Rapport fra offentlig utvalg
Juni 2003

FORVALTNING FOR FREMTIDEN

Forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond

Utredning fra utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 18. oktober 2002. Avgitt til Finansdepartementet 25. juni 2003.

Rapporten vil bli produsert i NOU-serien.

Til Finansdepartementet

Utvalget som ble oppnevnt ved kongelig resolusjon 18. oktober 2002 for å foreslå etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond, legger med dette frem sin innstilling. Utvalgets forslag er enstemmig.

Vi har lagt vekt på at innstillingen skal være poengtert og leservennlig. Vi har derfor avveket noe fra den vanlige formen i offentlige utredninger. Til innstillingen følger det vedlegg som nærmere omtaler de sentrale temaene i innstillingen, samt gir en del bakgrunnsinformasjon om utvalgets arbeid og om Petroleumsfondet. Vedleggene er utarbeidet som arbeidsgrunnlag for utvalgets diskusjoner og har vært diskutert av utvalget. Der hvor det måtte forekomme avvik mellom det som står i innstillingen og det som står i vedleggene, er det innstillingen som gir uttrykk for utvalgets standpunkter og anbefalinger. Vi har valgt å trykke vedleggene fordi vi tror at det kan være nyttig for den videre prosessen at resultatene av utvalgets diskusjoner og de studiene som er utført, er tilgjengelig. De ulike vedleggene skal kunne leses separat. Derfor vil det nok være enkelte gjentakelser mellom vedleggene.

Vedlegg nr. 2 om etiske grunnspørsmål i utformingen av etiske retningslinjer for Petroleumsfondet er i helhet forfattet av 1. amanuensis Alexander Cappelen som er medlem av utvalget. Vedlegg nr. 11 om evaluering av etisk fondsforvaltning er skrevet av økonomiprofessorene Thore Johnsen og Ole Gjølberg på oppdrag fra utvalget. Utvalget har tatt deres utredning til etterretning. Vedleggene for øvrig står for utvalgets regning og er utarbeidet på grunnlag av mange ulike kilder.

Oslo, 25. juni 2003

Hans Petter Graver
Leder

Jarle Bergo	Alexander Cappelen	Ola Löhman
Janne Haaland Matlary	Gro Nystuen	Bente Rathe
Lasse Ruud	Per Sandberg	Anne Kristin Sydnes

Yngvar Tveit
sekretariatsleder

Helge Eide
Tormod Cappelen Endresen
Hilde Jervan
Eli Lund
Birger Vikøren

DEL I INNSTILLING 5

1 PETROLEUMSFONDET – FORVALTNING FOR FREMTIDEN 6

2 ETIKK I PETROLEUMSFONDET 7

2.1 Med overlappende konsensus som utgangspunkt 7

2.2 Hvem vi har forpliktelser overfor 8

3 SAMMENFALL OG KONFLIKTER I FORHOLD TIL ETISKE FORPLIKTELSER 10

3.1 Bærekraftighet som forutsetning for langsiktig avkastning 10

3.2 Petroleumsfondet som instrument 11

4 KONKRETISERING AV DE ETISKE FORPLIKTELSENE 13

4.1 Utgangspunkter for konkretisering 13

4.2 Internasjonale konvensjoner og retningslinjer 15

4.3 Etiske krav til Petroleumsfondet 17

5 VIRKEMIDLER I EN ETISK FONDSFORVALTNING 19

5.1 Den treleddede strategi 19

5.2 Eierskapsutøvelse 23
5.2.1 Innledning 23
5.2.2 Temaer for eierskapsutøvelsen 24
5.2.3 Demokratisk forankring av eierskapsutøvelsen 27
5.2.4 Virkemiddelbruk i eierskapsutøvelsen 28

5.3 Negativ filtrering og uttrekk 30
5.3.1 Negativ filtrering 30
5.3.2 Uttrekk 35

5.4 Petroleumsfondets etikk– og folkerettsråd 40

5.5 Økonomiske og administrative konsekvenser 41
5.5.1 Økonomiske konsekvenser 41
5.5.2 Administrative konsekvenser 42

