens til å operere på særegne måter (Johnson et al. 2014).

Figur 3. 1 Eierskap, ledelse og hensikt



Basert på Figur 4. fra Johnson et al. (2014) s.111

3.1.1 Børsnoterte selskap

Børsnoterte selskap er offentlige selskap som operer i det åpne marked. Det vil si at aksjene selges slik at individuelle investorer kan kjøpe andeler i selskapene. Også institusjoner som pensjonsfond, banker eller forsikringsselskap har ofte eierandeler. Børsnotering tillater bedrifter som trenger kapital å skaffe seg dette, dermed kan bedrifter utvides. Utvidelsen bidrar videre til generell vekst i et marked. Måten den økonomiske virksomheten er organisert gir personer med penger mulighet til å bruke midlene til å bidra i økonomien samtidig som de har krav på avkastning for sitt eierskap.

Selve driften delegeres vanligvis fra investorene til profesjonelle ledere, som vist i figur 3.1. Dette gjøres for at selskapene skal klare seg på best mulig måte. I prinsippet arbeider bedriftslederne for å skape økonomisk avkastning for sine eiere, som er hovedgrunnen til at det kjøpes aksjer. De fleste børsnoterte selskaper fokuserer sterkt på resultatet (Johnson et al. 2014). Likevel er overskuddsmaksimering sjeldent et eksklusivt mål for bedriftene. Det er ofte snakk om en balansegang mellom kortsiktig fortjeneste og langsiktig overlevelse. Kortsiktig fortjeneste kan bli forbedret gjennom å kutte kostnader til forskning eller utnytte lojale kunder, men disse valgene vil gjerne skje på bekostning av den langsiktige overlevelsen. I relasjon til den vertikale akselen bør aksjeselskapene derfor variere sitt fokus på overskuddsmål. Spesielt siden selskapsformen er den viktigste i økonomier som i Nord-Europa ifølge Johnson et al. (2014).

En ulempe med børsnoterte selskap ligger i forholdet mellom eierskap og kontroll. Ledere blir ansatt for å kontrollere virksomheten på vegne av eierne. Ledere kan imidlertid utnytte investorene av hensynet til egeninteresser. Aksjonærene prøver å justere lederens interesser med egne interesser for å hindre dårlig administrasjonsatferd. Eksempler kan være belønningssystemer hvor ledelsen får aksjeandeler. I tillegg til dette har organisasjoner ofte flere grupper av personer som overvåker lederne. Dessverre kan bonusordninger og overvåkingsgrupper føre med seg egne problemer. Sammenhengende insentiver for eierstyring og selskapsledelse kan skape et miljø hvor ledere handler uetisk for å eksempelvis oppnå høyest mulig avkastning (Kim & Nofsinger, 2007). Oljefondet kjøper aksjer på lik linje med andre individuelle investorer. Siden driften i disse selskapene delegeres til bedriftsledere, er de avhengig av god eierstyring og selskapsledelse.

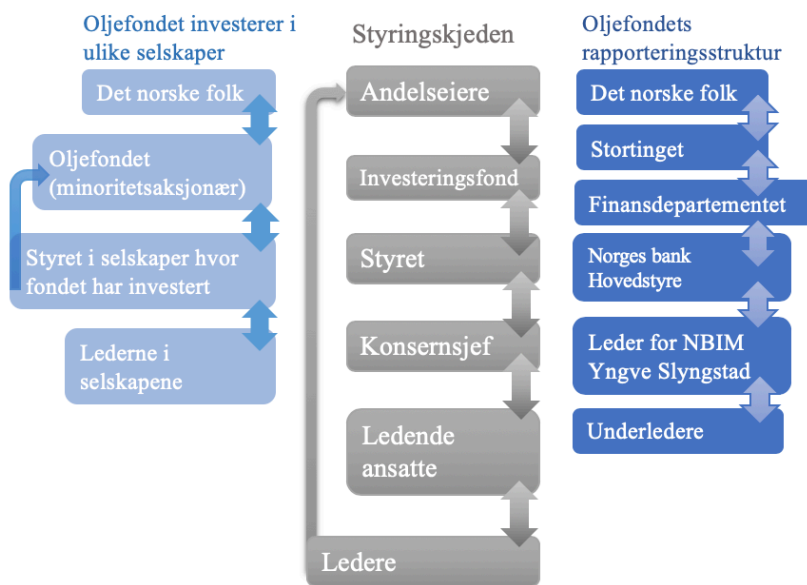
3.1.2 Eierstyring og selskapsledelse

God eierstyring og selskapsledelse er sentralt når det gjelder ivaretagelse av virksomhetens interesser og overlevelse. Måten virksomheten er organisert henger sammen med hvilke hensyn det ønskes å ta. Oppgaven om å ivareta ulike hensyn blir delegert fra eiere til ledere. Eierstyring og selskapsledelse dreier seg om strukturer og systemer for kontroll.

Investorer investerer direkte i en bedrift, mens daglig ledelse skal ivareta deres interesser. Dette byr på komplikasjoner. Ledere er ansatt for å handle ut fra eierens mål, men utførelsen er mer eller mindre opp til ledelsen. Komplikasjoner oppstår fordi ledere har et høyere ekspertise-nivå og informasjon når det gjelder driften (Peng, 2018). Ledelsens ekspertise er grunnlaget for ansettelse, men det kan gi ulemper for eierne. Dersom ledere ønsker, kan de ut fra sine relativt frie tøyler operere på en måte som er gunstig for seg selv. Ledelsens ekspertisenivå og informasjon gjør nemlig at de i virkeligheten har stor makt når det kommer til strategiske valg og dermed organisasjonens fremtid. Selv om ledelsen blir overvåket i en viss grad, gjør ulikt kunnskaps og informasjonsnivå det vanskelig. Forhold innen eierstyring og selskapsledelse kan analyseres gjennom prinsipal-agent modellen. «Prinsipalen» betaler «agenten» for å handle på sine vegne, dermed blir eieren prinsipalen og lederen agenten (Kim et al. 2007).

Det mer komplekse fenomenet oppstår når det dreier seg om forhold mellom småsparere og fond, og fondets forhold til bedriftene det investeres i. I virkeligheten er store selskaper ofte komplekse, med eiere og ledere på flere nivå. Ledere og interessenter er linket sammen gjennom styringskjeden, som illustrert gjennom figur 3.2 *Styringskjeden*. Styringskjeden gir et bilde av rollene og relasjonene de ulike gruppene har, som er involvert i styringen av en organisasjon (Johnson et al. 2014). Store offentlige organisasjoner vil ofte ha et komplisert styringssett. Figur 3.2 viser en styringskjede som kan sammenlignes med børsnoterte selskap. Ved økt størrelse vil det ofte forekomme ekstra lag av ledelse internt. Store organisasjoner som pensjonsfond er sammensatt av mange små eiere som ønsker å investere på børsen, men overlater styring til fondsforvaltere. Forvalterne investerer i et stort omfang av selskaper på andelseierens vegne. Den daglige investeringsaktiviteten blir foretatt av investeringsforvaltere. Andelseiere, som det norske folk, har ofte ingen kunnskap om hvilke selskaper de har en finansiell eierandel i.

Figur 3. 2 Styringskjeden



Oljefondet er et eksempel på et enda mer komplekst fenomen som oppstår når andelseiere ikke direkte styrer sine eiendeler. Prinsipal-agent teorien er av betydning for å sikre at organisasjonen forfølger formålet eierne har for institusjonen. Formålet er høyest mulig avkastning med moderat risiko og utføres av fondets investeringsforvaltere (NBIM, 2018). Indirekte har andelseierne den ultimate makt, og er derfor den ultimate prinsipalen. Fondets andelseiere er det norske folk, noe figur 3.2 illustrerer. Det norske folk kan ikke direkte styre 'sin eiendel', men stemmer på stortingsrepresentanter gjennom demokratiet. Folkets agent, Stortinget, handler på deres vegne. Norges Bank Hovedstyre har fått oppgaven om å forvalte formuen fra Finansdepartementet på vegne av Stortinget. Stortinget er Finansdepartementets prinsipal, og Finansdepartementet blir Norges Bank Hovedstyres prinsipal. Yngve Slyngstad er leder for Norges Bank Investment Management (NBIM), som igjen har ulike ledergrupper, komiteer og utvalg som sine agenter, i figur 3.2 defineres agentene som underledere. Teoretisk sett kan det tenkes at fondets direktør og ansatte kan ha en egeninteresse som ikke stemmer helt overens med eierne. Men jeg har ingen informasjon om dette, derimot er det mye informasjon om hvordan fondet tenker om prinsipal-agent-problemet i neste ledd, noe som blir oppgavens vinkling.

3.1.2.1 Prinsipal-agent-konflikter

Utgangspunktet for prinsipal-agent-teorien er prinsipal-agent-konflikten. Konflikten oppstår når agenten tar beslutninger på vegne av prinsipalen, samtidig som deres målsetninger ikke er

sammenfallende. Prinsipalen ønsker å fastsette en kontrakt som sørger for at agentens egeninteresse er å handle som prinsipalen ønsker (Peng, 2018). Styringsproblemene som oppstår kan føres tilbake til flere kilder; ulikt ekspertisenivå, begrenset oppfølging fra prinsipaler og ufullkomne bonusordninger.

Investorer må til en viss grad stole på at agentene handler ut fra deres ønsker. Som illustrert i figur 3.1 *Eierskap, ledelse og hensikt* er ledere i børsnoterte selskap somregel ansatt med bakgrunn i sin ekspertise. En kunnskapsforstyrrelse oppstår fordi agenten sitter på informasjon som prinsipalen ikke har, såkalt asymmetrisk informasjon (Peng, 2018). Det andre poenget er at det er svært vanskelig for oppdragsgivere å overvåke agentens ytelse. Investorer har gjerne flere investeringer, derfor blir begrenset oppmerksomhet og ressurser knyttet til den enkelte investering (Johnson et al. 2014). Det tredje poenget er at belønningssystemer kan virke mot sin hensikt (Kim et al. 2007). Bonusordninger fører ikke nødvendigvis til økt ytelse. Med mindre ordningene er nært knyttet til prinsipalens interesser, kan initiativene føre til målforskyvning. Ved målforskyvning følges ikke prinsipalens opprinnelige målsetning, men heller andre mål som gir agenter mer belønning. På denne måten kan agenten spille systemet. Prinsipal-agent teorien understreker betydningen av kunnskapsrike prinsipaler, effektive overvåkningssystemer og godt utformede initiativ (Kim et al. 2007). Dette for å sikre at store organisasjoner forfølger formålet som deres eiere satte for dem.

3.1.2.2 Ulike styringsmodeller

Eiere har skutt inn kapital og regnes vanligvis som bedriftens primære interessenter. Likevel inkluderer mange organisasjoner også andre aktører. En viktig del av strategien er å knytte ulike aktørers interesser sammen, slik at ledelsen kan handle ut fra forente mål (Johnson et al. 2014). Det finnes to hovedmodeller for styring av selskaper, disse er aksjonærmodellen og interessentmodellen. Aksjonærmodellen prioriterer eierens interesser. Interessentmodellen anerkjenner et bredere spekter av interessenter som også blir berørt av organisasjonens drift. Dokumentet *Ansvarlig forvaltning* (2019) viser at slik Oljefondet tenker skal det både tas hensyn til eiernes interesser i det aktuelle selskapet, men også aktører som berøres av investeringene. Synet taler for at en posisjonering en plass mellom den rene aksjonærmodellen og den rene interessentmodellen. Det må derfor gjøres rede for de ulike styringsmodellene.

Aksjonærmodellen er den vanligste styringsformen, med et fokus på økonomisk overskudd. Andelseiernes interesse i et selskap blir antatt å være basert på ønsket om lønnsomhet. Ut fra aksjeandel, kan eierne stemme på representanter for styret. Det følger både fordeler og ulemper med aksjonærmodellen. To sentrale fordeler er høy avkastning og redusert risiko. For det første oppnås det typisk en høyere avkastning med et ensidig fokus på eiernes interesser. For det andre kan det argumenteres for at det er mindre risiko i modellen, spesielt dersom bedriften operer innenfor en økonomi med et effektivt aksjemarked og kan diversifisere risiko. På den andre siden har modellen mulige ulemper som svak overvåkning, sårbare minoritetsaksjonærer og kortsiktighet (Johnson et al. 2014). Fortynnet overvåkning kan forekomme dersom det er mange aksjonærer med små investeringer. Den enkelte investoren kan da tenke at det ikke er verdt å overvåke selskap tett, og samtidig håpe at andre gjør det.

Interesstteorien tilsier at en bedrifts avgjørelse må tas ut fra hensyn til alle som berøres av virksomheten (Carson et al. 2015). Primære interessenter kan være eiere, ansatte, lokalsamfunn, lokale myndigheter, store leverandører, kunder og banker. Ledelsen responderer til de ulike interessentene. I praksis utøves hensynet ved at det innledes til dialog med aktører som kan påvirke eller blir påvirket av virksomheten. Modellen erkjenner at organisasjoner normalt sett operer innen komplekse relasjoner, som går forbi et eksklusivt fokus på økonomisk vinning. Interessent-modellen har også sine fordeler og ulemper. På den ene siden kan modellen kritiseres for svak beslutningstaking og uøkonomiske investering. For det første kan teorien være vag og gir ikke klare anvisninger på hvilke interesser som skal veie tyngst i konkrete beslutninger (Carson et al. 2015). For det andre kan et redusert press for økonomisk vinning føre til at langsiktige prosjekter gir en avkastning under markedets forventninger (Johnson et al. 2014). Fordelene ved interessentmodellen er at beslutningstakerne lettere har langsiktige horisonter, unngår hensynsløs risikotaking og har et bedre lederskap når det gjelder ivaretagelse av ulike interessenter. For det første kan presset mot kortsiktig lønnsomhet bli redusert i favør av langsiktig ytelse. Det andre poenger er at ved å ivareta ulike interesser, vikes det unna overdreven risikotaking. Paradoksalt nok kan det tenkes at interessent-perspektivet er mer lønnsomt på sikt, fordi det gjør bedriften bærekraftig.

3.1.3 Hypotesen om universelle eiere

Universelle eiere har eierandeler av en betydelig størrelse gjennom sine porteføljer, og eier derfor et stykke av hele økonomien og markedet (Watson, 2011). Universelle eiere tilpasser sin strategi for å forbedre avkastningsprognosene til sine porteføljer, noe som igjen påvirker hele økonomien og markedet. Tilnærmingen er bærekraftig og gir et ambisiøst syn på verdien av egne investeringer. Mange institusjonelle fondsbeholdninger som Oljefondet er meget diversifisert på tvers av det globale marked og den globale økonomien, og er derfor universelle eiere. Utfordringen er å tilpasse rollen til staten og markedet. Ved å fremme et balansert samarbeid mellom rollene, vil universelle eiere øke sin legitimitet og effektivitet til å forfølge handlinger som er verdiskapende for deres ultimate agenter og samfunnet (Urwin, 2011).

Konseptet «Universelle eiere» inkluderer tre prinsipper; forståelse av evne til å påvirke egen langsiktig verdi, risikoeksponering mot eksternaliteter og gjenkjenning av tilleggsfordelene med de ulike handlingene (Watson, 2011). Det første prinsippet går ut på at universelle eiere må forstå påvirkningene de har på tredjeparter gjennom sine investeringsbedrifter. En forurensende fabrikk påfører eksempelvis miljøskader, noe som kan påvirke markedet negativt og dermed også den universelle eierens langsiktige lønnsomhet (Urwin, 2011). Det andre prinsippet tilsier at det må tas høyde for egne eksternaliteter gjennom aktive eierskapsstrategier og integrering av miljø, sosiale og styringsfaktorer (ESG-faktorer) for å begrense egen risikoeksponering (Watson, 2011), noe som forklares grundigere i neste avsnitt. Det siste prinsippet går ut på å innse tilleggsfordelene de to første poengene fører med seg. Utvikling av grønn miljøteknologi kan eksempelvis ha en positiv effekt på andre investeringsobjekter og markedet generelt, selv om prosjektene ikke nødvendigvis gir høy avkastning kan de bidra til egen langsiktig lønnsomhet. Neste avsnitt retter fokuset mot ESG-faktorene.

I rapporten «*The Promise of Sustainable Investing*» (2017), skrevet makroøkonomen Sony Kapoor, forklares viktigheten av ESG-faktorens betydning for Oljefondets økonomiske ytelse. Eierskapsstyring og selskapsledelse (G) handler om hvor godt et selskap drives. «G» påvirker aksjeytelsen og forskning tilsier at diversifiserte styrever ledere fører til bedre langsiktig lønnsomhet (Kapoor, 2017). Styrets uavhengighet og mangfold, separasjon av administrerende direktør og styret, samt eksterne medlemmer er noen av de store temaene. Faktoren (E) omhandler miljøfaktorer. Den viktigste eksternaliteten er ifølge hypotesen miljøkostnader pådratt av bedrifter med bakgrunn i klimaforandringer, uttømming av ressurser og forurensning. Dagens

klimakrise har størst innvirkning på økonomien, samtidig som kompleksiteten øker (Urwin, 2011). Det sosiale filteret (S) omhandler viktigheten av menneskelig kapital, noe de fleste selskaper beskriver lite om. Det finnes tre metoder universelle eiere kan håndtere risikoen forbundet med slike ESG-faktorer, disse er (Watson, 2011):

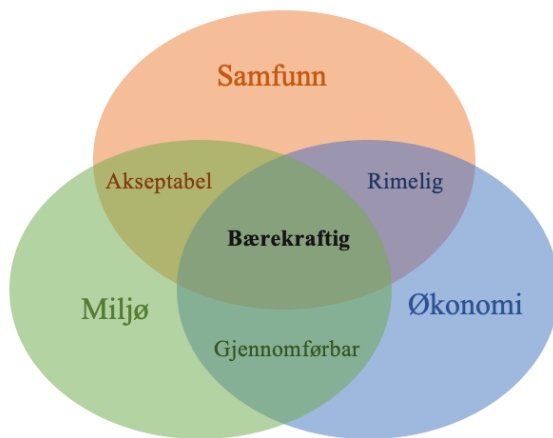
- aktivt eierskap
- Forsøk på å påvirke offentlig politikk
- Bruke en investeringsstrategi som er påvirket av ESG-faktorer.

Universelle eiere må ta store og innflytelsesrike valg for at konseptet skal gi mening. Et eksempel kan være investeringer i selskap som viser til bærekraftige verdier. Handlingene kan skje gjennom en investeringsstrategi som legger vekt på ulike sektorer, som for eksempel rene teknologiselskaper. Dermed kan eierne være med å utvikle nye muligheter. Universelle eiere kan regelmessig gi innflytelse gjennom involvering i sine selskap. På alle områdene blir innflytelsen større dersom Universale eiere samarbeider. Få institusjoner promoterer aktivt hypotesen fordi de har en mangelfull relasjon til konseptet samtidig som de har et press om kortsiktig lønnsomhet. Den lave mengden resulterer i at det er vanskelig å måle effektiviteten av universal eierskapstilnærming (Watson, 2011).

3.1.4 Bærekraft og den triple bunnlinjen

Bærekraft dreier seg om å balansere hensyn til miljø med hensyn til mennesker og økonomi. En bærekraftig utvikling har ifølge Carson et al. (2015) respekt for naturens bærekraft og sikrer menneskelige verdier som beskrevet i rapporten *Vår felles fremtid* (1987). John Elkington så på hva disse hensynene betydde for næringslivet og fremstilte bedriftens bærekraft som evnen til å holde seg over en «trippel bunnlinje» som illustrert under i figur 3.3 *Den triple bunnlinje*. Den triple bunnlinje beskriver et utvidet syn på bedrifters ansvarsområde. Begrepet tar utgangspunkt i tanken om at virksomheten må være bærekraftig på flere områder. For at en bedrift skal overleve må den være lønnsom. For å lykkes med økonomiske hensyn, må bedriften bidra til samfunnets beste, som gjøres gjennom å skape arbeidsplasser og betale skatt. I dag forventes det imidlertid at det ikke tas beslutninger utelukkende ut fra økonomiske, men også miljømessige og sosiale hensyn. Den triple bunnlinjen tilsier at bedrifter også må svare for hvordan miljøet og menneskene rundt påvirkes av virksomheten.

Figur 3. 3 Den triple bunnlinje



Basert på Den triple bunnlinje fra Carson et al. (2015) s.193

Mens økonomiske argumenter tilsier at bærekraft kan være nyttig for egen langsiktig lønnsomhet, går etiske argumenter ut på at virksomheter har etiske forpliktelser ovenfor samfunnet. Det finnes et underliggende problem når det gjelder diskusjonen om eierstyring og selskapsledelse. Det er omdiskutert om meningen med en organisasjon er å skape fordeler for dens primære interessenter, eller for en større gruppe aktører. Det finnes ingen klar grense for en bedrifts minimumsforpliktelser. Skadevirkninger for tredjepersoner og dagens klimakrise taler for å unngå enøyd økonomisk virksomhet, og ta hensyn utover lønnsomhet.

3.2 Hensyn utover lønnsomhet

Svaret på dagens ubalanse mellom finansielle og etiske hensyn kan ligge i etisk teori. Her spiller sosiale forventninger til organisasjoner en viktig rolle, som påvirker dens formål og dermed dens strategi. Samfunnsansvar omhandler rollen bedrifter og andre organisasjoner tar i samfunnet. Tematikken er sentral for problemstillingen, som forsøker å belyse Oljefondets grense mellom finansielle og etiske hensyn. Denne delen vil ta for seg etiske premisser, som går ut på å handle ut fra egne moralske verdier. To viktige hensyn er sentrale å ta med for å forstå fondets forsøk på å balansere finansielle og etiske valg. Disse er hensynet til konsekvensvurderinger og hensynet til fundamentale verdier.

3.2.1 Samfunnsansvar

Samfunnsansvar (CSR) handler om hvordan organisasjoner overskrider sine lovlige obligasjoner. Begrepet er ifølge Johnson et al. (2014) forpliktelser organisasjoner tar på seg når det gjelder etisk atferd og bidrag til økonomisk utvikling. Samfunnsansvar handler om å ta

ansvar utover lønnsomhet. Store bedrifter med global rekkevidde har stor påvirkning på samfunn de opererer i. Bedriftene har makt til å påvirke samfunnet både positivt og negativt. Bedriftsskandaler har de siste to tiårene resultert i en bekymring knyttet til deres samfunnsrolle (Bakan, 2005). Interessen for eget samfunnsansvar dukker gjerne opp gjennom samfunnets forventninger til etisk atferd og økonomisk bærekraftige virksomheter. Bedrifters ambisjonsnivåer kan imidlertid variere, når det gjelder hvor mye de ser for seg at samfunnsansvar handler om. Ideelt sett burde kanskje myndighetene håndtert sosiale og miljømessige problemer og bedrifter konsentrert seg om lønnsomhet. Men fordi næringslivet har en avgjørende innvirkning på samfunnsutvikling og miljø, har omgivelsene dannet forventninger om at bedriftene bør påta seg ansvar på disse områdene. I den grad bedrifter er med på å skape negative eksternaliteter, kan det virke fornuftig at de også bør stå til ansvar for å løse dem.