6 FORSLAG TIL ETISKE RETNINGSLINJER FOR STATENS PETROLEUMSFOND 43

DEL II VEDLEGG 47

1 UTVALGETS MANDAT OG SAMMENSETNING 52

2 ETISKE GRUNNSPØRSMÅL I UTFORMINGEN AV ETISKE RETNINGSLINJER FOR PETROLEUMSFONDET 54

3 STATENS PETROLEUMSFOND 68

4 DEBATT OM ETISKE RETNINGSLINJER FOR PETROLEUMSFONDET76

5 ETISK FORVALTNING – HISTORIE, OMFANG OG VIRKNINGER 88

6 RETTSREGLER OG ETISK ANSVAR I FORRETNINGSMESSIG FORVALTNING AV STATLIGE MIDLER 106

7 RETNINGSLINJENES ETISKE GRUNNLAG 114

8 EIERSKAPSUTØVELSE 166

9 NEGATIV FILTRERING 186

10 UTTREKK 221

11 EVALUERING AV ETISK FORVALTNING: 233

DEL I INNSTILLING

1 Petroleumsfondet – forvaltning for fremtiden

Det norske folk er i en enestående posisjon. De materielle kår for de brede lag av befolkningen har aldri vært bedre. De siste par generasjoner har opplevd en velstandsvekst uten sidestykke. Norge er i en spesielt gunstig stilling gjennom rikdommen på olje og gass som ble oppdaget for drøyt tretti år siden.

Den velstand som de nåværende generasjoner opplever, skaper forpliktelser. Olje- og gassreservene tar slutt. Siden det er tale om begrensede ressurser, er det ikke rettferdig at rikdommene bare kommer de få generasjoner til gode som tilfeldigvis opplever uttaket av dem. Verdiene må sikres for etterslekten. Dette er en viktig bakgrunn for opprettelsen av Petroleumsfondet.

Det er vel kjent at velstandsutvikling generelt sett kan gå på bekostning av velstanden til våre etterkommere ved at vi bruker opp jordens ressurser og forringer livsbetingelsene på kloden. Særlige problemer er knyttet nettopp til produksjon og bruk av fossilt brennstoff fordi det frigjør drivhusgasser. Det er også slik at mens vår velstand øker, lever store deler av befolkningen i andre deler av verden i fattigdom og nød. I noen tilfeller produseres varer og tjenester til vårt konsum av arbeidstakere som er gjenstand for grov utbytting. Vår klodes økologi tåler neppe at kløften mellom den fattige og rike del av verden utjevnes gjennom at den teknologiske og økonomiske utvikling vi har vært gjennom, kopieres av andre samfunn. Hvordan vi skaper og fordeler verdier er viktig for en rettferdig fordeling av jordens ressurser og for ikke å sette kommende generasjoners velstand i fare.

Den norske stat får løpende store inntekter fra petroleumsvirksomheten. Statens petroleumsfond er et instrument som gjør staten i stand til å frikople bruken av oljeinntektene fra den løpende inntektsstrømmen. Samtidig tjener Petroleumsfondet som statens instrument for langsiktig finansiell sparing. Petroleumsfondet bidrar på denne måten til å stabilisere den økonomiske utviklingen i Norge og sikrer at også kommende generasjoner i Norge får ta del i oljeformuen. Dermed ivaretar fondet en viktig etisk forpliktelse som påhviler oss som bor i Norge i dag, nemlig å forvalte de ressurser vi har fått utlevert på en måte som sikrer varig verdiskaping. Til forskjell fra investeringer i utdanning og realkapital i dag for å skape verdier i fremtiden vil verdisikring gjennom å opprettholde en finansformue gi opphav til en avkastning som kan brukes en gang i fremtiden. Investering i kunnskap og realkapital i dag kan bidra til at det finnes nødvendig infrastruktur for senere verdiskaping eller til at det utvikles teknologi som kan skape velferd uten de belastninger på miljøet som vi i dag ser. Sparing av deler av petroleumsinntektene gjør at velferdsgevinsten knyttet til petroleumsformuen kan komme alle generasjoner til gode uten å legge beslag på så store ressurser som investeringer innenlands i dag ville kreve.

Utvalget har ikke gått inn i de spørsmål som avveiningen mellom oppbyggingen av et finansielt fond og bruk av pengene på andre måter reiser. Utvalget har således heller ikke gått nærmere inn på bruk av Petroleumsfondet til utviklingshjelp el. De forslag til etiske retningslinjer som utvalget legger frem her, bygger på den forutsetning at uansett vil en del av verdiene bli satt til side til oppbygging av en finansformue som består av investeringer i utenlandske verdipapirer. Utvalget har sett det som sin

oppgave å utarbeide retningslinjer for å sikre oppfyllelse av våre etiske forpliktelser gjennom forvaltningen av denne finansformuen.

For å skape et økonomisk handlingsrom for våre etterkommere må en i forvaltningen av finansformuen ha et langsiktig perspektiv. Å sikre en langsiktig avkastning er en stor økonomisk og faglig utfordring samtidig som det også er en viktig etisk forpliktelse. I utformingen av en investeringsstrategi er det fornuftig å legge vekt på en forsvarlig balanse mellom risiko og avkastning. Da det ikke er mulig å vite sikkert hvordan utviklingen vil være innen forskjellige sektorer og selskaper, er det fornuftig å spre risikoen ved å fordele investeringene på mange selskaper, bransjer og markeder. Hvis man skal oppnå høy avkastning over tid, må det være en generell vekst i økonomien. Sagt på en annen måte, langsiktig avkastning av en bredt sammensatt finansportefølje er avhengig av en bærekraftig økonomisk utvikling.

2 Etikk i Petroleumsfondet

2.1 Med overlappende konsensus som utgangspunkt

Norge er et pluralistisk samfunn, og det eksisterer ingen enighet om et bestemt enhetlig etisk perspektiv. Dette medfører at nordmenn ikke vil begrunne sine etiske standpunkt på samme måte. Vi forvalter ikke Petroleumsfondet bare på vegne av oss selv, men også på vegne av kommende generasjoner. Fondet er på denne måten en formue det hviler odel på. Et kjennetegn ved fondet er at en stor del av dem det forvaltes på vegne av, ikke kan velge forvalter. Dette stiller utforming og forankring av etiske retningslinjer for Petroleumsfondet overfor spesielle utfordringer.

Fraværet av en enhetlig begrunnelse betyr likevel ikke at det ikke vil finnes enighet om visse etiske prinsipper. I mange tilfelle vil man komme frem til samme svar på etiske spørsmål ut fra forskjellige innfallsvinkler. De fleste er for eksempel enige om at det er galt å stjele, enten de kommer frem til dette på grunnlag av en pliktfølelse i forhold til kristen etikk eller de kommer frem til det ut fra en nytteetisk teori om at et samfunn hvor folk stjeler fra hverandre, vil medføre mindre lykke enn alternativet. I slike tilfeller foreligger det vi kan kalle *overlappende konsensus*.

De valg som treffes gjennom samfunnets viktigste institusjoner, er resultater av politiske kompromisser, og det er liten grunn til å tro at alle de verdier som kommer til uttrykk i norsk politikk, kan beskrives som et sammenhengende system av prinsipper. Skal man sikre at Petroleumsfondets etikk har en bred og varig forankring i befolkningen, kan de etiske retningslinjene for Petroleumsfondet ikke bygge på en bestemt politisk retning eller teori som måtte ligge til grunn for konkrete politiske beslutninger som fremstår som spesielt etiske. Man kan for eksempel ikke fra den norske utenrikspolitikkens humanitære side slutte at norsk utenrikspolitikk generelt består i uegennyttig å fremme interessene til mennesker i nød. Andre sider av utenrikspolitikken er like klart begrunnet i ønsket om å fremme norske interesser i verdenssamfunnet. Skal man sikre trygg forankring av de etiske retningslinjer for Petroleumsfondet i de *verdier* som ligger til grunn for norsk politikk, må man søke etter de *stabile normative hovedlinjer*. Et annet argument for å søke etter de stabile hovedlinjer er usikkerhet om hvilke etiske standpunkter fremtidige generasjoner vil innta.

2.2 Hvem vi har forpliktelser overfor

Etiske forpliktelser er noe vi har overfor noe eller noen. Våre forpliktelser behøver ikke være de samme overfor forskjellige grupper av personer, men kan variere med hva slags forhold vi har til dem og hva slags tilknytning vi har til deres situasjon. Vi har for eksempel normalt større forpliktelser over egne barn enn naboens barn og større forpliktelser overfor en vi har skadet enn en som ligger i vegkanten. Vi må derfor klargjøre hvem det er vi har forpliktelser overfor, og hvilke forpliktelser vi har i forhold til forskjellige grupper.

Det er bred enighet om at alle mennesker har krav på respekt for visse grunnleggende rettigheter. En rekke etiske teorier vil hevde at vi har visse allmenne forpliktelser overfor alle andre mennesker uavhengig av hvilken relasjon vi har til dem. Disse allmenne forpliktelsene springer ut av visse grunnleggende egenskaper som alle mennesker innehar som for eksempel evnen til å føle smerte og glede eller bevissthet. Menneskerettighetene er uttrykk for denne typen allmenne forpliktelser. Vi er forpliktet til å respektere visse grunnleggende rettigheter alle mennesker har i egenskap av å være mennesker. Forpliktelsen til å ikke å krenke en annen persons grunnleggende rettigheter er like sterke uansett om han er et familiemedlem, en venn, en landsmann eller en fremmed.