Den amerikanske næringslivsetikeren Archie B. Carroll argumenterer for at bedrifter må påta seg et utvidet samfunnsansvar (Carson, 2015). Carroll identifiserte i en artikkel fra 1991 fire områder for bedriftens samfunnsansvar, som ble plassert vertikalt i en samfunnsansvars-pyramide, som er illustrert under i figur 3.4 *Samfunnsansvars-pyramide*.

Figur 3. 4 Samfunnsansvars-pyramide



Basert på Carson et al. 2015 s.153

Samfunnsansvar omfatter ifølge figur 3.4 de økonomiske, juridiske, etiske og filantropiske forventningene som samfunnet har til organisasjoner på det bestemte tidspunkt. Ansvar kan ikke bestemmes en gang for alle, men endres med samfunnets forventninger og normer. Det pekes på fire typer forventninger; økonomisk ansvar, juridisk ansvar, etisk ansvar og filantropisk ansvar. Pyramiden starter på økonomisk ansvar, som er nødvendig for bedriftens overlevelse. Økonomisk ansvar består primært av å skape økonomisk overskudd til eierne,

produsere varer og tjenester og tilby arbeidsplasser. Deretter er juridisk ansvar omtrent like viktig, da brudd kan resultere i nedleggelse. Juridisk ansvar handler om å holde seg innenfor samfunnets lover og regler. Etisk ansvar omfatter ansvarsområdet utover lovverket, som det forventes at bedrifter overholder. På sikt hevdet Carroll at å overholde samfunnets etiske normer er nødvendig for overlevelse (Carson, 2015). Det øverste nivået er basert på frivillighet og bedriften velger selv i hvor stor grad samfunnets forventninger skal imøtekommes. Filantropisk ansvar går ut på å handle etter samfunnets beste. Det er et frivillig ansvar, som går ut på å reflektere rundt omgivelsenes forventninger. Bedrifter kan bidra til samfunnstjenlige formål i form av veldedighet, donasjoner eller andre bidrag. Pyramiden har blitt en utbredt måte å forklare bedrifters ulike grader av samfunnsansvar på. Videre tar oppgaven for seg ulike teorier med utgangspunkt i tanken om at bedrifter har et ansvar når det gjelder hensyn utover lønnsomhet.

I boken *etikk for beslutningstakere* (2015) blir begrepet samfunnsansvarlige investeringer blir brukt om investeringer som ikke utelukkende bygger på økonomiske kriterier, men som er miljømessige, sosiale eller etiske. Carson (2015) skiller mellom tre ulike varianter;

- Filtrering
- Aksjonærensengasjement
- Samfunnsinvesteringer

Filtrering innebærer at en investor unngår eller velger selskaper basert på bestemte kriterier.

Aksjonærensengasjement går ut på at investorer bruker sine eierandeler til å gå i dialog med selskapenes ledelse, eksempelvis gjennom aktiv deltaking på generalforsamlinger.

Aksjonæraktivisme er en måte å utøve aktivt eierskap som innebærer å forsøke å få selskaper

til å forbedre sine etiske, sosiale eller miljømessige prestasjoner. Ved filtrering av en

aksjeportefølje utelukkes visse selskaper, mens ved aksjonæraktivisme forsøkes det å påvirke

hvordan selskaper drives. Man kan påvirke direkte ved å la sin stemme bli hørt, mens ved

filtrering påvirker man indirekte ved å ekskludere selskaper. Samfunnsinvesteringer, som er

den siste varianten, kan forekomme gjennom å investere i spesielt trengende prosjekter.

Eksempelvis høyrisikoprojekter som ellers ville hatt vanskelighet for å skaffe kapital, som ny

oppstartede selskaper som ikke er børsnoterte. Mens de første to variantene ofte er en balanse

av finansielle og etiske hensyn gjennom investeringene, prioriterer samfunnsinvesteringer

derimot ofte sosiale eller miljømessige hensyn over økonomiske. Investorer er dermed villige

til å ta høyere risiko og lavere økonomisk avkastning for å ta hensyn utover lønnsomhet,

gjennom samfunnsnyttige prosjekter. Samfunnsansvarlige kriterier kan anvendes ved kjøp av

aksjer og fondssparing. I samfunnsansvarlige fond opererer forvalterne ut fra fastsatte etiske, sosiale eller miljømessige kriterier, noe historiekapittelet vil vise at det norske Oljefondet gjør.

3.2.2 Etikk

Etikk handler om valg. Fagområdet behandler spørsmål om hva som er rett og galt, og hva som er en god måte å leve på (Carson, 2015). Først er det sentralt å skille mellom etikk og moral, normativ og deskriptiv etikk, og etiske og juridiske regler. La oss starte med etikk og moral. Moral er betegnelsen for verdier og normer som en enkeltperson praktiserer og forholder seg til, dermed egne subjektive oppfatninger (Carson, 2015). De moralske impulsene henger sammen med samfunnets verdier og normer, som er gode og ha, men utilstrekkelige som navigasjonsverktøy. Etikk er refleksjonen over disse verdiene og begrunnelsene bak ulike valg. Dermed er moral noe alle har, mens etikk blir aktuelt når en skal tenke over og argumentere for moralske overbevisninger.

Det skilles videre mellom normativ og deskriptiv etikk. Normativ etikk er den delen av etikken som forsøker å ta stilling til hvilke moralske verdier som «bør» gjelde i et samfunn, mens deskriptiv etikk er teorier om hvilke moralske verdier som «er» gjeldene i samfunnet (Carson, 2015). Det er viktig å skille mellom hva som er gjeldene syn på rett og galt, og hva som burde være samfunnets syn på rett og galt. Til slutt skilles det mellom etiske regler og juridiske regler. Juridiske regler blir håndhevet av det offentlige, og alle borgere og bedrifter har plikt til å følge reglene. På den andre siden finnes uformelle regler, også kalt etiske regler eller moralske lover. Disse krever en annen type begrunnelse og brudd på dem vil føre til sosiale reaksjoner. Moderne normativ etikk er delt inn i flere deler, men oppgaven vil kun ta for seg konsekvensetikk og pliktetikk som de to neste avsnittene tar for seg.

En viktig målestokk for å vurdere handlingers moralske verdi er gjennom mulige konsekvenser. Etske begrunnelser viser ofte til konsekvenser for alle påvirkede av handlingen, noe som er den grunnleggende tanken innen konsekvensetikk (Carson, 2015). Hva gode konsekvenser er, kommer an på hvilken versjon av konsekvensetikken en ser ut ifra. Denne oppgaven vil se på den mest kjente konsekvensetiske teorien; utilitarismen. Den riktige handlingen er ifølge utilitarismen den handlingen som fører til mest lykke og nytte for flest mulige (Carson, 2015). Bentham og Mill regnes som grunnleggerne av utilitarismen, og

den normative konklusjonen om at mennesker ønsker å maksimere lyst og unngå smerte. Utilitaristenes grunnprinsipp, nytteprinsippet, kalles også «den største lykkes prinsipp», og går i korthet ut på at man skal velge den handlingen som gir mest mulig lykke til flest mulig (Lundestad, 2005). Eksempelvis hvis en bedrift godtar svært billige underleverandører uten å undersøke om leverandøren holder en minimumsstandard for sikkerhet, risikerer bedriften at konsekvensene kan være skader og død for arbeiderne. Et valg om å sikre at underleverandører holder minimumsstandarder for sikkerhet, vil kunne gi en indirekte positiv påvirkning av etiske hensyn ovenfor arbeiderne. Det skal nevnes at konsekvensetikken har fått mye kritikk, blant annet fordi det er problematisk å forutsi handlingskonsekvenser. Kritikken åpner for å se på en annen målestokk, som er fundamentale verdier.

Pliktetikk går ut på en handlings moralske verdi. Teorien er fullstendig uavhengig av konsekvensene som følger, det avgjørende er om handlingen blir gjort av riktig grunn. Hensynet til fundamentale verdier ble eksempelvis brukt da Oljefondet brøt ut av tobakksindustrien. Selv om konsekvensen var tap av verdi for eierne, som Oljehistorien vil ta for seg, ble handlingen gjort fordi den var fornuftig og riktig. Den tyske filosofen Immanuel Kant står for grunntanken om at det å handle moralsk riktig betyr å følge sin plikt (Carson, 2015). En bedrifts moralske verdier kan indirekte påvirke dens effekt på verden. Pliktetikken kan imidlertid kritiseres fordi en ikke alltid vet hvilken handling som er mest fornuftig. En kan komme i en situasjon hvor en handler ut fra godhet, men ettertid viser det seg at handlingen kun førte til negative konsekvenser. At Oljefondet trekker seg ut fra tobakksindustrien, kan eksempelvis føre til at investorene som kjøper aksjene påvirker industrien i en mer hensynsløs retning. En pliktetiker ville da argumentert for at siden selve handlingen var god, var den moralsk riktig. De ulike teoriene vektlegger med andre ord ulike aspekter ved en handling. Likevel er de ikke nødvendigvis motstridene. Teoriene kan også tenkes å utfylle hverandre, da ingen av dem kan besvare alle spørsmål (Carson, 2015).

3.2.3 Fenomenet 'moralsk stumhet'

Fenomenet 'moralsk stumhet' går ut på at ledere synes å handle fra moralske termer, men snakke som om handlingene utelukkende ble tatt av hensynet til bedriftens interesse. I artikkelen *The Moral Muteness of Managers* peker Bird og Waters på at mange ledere synes å ha en motvilje mot å beskrive egne handlinger med moralske termer (Bird & Waters, 1989).

Det unngås å begrunne valg etisk i det offentlige rom, med mindre det er snakk om ulovlige aktiviteter, som korrupsjon. Forskning basert på intervju med ledere om deres oppfatning av etiske spørsmål relatert til jobben, viser at ledere sjeldent diskuterer etiske spørsmål på arbeidsplassen (Bird et al.1989). Fenomenet kan oppstå fordi det gir kortsiktige fordeler å vike unna begrunne valg etisk.

Det vikes unna moralsk snakk for unngåelse av negative effekter som trusler mot harmoni, trusler mot effektivitet, samt en svak bildedannelse av ledelsens makt (Bird et al.1989). Det første poenget er at moralsk snakk kan være påtrengende og konfronterende, noe som truer virksomhetens harmoni. Et annet poeng er at det kan virke ineffektivt å tale om moralitet, da moralitet antar ulike former. For det tredje kan ledelsens makt- og effektivitets image kan tale for å unngå å begrunne valg etisk, da moralsk snakk kan være for idealistisk og mangle nøyaktighet. Men de kortsiktige fordelene ledelsen opplever skaper betydeligere langsiktige kostnader ifølge Bird et al. (1989).

Konsekvensene inkluderer en redusering av moralske standarders autoritet, trangsynthet når det gjelder oppfatninger av moralitet og bagatellisering av moralske forestillinger. Det første poenget er at bilde av ledelse som en moralsk aktivitet svekkes. For det andre kan ledere oppriktig tro at de handler moralsk riktig når de handler på vegne av bedriftens, og deres egne handlinger er en moralsk nøytral sak. Det siste poenget er at moralske argumenter kun har overbevisende myndighet dersom diskusjonen er sosialt forankret. For å fremme et større moralsk ansvar fra næringslivet, kan det legges til rette for åpne og direkte samtaler om de nevnte problemene. Å lære å snakke etisk imidlertid ikke enkelt, men likevel ikke så vanskelig som det tilsynelatende virker for mange forretningsfolk. Moralsk snakk brukes primært til å identifisere og vurdere problemer, argumentere for og kritisere politikk og rettferdiggjøre og forklare valg. I denne forstand blir moral og etikk ikke skilt, men sett som sammenfallende, da de begge stammer fra «skikk og bruk» (Carson, Skauge, 2015).

Bakteppet jeg har gjort rede for viser tre tråder som skal undersøkes i historien om hvordan Oljefondets syn på ansvarlige investeringer utvikler seg:

- Når det gjelder eierskap og selskapsstyring er det delte meninger om hvilke aktørers hensyn som skal inkluderes.
- Når det gjelder ansvar utover lønnsomhet er det variabelt hvor stort ansvar organisasjoner påtar seg.