I tillegg til slike allmenne forpliktelser har individer eller grupper av personer som står i et spesielt forhold til andre, rettigheter som følge av dette forholdet. Mens allmenne rettigheter springer ut av visse generelle trekk ved oss som mennesker, er de spesielle rettighetene eller kravene basert på eksistensen av en bestemt relasjon eller forbindelse. Hvilke typer relasjoner som gir opphav til spesielle forpliktelser, og hvilke forpliktelser de gir opphav til, er omstridt både teoretisk og politisk. De fleste vil imidlertid være enig i at vi har visse forpliktelser overfor familie, etterkommere, venner, kollegaer eller landsmenn utover de forpliktelsene vi har overfor alle. Ikke minst forpliktelsene til å utjevne økonomisk ulikhet blir gjerne betraktet som sterkere innenfor grupper som nasjonalstaten hvor individene er tett knyttet til hverandre både sosialt, økonomisk og juridisk.

Enkelte vil også hevde at ikke bare mennesker, men også andre former for liv eller naturmiljøet kan inneha egenskapene som gir opphav til våre etiske forpliktelser, og at vårt etiske ansvar derfor ikke begrenser seg til mennesker. Forpliktelse til å ivareta et bærekraftig miljø kan på den annen side også utlegges som en følge av en plikt til å sikre fremtidige generasjoner de samme muligheter som våre generasjoner har hatt. At etiske krav til vår opptreden overfor miljøet på denne måten kan begrunnes på forskjellige måter, er et eksempel på bruk av prinsippet om overlappende konsensus.

Ser vi nærmere på de forpliktelser vi har i forskjellige situasjoner, kan det være nyttig å skille mellom forpliktelser til å påvirke, til å unngå medvirkning og til å gjengjelde eller straffe.

Én gruppe etiske teorier hevder at vi primært skal bry oss om konsekvensene av de valgene vi gjør. Disse teoriene ser med andre ord fremover og spør hvilke konsekvenser en handling har. Det etisk riktige valg er det som påvirker verden på best mulig måte, dvs. som har de beste konsekvensene. Ethvert valg har en endeløs rekke ulike konsekvenser, og et avgjørende spørsmål er naturlig nok hvilke

konsekvenser det er vi skal fokusere på. Igjen er en rekke ulike svar mulige. Noen vil hevde at vi skal fokusere på individuell velferd, og at den beste handling er den som har de beste konsekvensene for individers velferd. Andre igjen vil si at det er ressurstilgang eller individers muligheter eller rettigheter som er det vesentligste. Felles for alle disse svarene er imidlertid at de mener at ønsket om å påvirke verden i en ønsket retning skal styre våre valg.

En annen gruppe etiske teorier er opptatt av at man skal unngå å bryte forpliktelser i form av at man skal unngå de onde ting, og at man skal oppfylle forpliktelser i form av å gjøre de gode ting. Om resultatene blir gode eller onde, og om kostnadene med å gjøre de rette tingene er høye, er i prinsippet uten betydning. Dette kalles gjerne en pliktetisk tankegang.

I forhold til Petroleumsfondet vil disse to tilnærminger først og fremst ha det utslag at en pliktetikk vil lede til at visse investeringer skal unngås under enhver omstendighet, mens en konsekvensorientert etikk fører til at investeringer som bidrar til at konsekvenser forverres, bør unngås, mens investeringer som bidrar til bedring, bør tilstrebes.

Et tredje etisk perspektiv legger vekt på gjengjeldelse. Onde handlinger skal straffes, gode skal belønnes. Utvalget anser at det ligger utenfor de forpliktelser som bør legges på Petroleumsfondet, å strebe etter rettferdighet ved å bruke fondet til å straffe eller belønne. Dette har den praktiske konsekvens at utvalget ikke foreslår en ordning som innebærer at Petroleumsfondet skal trekke seg ut av et selskap som har gjort noe utetisk, som en reaksjon på dette uetiske forholdet. Skal fondet trekke seg ut, må det etter utvalgets syn være fordi man retter blikket fremover og anser uttrekk som nødvendig for ikke å bli medskyldig i nye uetiske handlinger.

De investeringer som etter utvalgets mening bør unngås, er de hvor man gjennom Petroleumsfondet kan risikere å bli medskyldige i grove uetiske forhold.