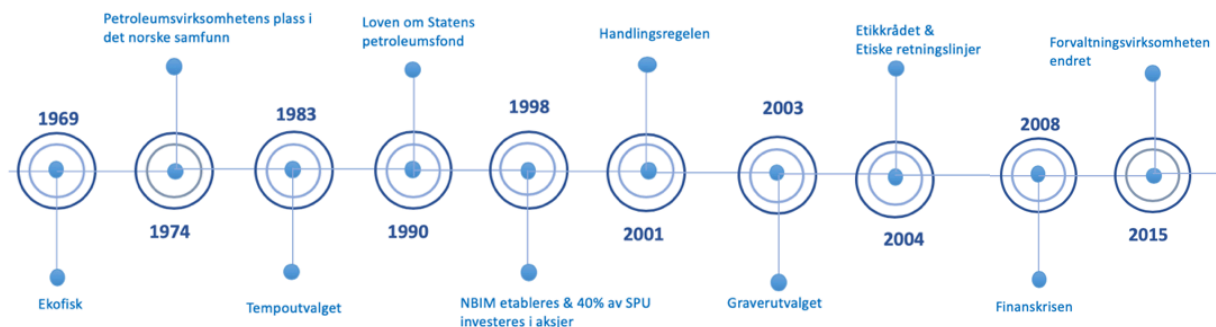
- For å investere ansvarlig kan forskjellige virkemidler benyttes.

Historien vil beskrive hvordan Oljefondets forvaltning utvikler seg. Deretter vil jeg forsøke å drøfte hvordan de ulike dilemmaene som kommer til syne har blitt forsøkt løst.

4. Det norske Oljefondet som eksempel

4.1. Hvordan oljeformuen ble skapt og forvaltet

Figur 3. 5 Oljefondets historie



4.1.1 Et etisk valg

Selve ideen om Oljefondet hviler på et etisk valg – å betrakte alle nordmenn, nåværende og fremtidige- som eiere. Utgangspunktet var etisk i den forstand at folkets sparekapital skulle ivaretas. Det første spørsmålet ble hvordan pengene skulle forvaltes. Norge hadde en tidligere erfaring med naturressurser. Privatpersoner hadde kjøpt fosserektigheter fra lokale grunneiere, av hensyn til egen lønnsomhet. Privatiseringen av naturressursene uroet sentrale politikere. Vannkraften ble ved starten av 1900-tallet gjort om til statlig eiendom, slik at eiendomsrettighetene til elektrisitetsverkene etter en tid ville tilfalle staten (Frønes, I. & Kjølørød, L. 2010). Private aktører kunne bygge ut fossene, men naturressursene tilhørte «folket». En sterk statlig styring ble også grunnlaget for forvaltningen av oljen (NBIMb, 2019).

Norges første og verdens største oljefelt noensinne, Ekofisk, ble oppdaget i 1969 og det norske oljeeventyret var dermed i gang (Frønes et al. 2010). Finansdepartementet la frem stortingsmeldingen *Petroleumsvirksomhetens plass i det norske samfunn* (1974), som drøftet hvordan oljeformuen burde bli brukt (NBIMb, 2019). I stortingsmeldingen stod det at «Av hensyn til framtidige generasjoner bør en del av den innenlandske disponering av petroleumsinntektene nyttes til økt forbruk» (St. Meld. nr 25). Gjennom forvaltningen av

formuen skulle det tas hensyn til fremtidige generasjoner. Langsiktig forvaltning og god risikohåndtering ble derfor viktige temaer for Staten. Norge behøvde en strategi for å forvalte den økende formuen, noe politikerne tidlig ble oppmerksomme på.

4.1.2 Et ytre press

Underveis oppstår det et press for å bruke pengene til diverse formål. Presset ble motstått av politikerne og delvis sentralbanken (Øvald, 2018). Dette for å skåne økonomien for overoppheting samtidig som sparekapitalen ble mindre sårbar for plutselige og kanskje korttenkte politiske initiativ. De konservative gikk ganske langt i tanken om at oljeformuen skulle brukes rent forretningsmessig (Øvald, 2018). Men over tid har også de beveget seg mot et bredere syn på fondets hensikt. Mange aktører mente at denne sparegrisen måtte skånes fra voldsomme svingninger i hensyn, noe som var bakgrunnen i valget om utenlandsinvesteringer.

Tempoutvalget fikk i oppgave av regjeringen å gjøre rede for vurderingen av den fremtidige utviklingen av petroleumsvirksomheten. Med grunnlag i utredningen, vedtok Stortinget *loven om Statens petroleumsfond* i 1990 (Frønes et al. 2010). Formålet med fondet var å støtte Statens langsiktige forvaltning av oljeinntektene. Fondet skulle være et redskap for håndtering av utfordringer knyttet til økte pensjonsutbetalinger og avtakende petroleumsinntekter (NBIMb, 2019). De første 20 årene ble oljepengene brukt til å bygge opp oljeindustrien og utvikle velferdssamfunnet (NBIMa,2019). Oljeinntektene ble vesentlig større en først antatt. Fondet fikk sin første overføring av kapital fra Finansdepartementet i 1996, med et beløpet på i underkant av 2 milliarder kroner (Frønes et al. 2010). Norges Bank Investment Management (NBIM) ble etablert i 1998 for å forvalte kapitalen på vegne av Finansdepartementet, som en avdeling i Norges Bank. Pengene ble investert utenfor Norge i liket med sentralbankens valutareserver, og 40 % av formuen ble plassert i aksjer. Gjennom utenlandsinvesteringer unngikk Norge «hollandsk-syke» og overoppheting i økonomien. Handlingsregelen i 2001 slo fast at det kunne brukes 4% av Oljefondet hvert år, basert på forventet avkastning (Frønes et al. 2010).

Det var ikke likegyldig for det norske samfunnet hvor pengene skulle investeres. Noe som vekket oppsikt var at fondet investerte i klasebomber og atomvåpen (Thorsen, 2003). Investeringene var ikke i tråd med det norske samfunnets normer. Som resultat ble den første uttrekksmekanismen opprettet i 2001, og et selskap ble utelukket med bakgrunn i produksjon

av antipersonellminer (NBIMa, 2018). Graverutvalget fikk i oppgave av Staten å foreslå etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond (Regjeringen, 2003). Etikkrådet ble etablert i 2004 som rådgiver for fondets portefølje, i tråd med Finansdepartementets etiske retningslinjer som med bred politisk enighet ble innført samme år (Etikkrådet, 2019). Virkemidlene som ble tatt i bruk var eierskapsutøvelse, negativ filtrering og uttrekk. Retningslinjer fikk en demokratisk forankring. For at praktiseringen skulle bli gjenstand for offentlig debatt, måtte Norges Bank og etikk- og folkerettsrådet årlig rapportere sitt arbeid. På denne måten fikk det norske folk mulighet til å følge med på investeringene.

Fondet fikk to skriftlige etiske forpliktelser. Det ene var at fremtidige generasjoner skulle få en rimelig andel av formuen gjennom oppnåelse av god avkastning (Regjeringen, 2007). Det andre var at grunnleggende rettigheter hos aktører som ble berørt av investeringene skulle respekteres (Regjeringen, 2007). Det ble klart at fondet ikke bare hadde et etisk ansvar ovenfor sine eiere, men også et etisk ansvar ovenfor andre interessenter. Dersom det var fare for medvirkning til grove etiske normbrudd, skulle selskap utelukkes (Regjering, 2007). Fondets styringsmodell kan sies å ha beveget seg fra en nokså ren aksjonærmodell mot en bredere interessentmodell. Kapitalforvaltningen var ifølge årsrapporten fra 2006 blitt en svært viktig del av Norges Banks virksomhet. Demografisk framskrivning viste at en økende del av befolkningen ble eldre. Oljefondet ble derfor tenkt å finansiere høyere utgifter i fremtiden, og fikk det nye navnet Statens pensjonsfond utland (SPU) (NBIM, 2006). Finansdepartementet vedtok å øke fondets aksjeandeler til 60% for å finansiere den kommende eldrebølgen (NBIMa, 2018). Økningen i aksjeandeler var forbundet med risiko, men hadde sammenheng med Oljefondets etiske valg om å ivareta både nåværende og fremtidige generasjoners sparekapital.

Finanskrisen fra 2007-2008 gav spørsmål om etikk en ny aktualitet. Krisen viste at noen finansaktører hadde fått for stor makt til å påvirke verdensøkonomien, og gav eksempler på grådighet utover alle proporsjoner. Finanskrisen medførte et enormt kursfall, som åpnet for nye retningslinjer for Norges Banks eierskapsutøvelse. Krisen gav ifølge NBIMb (2019) en negativ avkastning på -23,3% i 2008. Finansdepartementet mente det var nødvendig å styrke kontroll og tilsyn av forvaltningen, for å redusere risikoen for at en ny krise ville ramme fondet like hardt (Regjeringen, 2010). Fondets etiske retningslinjer ble evaluert i 2009, og førte til at Finansdepartementet fastsatte et nytt mandat for bedre risikostyring. Rammen for

risiko i den aktive forvaltningen ble redusert samtidig som rapporteringskravene ble strengere (Øvald, 2018).

Med virkning 1. januar 2015 ble forvaltningsvirksomheten i SPU endret slik at Norges Banks hovedstyre fremover besluttet utelukkelse, basert på råd fra Etikkrådet (Stortinget, 2015). Finansdepartementets rolle var dermed ikke lenger å beslutte utelukkelse, men å oppnevne medlemmer av Etikkrådet. Rollefordelingen mellom Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet ble et resultat av arbeidet med å styrke den ansvarlige forvaltningen. Hvordan beslutningsprosessen utviklet seg hadde også en påvirkning på hvordan utviklingen av fondet gikk fra passiv mot aktiv. Fra etiske komiteer til å flytte ansvaret over til eget forvaltningsselskap, førte til økt ansvar når det gjaldt forvaltning av pensjonsfondet. Forandringer i Finansdepartementet, roller i Etikkrådet og beslutningsmyndigheten som ble flyttet fra den etiske komite til NBIM, preget fondet i retning av aktiv forvaltning.

NBIMs årsmeldingen *Ansvarlig forvaltning* (2017) viste en endring i mandatet i retning av bærekraftige investeringer. Bakgrunnen kan være rapporten «*The Promise of Sustainable Investing*» (2017), skrevet av Sony Kapoor, som hevdet at Oljefondet var i ferd med å distansere seg fra utviklingen innen bærekraftig og etisk forvaltning (Kapoor, 2017). Kapoor mente fondet burde muliggjøre en mer etisk og bærekraftig forvaltning gjennom endring av mandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank. Videre burde fondet bytte ut selskap som brøt med menneskerettigheter, vannforurensning eller lobbet mot klimareguleringer til fordel for etiske indekser. Dessuten burde fondet øke sine investeringer i fornybar energi, samt selge seg ut av olje og gass (Kapoor, 2017). Mandatet ble endret slik at langsiktig avkastning ble uttrykt som avhengig av en bærekraftig utvikling og velfungerende markeder (NBIMa, 2018). «Risikohåndtering» ble omdøpt til «bærekraftig investering». «Eierskap» ble endret til «eierskapsutøvelse», en indikator på at forvaltningen ble mer aktiv. Deltakelse i utviklingen av velfungerende og bærekraftige markeder ble videre et mål for NBIM, som ønsket å ta del i utviklingen (NBIMa, 2018). NBIM så på god selskapsstyring som en forutsetning for bærekraftige forretningsvirksomheter, og ønsket videre å styrke informasjonen til investorene. Det ble klart at Oljefondets langsiktige lønnsomhet var avhengig av bærekraft, noe som stemmer overens med hypotesen om universelle eiere.

4.2.3 Ansvarlige investeringer

Rapporten fra graverutvalget i 2003 ble grunnlaget for Oljefondets metoder for håndtering av ansvarlige investeringer (Regjeringen, 2003). Historien viser at virkemidlene aktivt eierskap, filtrering og samfunnsinvesteringer blir tatt bruk. La oss se nærmere på de ulike variantene.

Fra passivt til aktivt eierskap

Her kan det fortelles en historie hvor fondet har beveget seg fra ett utgangspunkt om å opptre 'rent forretningsmessig' og som en passiv investor, til en situasjon hvor fondet er meget aktivt, men også tar etiske og samfunnsmessige hensyn. Staten hadde ifølge graverutvalget en etisk forpliktelse til å innføre etiske krav til fondets forvaltning, noe som er en pliktetisk tanke. Som aksjonær hadde fondet en mulighet til å påvirke hvordan investeringsselskapene ble drevet. Noe av hensikten til etikkrådet var å undersøke enkeltselskaper. Et av virkemidlene som ble brukt var observasjon. Da det kom frem at selskapet Kerr-McGee indirekte undergravde FN's fredsprosess, forsøkte Etikkrådet tilrådning. Virksomhetens aktivitet ble ansett som et særlig grovt brudd på grunnleggende etiske normer. Etikkrådets råd om å stanse den uetiske aktiviteten ble ikke fulgt opp av Kerr-McGee, og selskapet ble derfor utelukket i 2005 (NBIMa, 2018). Når det gjaldt aktivt eierskap spilte også NBIM en nøkkelrolle.

Etter 2003 avga NBIM stemmer på generalforsamlinger, fremmet forslag til vedtak og arbeidet aktivt for å skape dialog. For det første ble offentlige stemmeretningslinjer innført i 2003, og NBIM avga deretter sin første stemme på et selskaps generalforsamling (NBIMa, 2018). For det andre ble flere aksjonærforslag foreslått om skillet mellom styreleder og administrerende direktør (NBIMa, 2018). Globale retningslinjer og standpunkt om styrevalg etablerte seg i markedet. Fondet etablerte klare forventninger til sine selskap, hvor det ble henvist til globale spilleregler (NBIMa, 2018). Et diskusjonsnotat om selskapsstyring ble laget i 2012, og året etter ble et rådgivende utvalg for selskapsstyring oppnevnt (NBIMa, 2018). Standpunkt om styrets sammensetning og organisering ble videre publisert i *Ansvarlig forvaltning* (2018). For det tredje arbeidet NBIM aktivt for barns rettigheter og klimaendringer, som i 2006 ble fondets fokusområder. NBIM gikk i dialog med selskapsstyrer om klimarisiko i USA og barnarbeid i India. I 2008 etablerte NBIM klare forventninger om

barns rettigheter. Initiativ mot barnearbeid i kakaoproduksjon og forventninger om klimaendringer og vannforvaltning kom årene etter.

Negativ filtrering og uttrekk

Det ble i 2004 gjort klart at selskaper som var med i produksjon av visse våpentyper ikke burde inngå i fondets investeringer (Etikkrådet, 2019). Ved betydelig risiko for medvirkning til åpenbare uetiske handlinger skulle investeringer trekkes ut. Tobakksinvesteringer var ikke i tråd med grunnleggende etiske normer, og medførte at tobakkselskaper ble utelukket fra porteføljen i 2009 (NBIMc, 2019). Unngåelse av skade ble vektet tyngre enn eiernes lønnsomhet. Flere risikobaserte nedslag ble gjennomført for å unngå negative eksternaliteter de kommende årene: Palmeolje (2012), oljesand og sement (2014), samt kull (2015) (NBIMa, 2018). Utslipp fra kullskaper førte til at Stortinget ønsket et nytt kriterium for utelukkelse av selskap med uakseptabelt høye utslipp av klimagasser (Etikkrådet, 2015). Etikkrådet foreslo at gruveselskaper og kraftprodusenter som fikk 30% eller mer av sine inntekter fra termisk kull eller baserte sin virksomhet på denne mengden, skulle observeres eller utelukkes fra Oljefondet (NBIMb, 2016). Kullkriteriet ble innført i starten av 2016, etter Stortinget besluttet vedtaket.

Positiv filtrering og samfunnsinvesteringer

For å bidra til positive eksternaliteter ble et miljømandat opprettet i 2001 (NBIMa, 2018). Norges Bank Hovedstyre oppdaterte strategien for den videre utviklingen i 2005 gjennom å legge til rette for positiv filtrering av fremvoksende markeder. 20 milliarder kroner ble brukt på et miljømandat i 2009, før det ble utvidet til 30 milliarder i 2011 og ytterligere opp til 60 milliarder kroner i 2016 ifølge *Ansvarlig forvaltning* (2016). Fondet bidro positivt utover hva som var lovpålagt, og tok dermed samfunnsansvar. Investeringene var samfunnsansvarlige i den forstand at forvalterne opererte ut fra fastsatte etiske og miljømessige kriterier. En økning i aksjeandeler i 2006, åpnet for samfunnsinvesteringer hvor små selskap ble inkludert referanseporteføljen. Dermed investerte fondet i høyrisikoprojekter som ellers ville hatt vanskelighet for å skaffe kapital. Ambisjonen var å være blant verdens beste forvaltningsbedrifter, med en målsetning om å skape betydelige verder gjennom aktiv forvaltning av porteføljene. NBIM inngikk en avtale med UNICEF i 2017 om å opprette et nettverk for barns rettigheter i sko- og klesbransjen (NBIMa, 2018). Formålet var å bidra til en bedre håndtering av barns rettigheter. NBIM tok ut fra Carrolls ansvarspyramide på seg et

filantropisk ansvar. Å bidra til barns velferd kan ses på som å yte ressurser til samfunnet som forbedrer livskvalitet. På dette området var NBIM en god bedriftsborger.

Oljefondet er i dag et samfunnsansvarlig fond. Investeringene bygger ikke utelukkende på økonomiske kriterier, men også miljømessige, sosiale og etiske faktorer. Det har blitt forsøkt å balansere økonomiske og etiske hensyn gjennom filtrering og aksjonærensengasjement. For det første blir det forsøkt å peke ut selskaper basert på spesielle kriterier. For det andre åpner NBIM for dialog med selskaper og deltar aktivt på generalforsamlinger. Fondet prioriterer også etiske hensyn ved å investere i småselskaper, noe som er en samfunnsinvestering hvor det tas høyere risiko og lavere økonomisk avkastning. På sikt er det ifølge Carroll nødvendig å overholde samfunnets etiske normer for langsiktig lønnsomhet (Carson et al. 2015). Historien viser at økonomisk, juridisk, etisk og filantropisk ansvar blir tatt, og dermed tar fondet å ta et utvidet ansvar. Flere dilemmaer kommer til syne som illustrert i vedlegg 1.

4.2 NBIMs arbeid med balansering av hensyn i dag

Stoffet i dette kapitlet er hovedsakelig hentet fra rapporten *Ansvarlig forvaltning* (2018), og delen tar for seg NBIMs syn på ansvarlig forvaltning i dag. Kapitlet vil bidra til å svare på hvordan det norske Oljefondet løser balansen mellom finansielle hensyn og etiske hensyn.

4.2.1 Langsiktig målsetning

NBIMs motivasjon er langsiktig. Forvaltningen skal bidra til å finansiere den norske velferdsstaten over generasjoner, som er Statens pensjonsfond utlands misjon. Fondet har dermed en interesse av at dets selskaper imøtekommer behovene til dagens generasjon uten å gå på bekostning av den kommende generasjonen, som også FNs bærekrafts mål tilsier (FN, 2019). Det erkjennes at fondet er avhengig av en bærekraftig utvikling for å oppnå god langsiktig avkastning, i likhet med hypotesen om universelle eiere. Fordi fondet er globalt, har det også en interesse av frie og åpne markeder som legger til rette for global vekst og effektiv ressursallokering. Velfungerende markeder gir selskaper lett og effektivt tilgang på investorers kapital. Som forvalter har fondet en interesse av reguleringer som gir bedre informasjon om markeder og selskaper. Dette fører videre til et mer stabilt marked. Et marked som er mindre utsatt for sjokk legger til rette for bærekraftig vekst, som igjen er viktig for fondets langsiktige avkastning.

Fondet har et mål om velfungerende markeder og god selskapsstyring. Det deltas derfor i utviklingen av nye internasjonale standarder. Om markedet generelt legger til rette for en langsiktig verdiskapning vil fondet selv kunne dra nytte av det. Også globale trender har betydning for fondets langsiktige finansielle verdi. Det er avgjørende at selskap forstår at sin økonomiske aktivitet kan påføre andre bransjer og samfunnet som helhet indirekte kostnader. Det er viktig for fondet at styrene forstår konsekvensene egne virksomheter har på miljøet og samfunnet. Konsekvensene henger indirekte sammen med fondets finansielle risiko og avkastning. Styrene må derfor ta hensyn til slike konsekvenser i bedriftens egen strategi. Både gjennom risikoanalyser og rapportering (NBIMa, 2018). God selskapsstyring og bærekraft henger ifølge fondet sammen med finansiell risiko og avkastning. Likevel presiseres det at dets egen forståelse fortsatt er i utvikling (NBIMa, 2018). For å øke egen forståelse samarbeider fondet med akademiske institusjoner og forsøker å skape analyseverktøy som kan være av verdi for fondets investeringsstrategi, risikoanalyser og eierskap (NBIMa, 2018).

4.2.2 Aktivt eierskap

Fondet er bredt investert i over 9000 selskaper på tvers av ulike bransjer (NBIMa, 2019). Likevel har fondet bare en liten andel i selskapene og må delegere ansvaret videre til selskapenes styrene. NBIM forventer at styrene fastsetter selskapenes strategi, følger opp sin ledelse og er ansvarlige ovenfor aksjonærene. Fondet står som minoritetsaksjonær og vil ha fordel av dette. God selskapsstyring er viktig for fondets rettigheter som eier i tillegg til at det styrker åpenhet i markedet. God selskapsstyring skaper tillit i markedet samtidig som det bidrar til langsiktig verdiskapning. Fondets fremtid er avhengig av verdiene som skapes i selskapene det investerer. Det jobbes derfor aktivt med å sette prinsipper, utøve eierskap og investere ansvarlig som Figur 4.2 2018 i korte trekk indikerer.

Tabell 1 2018 i korte trekk

Område	Antall
Høringsuttalelser	13
Akademiske prosjekter	5
Selskapers rapportering vurdert	2 256
Generalforsamlinger hvor SPU stemte	11 287
Prosentandel av generalforsamlinger hvor SPU stemte	90
Prosentandel i verdi av aksjeporteføljen med integrert stemmegivning	50
Møter på styrenivå	199

Milliarder kroner i samlede miljøinvesteringer	56,7
Avkastning på miljøinvesteringene i aksjeporteføljen i prosent	-8,3
Aksjeporteføljens karbonutslipp i tusen tonn CO ₂ -ekvivalenter.	107 441
Nye nedslag	30
Nye utelukkelse	13

Basert på vedlegg 2

Fondet har et mål om å fremme langsiktige verdier for selskapene det investeres i (NBIM, 2018). Med bakgrunn i målsetningen forsøker fondet å forvalte sitt ansvar og sine rettigheter som eier gjennom sine andeler. Eierskapet utøves gjennom aktiv stemmegivning, dialog med selskapene og utvikling av standarder for å fremme ansvarlig virksomhet. Stemmegivning er det viktigste verktøyet for utøving av eierskap ifølge rapporten *Ansvarlig forvaltning* (2018). Verktøyet brukes for å styrke selskapers selskapsstyring, bedre selskapenes lønnsomhet og fremme ansvarlig virksomhet. Investeringsobjektene styrer blir holdt ansvarlige for sine beslutninger og fondet er med på å vurdere hvem som skal sitte i enkeltelskapenes styre. Fondet har egne retningslinjer som grunnlag for stemmegivning, men vurderer også forhold i det enkelte selskapet. Det er viktig for fondet å påvirke selskapene fordi deres virksomhet indirekte påvirker fondets langsiktige avkastning.