Det er ikke opplagt hva som må til for at man skal kunne betraktes som medskyldig i uetisk atferd. Hvis en opptreden er direkte nødvendig for at det uetiske skal finne sted, er man selvsagt medskyldig. Denne situasjonen vil sjelden oppstå når man investerer i aksjer og obligasjoner som selges på markedet, fordi videresalg ikke har noen direkte effekt på kapitalstrømmen til et selskap. Fra en konsekvensetisk tankegang skal det således mye til at man som finansiell investor kan bli medskyldig i etiske normbrudd. Fra en pliktetisk tankegang vil en investering også være uetisk hvis man aktivt støtter et selskaps produksjon eller atferd, selv om støtten ikke er nødvendig for at det uetiske skal finne sted. Den som holder døren oppe for bankraneren, blir medskyldig i ranet selv om raneren utmerket godt ville klart å komme seg ut gjennom døren på egen hånd. Det forhold at man tjener på en atferd som er uetisk, kan ikke alene betegnes som medvirkning. Ranerens barn er ikke medskyldige i hans lovbrudd selv om lovbruddene bidrar til deres oppfostring. Man vil heller ikke si at den som selger innbruddsalarmer medvirker til innbrudd, selv om salget av alarmer øker med forekomsten av innbrudd og alarmselgeren dermed tjener på innbrudd.

Bortsett fra de tilfeller hvor medvirkningen er nødvendig eller er uttrykk for en aktiv støtte, må det derfor foretas en samlet vurdering av flere momenter for å fastslå om en

tilknytning mellom en investering innebærer medvirkning til et selskaps uetiske forhold. I denne vurderingen må man legge vekt på bl.a. om man eier aksjer eller obligasjoner, hvor systematisk det uetiske forholdet er i forhold til selskapets aktiviteter, hvilken kunnskap man som investor har eller kan få og hvilke alternativer man har både til å søke å motvirke det uetiske forholdet og til å unngå forbindelse med de som er ansvarlige.

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

Selv om spørsmålet om medvirkning reiser vanskelige spørsmål, legger utvalget til grunn at det å eie aksjer eller obligasjoner i et selskap som kan forventes å begå grove uetiske handlinger, kan anses som medvirkning til disse handlingene. Grunnen til dette er at slike investeringer direkte tar sikte på å oppnå avkastning fra selskapet, at de etablerer en varig forbindelse mellom Petroleumsfondet og selskapet, og at spørsmålet om å investere i et selskap er en frivillig sak.

3 Sammenfall og konflikter i forhold til etiske forpliktelser

Siden vi som eiere av Petroleumsfondet har ulike forpliktelser overfor ulike grupper, vil det kunne oppstå situasjoner hvor disse forpliktelsene kan komme i konflikt med hverandre. Krav om at grunnleggende menneskerettigheter skal respekteres, som er en etisk forpliktelse Petroleumsfondet har overfor alle mennesker, kan gå på bekostning av avkastningen, som er en etisk forpliktelse Petroleumsfondet har overfor kommende generasjoner nordmenn. Muligheten for konflikt kan likevel lett overdrives. I en rekke situasjoner er det sammenfall mellom ønsket om langsiktig avkastning og andre etiske forpliktelser.

3.1 Bærekraftighet som forutsetning for langsiktig avkastning

Kravet til langsiktig avkastning gir opphav til etiske forpliktelser knyttet til det å medvirke til en mer langsiktig bærekraftig utvikling. En bærekraftig utvikling er en forutsetning for avkastning på Petroleumsfondets finansielle investeringer på lang sikt. Historisk har den sterke velferdsutviklingen i vestlige og andre land skjedd gjennom en sterk vekst i realkapital og menneskelig kapital. Samtidig har det skjedd en nedbygging av natur- og miljøkapitalen. Med økende press på natur og miljø globalt og i det enkelte land har oppmerksomheten blitt rettet mot faren for alvorlige irreversible konsekvenser. Dette er en viktig bakgrunn for at bærekraftig utvikling har kommet på den politiske dagsorden. Brundtlandkommisjonens definisjon på bærekraft er: ”En bærekraftig utvikling skal ivareta den nåværende generasjons behov, uten å ødelegge mulighetene for kommende generasjoner til å tilfredsstille sine behov”. Denne definisjonen tar utgangspunkt i menneskelige behov og understreker

betydningen av å tenke globalt og i et generasjonsperspektiv. Hovedutfordringene kommisjonen pekte på, var internasjonal fattigdom og klodens miljøtilstand. Kommisjonen understreket at økonomisk vekst er en viktig forutsetning for å løse sosiale og økonomiske problemer i fattige land. Brundtlandkommisjonen og Rio- og Johannesburg-møtene setter fokus på menneskelig velferd som målestokk for bærekraftig utvikling. Med et slikt utgangspunkt har det utviklet seg en forståelse av at bærekraftig utvikling baserer seg på tre pilarer: Den økonomiske dimensjonen, den sosiale dimensjonen og miljøet. Kampen mot fattigdom er den største enkeltutfordringen verdenssamfunnet vil stå overfor i tiårene fremover.