Forhold som angår selskapsstyring og bærekraft tas opp også gjennom dialog. SPU's største investeringer bli prioritert, fordi fondet har mest kunnskap om disse selskapene. Oppsummert har fondet en jevnlig dialog med nesten 1000 selskaper, noe som utgjør omtrent 2/3 av aksjeporteføljen. Fondets forventninger og standpunkter offentliggjøres også for alle selskapene det investeres i. Ved særskilte hendelser gjennomføres også dialog med enkeltelskaper om fondets strategiske prioriteringer. NBIM ønsker å utvikle standarder, bedre investorers tilgang på informasjon og fremme ansvarlig virksomhet. Det samarbeides derfor med selskaper, investorer og andre markedsaktører. Temaer som risiko og muligheter ved klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter er SPU særlig opptatt av. Derfor har NBIM tydelige forventninger til selskapene på disse områdene. Fondet har også forventninger til håndtering av menneskerettigheter, skatt og åpenhet, antikorrupsjon og bærekraftig bruk av havet, noe selskapene bør følge (NBIMa, 2018). Det forventes at selskapene det investeres i integrerer vesentlige risikoer på alle de nevnte områdene. Både i selskapenes forretningsstrategi, risikostyring og rapportering skal de mulige risikoene være med. NBIMs

arbeid har gitt et bedre grunnlag for å vurdere selskapenes strategier samt drøfte dem med de ulike styrene.

For å sikre at formuen forvaltes på en forsvarlig måte ovenfor det norske folk, understreker NBIMs rapport *Ansvarlig forvaltning* (2018) viktigheten av kunnskapsrike prinsipaler, effektive overvåkningssystemer og godt utformede initiativ i likhet med Prinsipal-agent teori (Johnson et al. 2014). Prinsipal-agent-problemet kommer som i teorien til uttrykk i det virkelige eksempelet. Sentrale kilder til styringsproblemer blir gjort rede for i fondets ansvarlighets rapport (2018). Problemene er asymmetrisk ekspertise og begrenset oppmerksomhet i styrene. Oljefondet erkjenner at agenter vanligvis har mer ekspertise enn prinsipalene. Derfor fremlegges viktigheten av ekspertise innad i deres styre. Rapporten *Ansvarlig forvaltning* (2018) viser klare forventninger om at alle styrer bør ha en grundig forståelse av bransjene de operer i basert på egne erfaringer. Ved tilstrekkelig bransjeekspertise kan nemlig styrene følge opp ledelsens gjennomføring på en bedre måte. For å unngå problemet med begrenset oppmerksomhet, har fondet en formening om at styremedlemmer i selskaper ikke bør påta seg flere enn fem verv (NBIMa, 2018). Av hensyn til andelseierne bør selskapene også offentliggjøre alle eksterne styreverv, komiteverv og ansettelsesforhold. På denne måten kan de ultimate andelseierne vurdere hvor vidt styret fungerer.

4.2.3 Filtrering og uttrekk

SPUs mål om å investere ansvarlig går ut på å identifisere langsiktige investeringsmuligheter og redusere fondets eksponering mot uakseptabel risiko (NBIMa, 2018). Ansvarlig forvaltning blir derfor integrert i fondets investeringsstrategi. Det finnes muligheter ved positiv filtrering. Bærekraftige investeringer har sammenheng med ansvarlige investeringer. Noen selskaper blir tatt inn i fondets investeringsportefølje fordi de er miljøvennlige (vedlegg 2). Miljøinvesteringer kan bidra til en mer effektiv ressursbruk, lavere forurensing og en reduksjon i energikostnader. Fondet ser muligheter i selskaper med løsninger som legger til rette for miljøvennlig virksomhet, noe som kan ha positive ringvirkninger for andre selskaper i fondets portefølje. Et eksempel på slike ringvirkninger kan være lavere energikorstander og en mer effektiv ressursbruk. Selskaper med slik teknologi vil også kunne dra nytte av endringer i etterspørsel og markedsregulering.

Fondets selskaper blir oppfordret til å gå fra ord til tall. Noen blir bedt om å redusere sine utslipp av klimagasser. Ved å gå fra ord til tall kan investorer som Oljefondet lettere vurdere selskapers innsats og forstå finansielle muligheter og risikoer. Fondet trenger data om selskapsstyring og bærekraft for å kunne foreta sine analyser. Oljefondets selskaper skal være godt rustet for en overgang til et samfunn med lavere utslipp. Fondets forståelse av en bærekraftig økonomisk utvikling tilsier at det finnes bransjer og selskaper hvor fondet ikke bør investere, og bruker derfor virkemiddelet negativ filtrering og uttrekk. Selskaper som fremstiller visse typer våpen, baserer sin virksomhet på kull eller produserer tobakk er uaktuelle for fondets portefølje. Risiko analyseres på både land, sektor og selskapsnivå. Selskaper med negativ effekt på investeringer over tid, blir filtrert bort med unntak av selskaper hvor fondet har betydelige investeringer og dermed kan bruke selskapsdialog som et mer hensiktsmessig virkemiddel (NBIMA, 2018). Uakseptabel risiko for grove brudd på etiske normer kan føre til utelukkelse. Eksempler kan være grove krenkelser av menneskerettigheter som drap, grov korrupsjon og alvorlig miljøskade (Etikkrådet, 2019). Fondet utelukker slike selskaper for å redusere sin eksponering mot uakseptabel risiko. Investeringsobjekter skal ifølge *Ansvarlig forvaltning* (2018) være rustet til å møte langsiktige og globale utfordringer.

Etikkrådet samler informasjon fra aktører over hele verden og gir råd om spesifikke etiske utfordringer. De ansatte ser etter koblinger mellom firmanavn og korrupsjon, brudd på menneskerettigheter og miljøskadelig atferd. Til en viss grad får rådet en månedlig oppdatering, hvor de så plukker ut selskaper som bør ses nærmere på. Et eksempel kan være at rederier kjører skip på land og hugger dem opp under farlige forhold. Dette kan være skadelig for mennesker og miljø. Etikkrådet skriver da brev til selskapet om hva de observerer og spør om rederiene har tenkt å fortsette med aktiviteten. Dersom rederiene svarer at det er i tråd med reglene, tilføyer etikkrådet at det ikke er akseptabelt. En fortsettelse av slik aktivitet kan føre til utestengelse fra oljefondets investeringsportefølje. I dag er 125 selskaper utestengt fra fondet basert på de etiske retningslinjene (Human, 2019).

5. Oljefondets håndtering av etiske dilemmaer

Gjennom Oljefondets historie forsøkes det kontinuerlig å balansere ulike etiske, samfunnsmessige og forretningsmessige hensyn. Denne delen vil forsøke å drøfte på hvilke måter Oljefondet håndterer de ulike dilemmaene som kom til syne gjennom tidslinjen.

Deretter forsøker oppgaven å svare på problemstillingen: «*Hvordan har Oljefondets forsøk på å balansere finansielle og etiske hensyn utviklet seg over tid? Hvilke dilemmaer kommer til syne og hvordan er de forsøkt løst?*»

5.1 Konvertering av etiske og finansielle hensyn

Ved å bruke en lang tidshorisont «konverteres» etiske hensyn til forretningsmessige hensyn. Det er noe pussig når en leser fondets rapport for *Ansvarlig investering* (2018). Det presiseres blant annet av Slyngstad at fondet kun har et mål, som er høyest mulig avkastning med moderat risiko. Likevel kommer flere etiske og samfunnsmessige målsetninger til syne når en leser gjennom rapporten. «*Vårt mål er å fremme langsiktig verdiskapning i selskapene*» (NBIM, 2018). Presiseringen av Slyngstad kan minne om moralsk stumhet. Det snakkes om moralitet, men det beskrives som om det ikke er noen motsetning mellom forretningsmessige og etiske hensyn. Den ene måten det gjøres er ved å bruke en langsiktig tidshorisont, slik at etiske hensyn over tid kan ses på som forretningsmessige hensyn. Et eksempel på dette er uttrekk av fossil energi, fordi det på sikt innebærer høy risiko. På sikt kan investeringer i fossil energi skade egen lønnsomhet, noe som er fondets begrunnelse til å trekke seg ut. Det er som om et etisk og samfunnsmessig hensyn blir til et forretningsmessig hensyn, hvis en tenker langsiktig nok. På denne måten handler det om å ikke ødelegge økonomien fondet lever av.

Yngve Slyngstad presiserer at fondet kun har ett mål i *Ansvarlig forvaltning* (2018). «*Vi har bare et mål. Det er å oppnå høyest mulig avkastning med moderat risiko*» (NBIMa, 2018). Det kan tenkes at målet presiseres for å styrke bilde av ledelsen som en amoralsk aktivitet. Det er ikke sosialt forankret i hvor stor grad moralitet faktisk er en del av en administrerende direktørs daglige rolle ifølge hypotesen om moralsk stumhet. Den administrerende direktøren er også juridisk pliktet til å jobbe for fondets beste. Slyngstad kan oppriktig mene at har gjør jobben sin ved å kun fremme en økonomisk målsetning. Kanskje han bevisst unngår å nevne fondets moralske aspekt. At Oljefondets filosofi presenteres som om de kun har et mål, samtidig som det snakkes om ansvarlige investeringer er pussig. Likevel stemmer ikke vinklingen helt overens med teorien om moralsk stumhet.

Oljefondet er ikke tause om moralske spørsmål. NBIM uttaler selv at klimaendringer på sikt vil påvirke de fleste næringer og markeder. Det står i *Ansvarlig forvaltning* (2018) at det er

viktig at selskaper planlegger relevante klimasenarioer og vurderer egen klimarisiko. Oljefondet kan derfor ikke sies å ha et eksklusivt mål om lønnsomhet. Fondets langsiktige overlevelse har også sammenheng med andre interessenters hensyn. Selskaper blir oppfordret til å gå fra snakk til tall, og ta ansvar for egen drift. Fondet mener at selskapers manglende evne til å internalisere eksterne kostnader vil være et uttrykk for markedssvikt. Mange vil kunne si at det er snakk om etiske hensyn, som fondet knytter til det å ha god forretningsskikk (Øvald, 2018).

Bakgrunnen for å beskrive mål som forretningsmessige kan ha sammenheng med hypotesen om universelle eiere. Oljefondet gir selv uttrykk for noen poenger som stemmer godt overens med hypotesen. Universelle eiere forstår egne evner til å påvirke langsiktig verdi, risikoeksponering mot eksternaliteter og gjenkjenner tilleggsfordeler med de ulike handlingene. For det første understreker fondet viktigheten av gode markeder og en velfungerende økonomi, fordi dette på sikt påvirker fondets egen avkastning gjennom selskapene det investeres i (NBIMa, 2018). For det andre reduserer NBIM risikoeksponering av eksternaliteter gjennom integrering av ESG-faktorer. Eierstyring og selskapsledelse påvirker langsiktig aksjeytelse. Derfor jobber NBIM for diversifiserte styrever, separasjon av administrerende direktør og styre, samt å få inn eksterne medlemmer i selskaper hvor fondet har eierandel. Positive og negative miljøfiltre tas også i bruk av fondet. Positive filtreringer forekommer fordi fondet blant annet investerer i selskaper som har minst 20% av sin virksomhet i definerte miljøsegmenter. Miljøsegmentene er lavutslippenergi og alternative drivstoffer, ren energi og energieffektivisering, samt naturressursforvaltning. For det tredje står det i fondets rapport *Ansvarlig investering* (2018) at det finnes fordeler med å eksempelvis legge til rette for mer miljøvennlig virksomhet. Poenget er at etiske hensyn integreres med fondets finansielle hensyn, slik at de på sikt ses på som sammenfallende.

5.2 Gode styresett og godt fungerende markeder sikrer eiernes rettigheter

Ved å knesette viktige hensyn til godt styresett og hensynet til godt fungerende markeder ivaretas eiernes interesser, som er den norske befolkningen. Oljefondet forsøker å balansere forretningsmessige og etiske hensyn gjennom å påvirke sine selskaper til å ha gode styrever og klare skiller mellom styret og daglig ledelse. Fondet har en egen målsetning under prinsippsetting som går ut på å være med på å skape velfungerende markeder og god styring av selskaper. «*Vårt mål er velfungerende markeder og god styring av selskaper*» (NBIM,

2018). God selskapsstyring og godt fungerende markeder sikrer ifølge Slyngstad eiernes rettigheter (NBIM, 2018). Interessentteorien kan forstås som en normativ næringslivsetikk, som sier noe om hva som er riktig og god forretningsdrift. La oss ta et lite sidespor og tenke på en vanlig forretningsmann som har et enkelt selskap, mange vil si at det er noe som heter god forretningsskikk. Det finnes grenser for hva en vil gjøre mot sine konkurrenter, fordi en vil ha gode og forutsigbare spilleregler i markedet. At forretningsmannen har et godt forhold til sine konkurrenter skaper et mer stabilt marked, med mindre risiko. Tenk nå at forretningsmannen forvalter oljefondets penger, da vil det også unne fondet at forretningsmannen har god forretningsskikk. Måten fondet jobber med dette, er ved å forsøke å påvirke sine bedrifter til å ha god eierskapsstyring og selskapsledelse.

Som global investor har fondet observert at det har blitt mindre vanlig å kombinere leder og administrerende direktør. For at styret skal kunne utøve objektivt skjønn og treffe avgjørelser med tilstrekkelig uavhengighet fra administrasjonen ser de at styret bør ledes av et styremedlem som er uavhengig av ledelsen. Rollene som styreleder og administrerende direktør bør derfor ikke utføres av samme person. Dersom styret stemmer for å kombinere rollene, må tiltak for å hindre interessekonflikter og sikre aksjonærenes rettigheter på plass. Minoritetsaksjonærer (små eierandeler i hvert selskap) har ifølge fondet en interesse av et klart skille mellom styre og ledelse for å sikre effektivt tilsyn og kontroll av selskapet. Fondet står selv som minoritetsaksjonær, noe som gjør knesetting av gode styresett viktig for å ivareta den norske befolkningens interesser.

5.3 Etisk ansvar ses på som juridisk ansvar

Ved å godta noen absolutte grenser for investeringer behandles etiske retningslinjer som enhver annen regulering, og fondet tar «tapet». Oljefondet avslutter investeringer i bedrifter med uakseptable arbeidsforhold for de ansatte, uavhengig av om investeringene er lønnsomme. Etiske premisser setter rammer når det gjelder hva et individ eller en organisasjon kan og bør gjøre for å nå et mål. Oljefondets etiske retningslinjer er et forsøk på å unngå å utelukkende investere ut fra økonomiske hensyn. Retningslinjene er satt av Stortinget etter råd fra Finansdepartementet, som igjen får råd fra Norges Banks styre.

NBIM erkjenner at det er behov for å handle utover et økonomisk ansvar, og følger myndighetenes reguleringer. I et samfunn finnes det rettsregler som blir håndhevet av

Stortinget som lovgiver. Disse reglene må følges av fondet, da de innebærer et juridisk ansvar. Det kan eksempelvis være en lov om korrupsjon. Det er ulovlig for NBIM å bedrive korrupsjon. Likevel er det ingen juridiske regler som holder NBIM ansvarlig for selskapene de investerer i, og derfor tar NBIM et etisk ansvar. Et etisk ansvar omfatter et ansvarsområde utover lovverket, blant annet gjennom å ikke skade andre aktører. Fondet trekker seg ut av selskap som bedriver korrupsjon. Dermed behandles et etiske ansvar som om det var et juridisk ansvar.

Fondet ser på absolutte grenser som Stortinget, Finansdepartementet eller Norges Bank Styret setter. Myndighetene har på noen områder satt noen ytre etiske retningslinjer som NBIM behandler som en hvilken som helst annen lovregulering. Det er en selvfølge at fondet skal være innenfor loven eller følge regler som ligner på loven fra sine prinsipaler. Et eksempel kan være når politikerne kom frem til at fondet ikke burde investere i atombomber eller tobakk. Da holdt fondet seg til disse retningslinjene, selv om det gikk på bekostning av finansielle hensyn. Dermed sier fondet at det er greit at noen etiske hensyn blir tatt på bekostning av finansielle hensyn. I tilfellet med tobakk tok fondet derfor et tap på 10,6 milliarder norske kroner mellom august 2005 og november 2011 (Skauge, 2014). Det finnes absolutte etiske grenser for hvordan fondet velger å investere. De etiske hensynene handler om å følge påbudene fra NBIMs myndigheter.

5.4 Spillerom for egne etiske vurderinger

Det finnes et spillerom for Oljefondet til å gjøre egne etiske vurderinger. Tidligere Finansminister Kristin Halvorsen ville bruke formuen til å fremme etikk i næringslivet, og uttalte at «Vi vet at money talks. Og vi har pengene» (Reinertsen, 2018). Oljefondet har en viss påvirkningskraft. Oljefondet er en universell eier. Eierskapet handler ikke bare om langsiktighet, men også om hvor bredt investeringene strekker seg. Ideen er at når investeringene har tilstrekkelig bredde har det to effekter. For det første vil hvordan fondet opptrer påvirke totaløkonomien, fordi andre ser opp til måten de gjør det på. For det andre blir det som om Oljefondet er et indeksfond, slik at fondet følger med på utviklingen i hele verden, noe som kan være en fordel som fører til lavere risiko.

Slyngstad er administrerende direktør for Norges Bank Investment Management (NBIM), som er ansvarlig for Statens pensjonsfond utland (SPU). I et intervju med Morgenbladet (2018) kommer et annet poeng frem. Når Slyngstad blir spurt om hvordan fondet reagerer om

deres forventninger til styremedlemmer i selskaper de har aksjer i ikke blir fulgt er det mulig at han og intervjueren Maria Reinertsen snakker forbi hverandre. Fondssjefen mener de ikke alltid kan forvente enighet, men å bli hørt. Intervjueren spør da om fondet ikke er interessert i å lære, noe som er et konsekvensetisk resonnement. Konsekvensetikk handler om å reflektere over mulige utfall, mens pliktetikk handler om en handlings moralske verdi. På spørsmålet svarer Slyngstad at det er bevisst at fondet eksempelvis etter forventningsdokumenter for barnearbeid ikke måler effekt, fordi de driver med pliktetikk. Han presiserer at de har et ansvar for å gjøre det riktige, uansett resultat.

Nylig viste NRK en dokumentar om Oljefondet som kom innpå de store spørsmålene og årsakene til at fondet er en viktig modell (Human, 2019). «*Kan finansbransjen redde verden? Vell, finans sparer i det minste for verden, så spørsmålet er hvordan vi forvalter pengene de har ansvar for på en god måte som iallfall ikke ødelegger for verden*» var ordene til Slyngstad dokumentaren. Sammen med andre offentlige fond ble Oljefondet bedt om å foreslå kriterier for bærekraftig virksomhet av den franske presidenten. Men det har også vært påpekt at det er noe paradoksalt ved et fond som henter sin rikdom fra en miljøskadelig virksomhet, samtidig som de prøver å gå foran når det gjelder bærekraftig utvikling. Sony Kapoor hevdet i dokumentaren at man ikke kommer bort fra at norsk velstand delvis er basert på et stort bidrag til klimaendringene som ikke står i forhold til antall innbyggere. Med et slikt fotavtrykk hevder Kapoor at det følger et ansvar til å gjøre noe med det. Han hevder at Norge og fondet må ut av olje og gass fra både et etisk og et økonomisk ståsted.

Verdien stammer fra en uetisk kilde på samme måte som at Johan Andersen, formann i etikkrådet, fikk hele sin formue fra tobakksindustrien. I Andersens tilfelle løste han dilemmaet på følgende måte; han solgte alle aksjene. Dette betyr ikke at tobakksindustrien er stoppet, men at han har tatt sine moralske verdier og puttet den inn i et samfunnsnyttig entreprenørfond som kalles Ferd (Ferd, 2019). Han er likevel en av Norges rikeste. At Norge plutselig arvet en Oljerikdom er det også stilt spørsmål ved. «*Hvorfor skal vi eie alle disse pengene når folk i verden ellers åpenbart trenger dem mye mer?*» (Øvald, 2018). Spørsmålet er om rikdommen bare skal komme nordmenn til gode, eller om den burde kommet hele verden til gode. Vell, det vet ikke jeg svaret på.

6. Konklusjon

NBIMs ansvarlighetsrapport (2018) hevder at finansielle og etiske hensyn er sammenfallende, dersom lønnsomme investeringer er bærekraftige. Argumentet holder langt, men det kan argumenteres for at dette ikke er hele bildet. Statens pensjonsfond utland har ifølge Slyngstad kun ett mål: «... høyest mulig avkastning med moderat risiko» (NBIMa, 2018). Målene uttrykkes som ett, mens nærmere ettersyn viser at flere etiske hensyn er bakt inn. Lønnsomhet i seg selv har også en moralsk dimensjon i dette tilfelle, fordi det er hensynet til dagens eiere og fremtidige generasjoner. Avkastningen er avhengig av selskapene det investeres i og fondet forsøker å være en ansvarlig investor gjennom virkemidlene aktivt eierskap, filtrering og uttrekk. SPU tar hensyn til selskapenes innvirkning på samfunnet og miljøet, fordi det over tid kan påvirke selskapenes lønnsomhet, som igjen påvirker fondets avkastning. Det står skrevet i fondets rapport *Ansvarlig forvaltning* (2019) at det stilles tydelige forventninger til selskapene det investeres i når det gjelder samsvaret mellom investorenes forventninger til lønnsomhet og samfunnets bredere forventninger. Det kan se ut til at SPU forsøker å ta hensyn til ulike interessenter, noe fondet på ulike måter gjør. Hensynet tas imidlertid fordi det gir høyest mulig avkastning til det norske folk innen moderat risiko. I bunn handler forvaltningen i stor grad om å skape lønnsomhet for eierne, et klassisk kapitalistisk syn på virksomhetens eksistens.

Oppgaven konkluderer med at fondet balanserer finansielle og etiske hensyn ved hjelp av en ansvarlig investeringsstrategi som benytter virkemidlene aktivt eierskap, filtrering og samfunnsinvesteringer. Oppgaven handler om hvordan et fond forholder seg til aksjeselskaper som har de egenskapene de har; et begrenset ansvar juridisk og et fokus på økonomisk lønnsomhet. Det ikke noen mal for hvor mye ansvar fondet bør ta. Slyngstad uttalte selv at «Nå er det selvsagt at vi skal utøve eierskap, men vi har kanskje ikke tenkt lang og dypt nok om hvordan den rollen skal være» (Reinertsen, 2018). Fondssjefen er opptatt av det store bildet. Slyngstad mener det er problemer i ekteskapet mellom kapitalismen og demokratiet (Reinertsen, 2018). Offentlig eide institusjoner som SPU står under demokratisk kontroll, men må også tenke lønnsomhet i den enkelt investering. På den ene siden bidrar økonomisk virksomhet til økende ulikhet. På den andre siden bygger demokratiet på et likhetsideal. Han er bekymret for spenningene. Det Slyngstad tar opp er et avansert poeng, om et fundamentalt

problem i kapitalismen. Aksjeselskapets modell kan trenge en oppgradering, dersom modellen skal gjøre det den er designet for, nemlig komme samfunnet som helhet til gode.