Som en langsiktig eier må Petroleumsfondet tenke på langsiktig verdiskaping for selskapene fondet er investert i. Å bryte med allment aksepterte prinsipper om hva som er riktig og galt fra et etisk synspunkt for å oppnå kortsiktig profitt, vil på lengre sikt kunne svekke selskapers omdømme og lønnsomhet. Ikke bare hensynet til Petroleumsfondets langsiktighet tilsier aktivt eierskap for å sikre en bærekraftig opptreden. Det forhold at Petroleumsfondet er så bredt involvert i mange selskaper, trekker i samme retning. Som eier av mange selskaper kan Petroleumsfondet bli økonomisk skadelidende hvis ett selskap driver en aktivitet som kan skade andre selskaper i porteføljen gjennom for eksempel forurensning.

Det er en økende tendens til at investorer følger prinsipper for bærekraftighet i sammensetningen av sin portefølje og i utøvelsen av sine eierrettigheter. I stigende grad stiller samfunnet krav til eiere om å utøve et aktivt eierskap. Påtrykket har særlig vært rettet mot finansielle investorer, som gjerne er minoritetsaksjonærer i selskapene de investerer i, og som følge av dette ofte har forholdt seg relativt passive som eiere. Store institusjonelle eiere har i økende grad styrket samarbeidet seg imellom for å kunne øve mer innflytelse for å ivareta sine finansielle interesser. De fleste store pensjonsfond i USA og Europa har fastsatt retningslinjer for utøvelse av eierrettigheter basert på grunnsyn som er gjennomgående felles, og som er nært i samsvar med prinsippene for god virksomhetsstyring som ble vedtatt av OECD i 1999. Disse prinsippene har som mål å sikre at selskapene drives til beste for alle aksjonærenes langsiktige finansielle interesse.

Vurderinger av finansielle hensyn for Petroleumsfondet på lang sikt er forbundet med stor usikkerhet, og vil måtte trekke på allmenne politiske og samfunnsmessige vurderinger i tillegg til mer klassiske vurderinger av finansielle forhold og bedriftenes styringsstruktur. Dette innebærer at man må sikre at Petroleumsfondets etikk har en demokratisk forankring og nyter legitimitet i den politiske allmennhet. En forankring i internasjonalt anerkjente normer vil bidra til en demokratisk forankring av retningslinjene. Det samme er tilfelle med åpenhet og offentlig diskusjon rundt de grunnleggende prioriteringer som gjøres, og de kriterier som eierstyringen baseres på.

3.2 Petroleumsfondet som instrument

Petroleumsfondet er ikke egnet til å ivareta *alle* etiske forpliktelser vi har. En lang rekke av våre etiske forpliktelser, kan adresseres bedre ved andre virkemidler enn ved å legge føringer på Petroleumsfondets investeringsstrategi. Dette gjelder i stor grad de forpliktelsene Norge måtte ha for å bekjempe nød og redusere internasjonal fattigdom. Mange vil hevde at Norge nettopp på grunn av rikdommen Petroleumsfondet er et

uttrykk for, har en spesiell forpliktelse til å bekjempe nød og fattigdom i verden. Dette er imidlertid et spørsmål om hvordan man skal bruke oljepengene, ikke hvordan man skal forvalte de pengene man ønsker å avsette i Petroleumsfondet.

I en slik sammenheng bør man vurdere både hvor effektivt Petroleumsfondet kan være og hvilke kostnader som vil være forbundet med å bruke fondet fremfor andre virkemidler samfunnet råder over. Særlig i de tilfeller hvor man gjennom fondet kan realisere etiske krav bedre og billigere enn ved bruk av andre midler, gir det mening å benytte fondet som virkemiddel.

Petroleumsfondet er et stort fond. Dette gir fondet påvirkningskraft både direkte og indirekte. Petroleumsfondets har muligheten til direkte å påvirke selskapers virksomhet gjennom bruk av sine eierrettigheter. At man så langt bare i begrenset grad har valgt å benytte disse rettighetene, betyr ikke at fondet ikke har påvirket selskapenes utvikling. Å unnlate å gjøre noe er et etisk valg som kan ha like store effekter som å velge å gjøre noe.

Samtidig er det viktig å merke seg at Petroleumsfondets direkte påvirkningskraft er begrenset av den restriksjon at Petroleumsfondet maksimalt kan eie tre prosent av aksjene i et selskap. Dette betyr ikke Petroleumsfondet er uten innflytelse – i mange selskaper med bred aksjonærstruktur vil en investor med en aksjepost på tre prosent være blant de største eierne – men det betyr likevel at man ikke kan instruere styret eller ledelsen i selskapet dersom man er uenig i måten virksomheten drives på. Denne begrensningen får størst betydning der man ønsker å påvirke et selskap til å endre en bevisst strategi som ledelsen støtter og er villig til å stå for utad. I dag eier Petroleumsfondet i gjennomsnitt drøyt 0,2 – 0,4 pst. av aksjene i de markedene fondet er investert i. Eierskap opp mot 3 pst. vil bare være aktuelt i små selskaper.

Petroleumsfondet kan også påvirke indirekte gjennom markedet. Ved eksplisitt å meddele at en ikke ønsker å kjøpe en aksje, kan Petroleumsfondet gi signaler både til ledelsen i selskapene, andre markedsaktører og selskapers kunder, spesielt dersom man gjennom sin beslutning gir markedet informasjon det tidligere ikke har hatt. Markedet består av en lang rekke forskjellige aktører som samlet gjennomfører et høyt antall transaksjoner hver dag. At en enkelt aktør som Petroleumsfondet kjøper – eller lar være å kjøpe – aksjer, er i seg selv ikke informasjon som kan forventes å påvirke prisen på aksjen på lengre sikt. Dersom markedet oppfatter en aktør å være spesielt godt orientert om et selskap eller en bransje, kan imidlertid beslutningen til denne aktøren få konsekvenser for markedsprisen. Det forutsetter altså at aktøren har et renommé som en innsiktsfull aktør, samt at øvrige aktører i markedet mener at beslutningsgrunnlaget er relevant også for deres vurderinger. Man bør likevel ikke basere seg på at denne effekten er særlig stor.

Petroleumsfondet kan også spille en rolle som modell for andre fond eller investorer. Fondets størrelse kan gjøre at mange følger nøye med på hva Petroleumsfondet foretar seg. Valget av hvorvidt og hvordan man innfører etiske retningslinjer i Petroleumsfondet, vil kunne ha en viktig signaleffekt og vil kunne få andre fond til å følge etter.

Det faktum at Petroleumsfondet er et norsk statlig eid fond stiller fondet overfor spesielle utfordringer. Norge har markert seg i det internasjonale arbeidet for menneskerettigheter, arbeiderrettigheter og miljø. Dette omdømmet kan både være en styrke og en svakhet. På den ene siden kan Petroleumsfondets status som et norsk fond gjøre det lettere å innta en lederrolle i arbeidet for en mer ansvarlig investeringspolitikk. Samtidig vil det kunne føre til en svekkelse av Norges renommé dersom Petroleumsfondet fremstår som sinke i arbeidet med å utvikle etiske retningslinjer som underbygger det norske arbeidet for å fremme disse verdiene. Disse mulighetene til å bruke, forsterke eller eventuelt til å skade Norges navn kan gi opphav til spesielle forpliktelser for Petroleumsfondet. Ser vi mer spesifikt på fondets eksistens og virksomhet, vil det være relevant å oppstille etiske forpliktelser der det er nødvendig:

- For å sikre målet om langsiktig avkastning,
- For å unngå at fondet bidrar til at vi bryter generelle etiske forpliktelser som det er allmenn oppslutning om både i Norge og internasjonalt, og
- Der fondet fremstår som et spesielt velegnet instrument for å oppfylle mer generelle forpliktelser som påhviler oss.

4 Konkretisering av de etiske forpliktelsene

4.1 Utgangspunkter for konkretisering

Det er ifølge utvalgets mandat ”naturlig at spørsmål knyttet til miljø, menneskerettigheter, arbeidstakeres rettigheter samt styre og ledelse av selskaper blir vurdert” i forbindelse med utarbeidelse av etiske retningslinjer for Petroleumsfondet. Dette gir et naturlig utgangspunkt for vurderingen av hvilke temaer som bør være omfattet av etiske retningslinjer. Miljø, menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter er verdier som på det generelle plan er godt forankret i norsk tradisjon og rettsoppfatning, bl.a. uttrykt i Grunnloven §§ 110, 110b og 110 c.

Disse verdiene er konkretisert gjennom forskjellige typer tiltak som er vedtatt for å fremme disse verdiene og for å oppfylle etiske forpliktelser som springer ut av dem. Det er nærliggende å gå til slike tiltak når det nærmere skal fastlegges hvilke etiske forpliktelser for Petroleumsfondet som kan utledes av de overordnede hensyn til miljø, menneskerettigheter, arbeidstakeres rettigheter samt styre og ledelse av selskaper.