7. Referanseliste

Bakan, J. (2005), *The Corporation: The Pathological Pursuit of Profit and Power*. London: Constable

Bird, F. B & Waters, J. A. (1989) *The Moral Muteness of Managers*. Hentet 20. februar 2019 fra <https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.2307/41166735>

Carson, S. G. Kosberg, N. Skauge, T & Laudal, T. (2015) *Etikk for beslutningstakere*. Oslo: Cappelen Damm akademisk.

Etikkrådet. (2019). *Etikkrådets virksomhet*. Hentet 19. april 2019 fra <https://etikkradet.no/virksomhet/>

Ferd. (2019). *Styret og administrasjon*. Hentet 03. april 2019 fra https://www.ferd.no/om_ferd/styret_og_administrasjon/styret

FN. (2019, 15. januar). *Bærekraftig utvikling*. Hentet 22. januar 2019 fra <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Baerekraftig-utvikling>

Frønes, I. & Kjølørød, L. (2010) *Det norske samfunn* (6. utg.) Oslo: Gyldendal Akademisk.

Global. (2018, 21.juni). *Oljefondet – litt mer etisk og ansvarlig i 2018?* Hentet 30. november 2018 fra <http://global.no/nyheter/dybdeartikler/oljefondet>

Human. (2019). *Vikinger mot ulver-slaget om finans* Hentet 05. mai 2019 fra <https://humanfilm.no/det-etiske-oljefondet/> 2019

Johnson, G. Whittington, R. Scholes, K. Angwin, D & Regner, P. (2014), *Exploring Strategy: text and cases* (10. utg.). Harlow: Pearson.

Jørgensen, S. Pedersen, L, J, T. (2013) *Ansvarlig og lønnsom*. Oslo: Cappelen Damm AS.

Kapoor, S. (2017, august). The promise of sustainable investing - The case of the Norwegian Oil fund. Hentet 12.mars fra

<http://fivas.org/wp-content/uploads/2017/08/SCF-Oil-Fund-Report-print-v3.pdf>

Kim, K. A, Nofsinger J.R (2007) *Corporate Governance* (2. utg.) New Jersey: Pearson Prentice Hall.

Lem, C. H. (2017, juli). Ja takk – begge deler. Hentet 20. april fra

<https://www.magma.no/ja-takk-begge-deler1>

Lundestad, E. (2005) Kan etikk og økonomi forenes. *Magma econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, Hentet fra <https://www.magma.no/kan-etikk-og-oekonomi-forenes>

NBIM. (2006, 7.mars). Årsrapport 2006. Hentet 03. februar 2019 fra

<http://www.e-pages.dk/nbim/41/html5/>

NBIM. (2014, 05.februar). Ansvarlig forvaltning. Hentet 20. januar 2019 fra

<http://www.e-pages.dk/nbim/123/html5/>

NBIM. (2015, 04.februar). Ansvarlig forvaltning 2015. Hentet 11. februar 2019 fra

<http://www.e-pages.dk/nbim/136/html5/>

NBIM. (2016, 07. mars). Ansvarlig forvaltning 2016. Hentet 20. februar 2019 fra

<http://www.e-pages.dk/nbim/155/html5/>

NBIMa. (2018, 7 februar) Ansvarlig forvaltning. Hentet 8. februar 2019 fra

<http://www.e-pages.dk/nbim/179/html5/>

NBIMb. (2018, 27. februar). Investeringsstrategien. Hentet 22. januar 2019 fra

<https://www.nbim.no/no/investeringene/investeringsstrategien/>

NBIMa. (2019, 1.mai). Oljefondets markedsverdi. Hentet 1.mai 2019 fra

<https://www.nbim.no>

NBIMb, (2019, 1.mai) Oljefondets historie. Hentet 30. desember 2018 fra

<https://www.nbim.no/no/fondet/oljefondets-historie/>

NBIMc, (2019, 1.mai). Ansvarlig forvaltning. Hentet 2. April 2019 fra

<https://www.nbim.no/no/oljefondet/ansvarlig-forvaltning/>

NBIMd. (2019, 1. april). Styringsmodellen Hentet 02. april 2019 fra

<https://www.nbim.no/no/organiseringen/styringsmodellen/>

Norskpetroleum. (2019, 28. januar). Norsk petroleumshistorie. Hentet 28. januar fra

<https://www.norskpetroleum.no/rammeverk/rammevilkarpetroleumshistorie/>

Peng, M. W. (2014), *Global Strategic Management* (3. utg.). United Kingdom: Ashford Colour Press Ltd.

Regjeringen (2003, 25. juni) Vedlegg til PM 56/2003: PM fra Graverutvalget.

Hentet 13. april 2019 fra

https://www.regjeringen.no/no/dokumentarkiv/Regjeringen-Bondevik-II/fin/Nyheter-og-pressemeldinger/2003/vedlegg_til_pm_56-2003-pm_fra_graverutva/id250011/

Regjeringen (2007, 30.januar). Etikk i praksis – etiske retningslinjer for Statens pensjonsfond – Utland. Hentet 10. april 2019 fra

<https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/fin/tar/2007/0010/ddd/pdfv/306153-kha-polytekn-300107.pdf>

Regjeringen (2010, 10. november). Nytt mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Hentet 10. desember 2019 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nytt-mandat-for-forvaltningen-av-statens/id623478/>

Reinertsen, M. B. (2018, 2-8 november 2018). Det er problemer i ekteskapet mellom kapitalismen og demokratiet. *Morgenbladet*, del 1, side 6-8.

Stortinget (2015, 28. mai) Innstilling fra finanskomiteen om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014. Hentet 09.februar 2019 fra <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2014-2015/inns-201415-290/?lvl=0#a1.1>

Synnestvedt, T. (2014). *Makroøkonomi i korte trekk* (3. utg.). Oslo: Zigma forlag.

Thorsen, J. (2003, 3.mars). Investerer mer i atomvåpen. Hentet 02. mai 2019 fra <https://www.dagbladet.no/nyheter/investerer-mer-i-atomvapen/65872005>

Towers Watson (2011, mai) Sustainable investing- The role of «Universal Owners». Hentet 17. februar 2019 fra <https://www.towerswatson.com/en-GB/Insights/IC-Types/Ad-hoc-Point-of-View/2014/02/Sustainable-investing-The-role-of-Universal-Owners>

Urwin, R. (2011) Pension Funds as Universal Owners: Opportunity Beckons and Leadership Calls. *Rotman International Journal of Pension Management*. Hentet 20. april fra <http://web.a.ebscohost.com/galanga.hvl.no/ehost/detail/detail?vid=4&sid=c8d8c915-951a-4bd1-952b-09d8b873f188%40sessionmgr4006&bdata=JnNpdGU9ZW9ZWhvc3QtbGl2ZQ%3d%3d#d=b=bsh&AN=60157718>

Winther, T. Hætre, R. Ottensen, L. Øyen, A. H (2015), *Grunnleggende bedriftsøkonomi* (3. utg.). Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.

Øvald, C. B. (2018), *Drømmefondet*. Oslo: Forlaget Manifest AS.

8. Ordliste

Forkortelse	Forklaring
NBIM	Norges Bank Investment Management
SPU	Statens Pensjonsfond Utland
ESG	Politikk for miljømessige, sosiale og forretningsetiske forhold
FN	De forente nasjoner
OECD	Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling
Termisk kull	Kull benyttet til kraftproduksjon
GPFG	Government Pension Fund Global

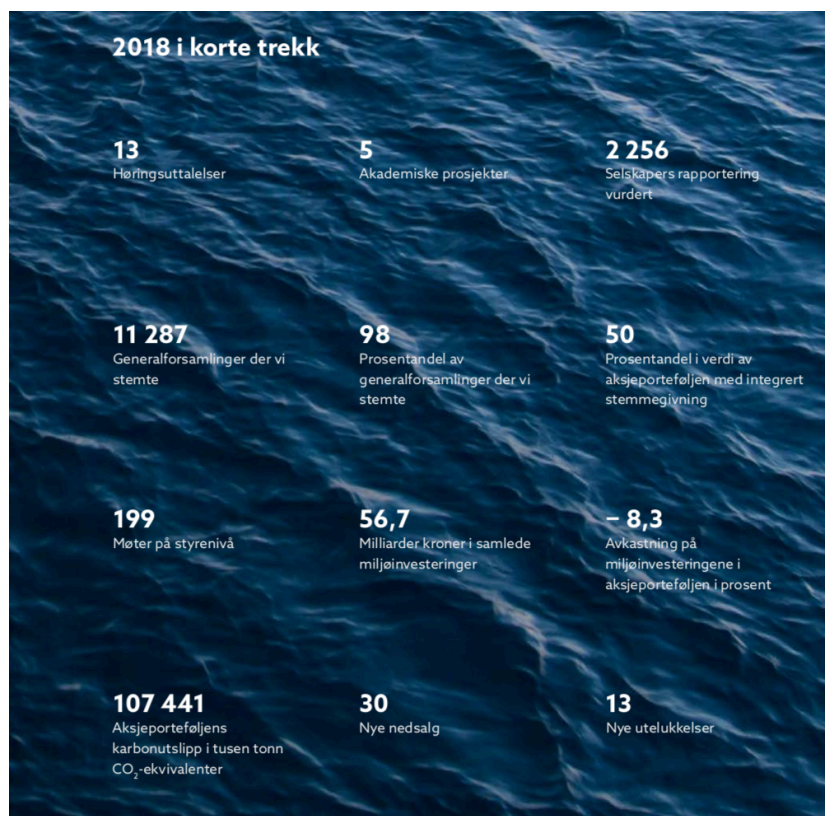
9. Vedlegg

Vedlegg 1

Dilemma	For	Imot
Benytte oljepengene på å utvikle dagens velferd versus langsiktig investering	Hensynet til det nåværende norske folk taler for å bruke pengene.	Hensynet til den kommende generasjonen taler for langsiktig forvaltning, og øke avkastningen for å finansiere økende pensjonsutgifter.
Investere i tobakksindustrien versus rekke seg ut	Hensynet til eiernes lønnsomhet taler for å investere pengene der fortjenesten er størst. En konsekvensetiker kan argumentere for at en kan påvirke bransjen positivt innenfra dersom en har eierandel, og dermed skape mest nytte for flest mulig.	Fondet har en plikt til å gjøre det rette, som videre kan ses på som å ikke investere i industrier som fører til skade. Selve produktet er uetisk.
Investere i våpenindustrien eller trekke seg ut av industrien	Eiernes lønnsomhet taler for å investere i våpenindustrien. MEN det ses på som brudd på etiske lover og moralske normer å investere i våpen, som medfører drap.	Både en pliktetiker og en konsekvensetiker kan argumentere for at det er uetisk å investere i drapsvåpen. For det første er alle mennesker utstyrt med fornuft, og medvirkning til drap er ikke fornuftig eller riktig. For det andre er konsekvensene av slike investeringer

		flere våpen, noe som gir flere negative konsekvenser.
Investere i fossil energi versus trekke seg ut	Hensynet til eiernes lønnsomhet taler for å investere i fossil energi, fordi det er svært lønnsomt.	Hensynet til andre aktører, som mennesker og miljø, taler for å la vær.
Investere i små selskaper	Hensynet til andre aktører taler for å bidra utover eiernes lønnsomhet.	Hensynet til eiernes lønnsomhet taler for å unngå høy risiko.

Vedlegg 2



NBIMA. (2018, 7 februar) Ansvarlig forvaltning s. 5. Hentet 8. februar 2019 fra <http://www.e-pages.dk/nbim/179/html5/>