En slik konkretisering kan ta utgangspunkt i de politiske vedtak som treffes av Stortinget og regjeringen, som har betydning for disse verdiene. Dette innebærer at de fleste områder innenfor innenriks- og utenrikspolitikken vil gi kildemateriale til fastleggelsen av de etiske krav. På den annen side er som nevnt valg som treffes ofte resultater av politiske kompromisser slik at de verdier som kommer til uttrykk i norsk politikk, ikke kan beskrives som et sammenhengende system av prinsipper. Innholdet i disse politiske kompromissene varierer også over tid. Man kan derfor ikke utlede et entydig sett av etiske forpliktelser fra de vedtak som treffes på forskjellige områder. Dette gjelder også om man begrenser seg til å ta utgangspunkt i et område som for eksempel norsk utenrikspolitikk. Bare deler av den norske utenrikspolitikken er basert på et altruistisk verdisyn, mens andre deler er innrettet mot å forfølge norske strategiske, ressursmessige og økonomiske interesser. Skal de samlede beslutninger

fra våre folkevalgte organer danne utgangspunkt for fastleggelsen av etiske krav, må arbeidet ta sikte på å finne de stabile hovedlinjer. Som følge av dette vil da de prinsipper som utledes, bli mindre konkrete enn det som fremgår av krav som er fastlagt på forskjellige områder.

I denne sammenheng kan vi også vurdere kravet til sammenheng i politikken (konsistenskravet) som ofte påkalles i diskusjonen om etiske krav til Petroleumsfondet. På den ene siden hevder noen at staten ikke bør strebe etter resultater eller anvende etiske krav overfor fondet som staten ikke ellers konsekvent gjennomfører overfor resten av sine politikkområder. Det kan hevdes å være dårlig sammenheng i statens politikk dersom staten på den ene siden er direkte eier i norske selskaper uten å kreve en etisk praksis fra disse og på den andre siden setter krav til Petroleumsfondets investeringer i utenlandske selskaper. En annen situasjon som kan virke inkonsistent, er hvis staten stiller krav som investor som den ikke stiller som kunde av eller konsesjonsgiver for de samme selskaper. Utvalget finner ikke denne typen argumentasjon avgjørende mot å fastsette etiske retningslinjer for Petroleumsfondet. Uansett må man begynne et sted. Dersom det er viktig at staten søker å påvirke markedsdeltakerne til å ha en etisk praksis og vise medansvar for en bærekraftig utvikling, kan det ikke være et argument mot å begynne et sted, at man ikke har tilsvarende tiltak andre steder.

Det er dessuten slik at handlingsfriheten er forskjellig i forskjellige roller. Statens rolle som innkjøper er mye mer regulert gjennom internasjonale regler enn rollen som finansiell investor. Det betyr at det kan være mer komplisert å stille en del etiske krav som innkjøper enn som eier. Det kan også være slik at man som forbruker har mindre valgmuligheter enn som investor.

Vi kan illustrere dette gjennom å knytte an til diskusjonen om hvorvidt det vil være inkonsistent å nekte Petroleumsfondet å investere i produksjon av våpen som brukes i det norske forsvar og som staten selv er involvert i produksjonen av. Etter vårt syn vil det ikke nødvendigvis være inkonsistent. Det avgjørende er hvilken etisk begrunnelse man har for et standpunkt om at det ikke er uetisk å ha et forsvar med en tilhørende rustningsindustri. Hvis man finner den etiske begrunnelse for oppbyggingen av et forsvar, innkjøp av våpen og også oppbygging av en nasjonal våpenindustri ut fra hensynet til selvforsvar, kan det hevdes at man har rett til å foreta de nødvendige tiltak for å forsvare seg mot urettmessige angrep, selv om de tiltak man treffer, isolert sett ikke er etisk høyverdige. Det å ha eierandeler i våpenindustri utover det som er begrunnet i landets forsvarspolitikk, faller imidlertid utenfor det som kan forsvares etisk ut fra hensynet til landets sikkerhet. Det er derfor ikke nødvendigvis inkonsistent å hevde at det er etisk forsvarlig å ha en norsk forsvarsindustri som også deltar i et internasjonalt våpenmarked, samtidig som det kan være uetisk å ha eierandeler i utenlandsk våpenindustri. Det første gjør man i forsvarsøyemed, det andre for å tjene penger. Hvorvidt det er konsistens eller inkonsistens er avhengig av den etiske teori som man bygger sine standpunkter på.

Man kan heller ikke uten videre kreve sammenheng mellom statens rolle som investor og statens rolle som konsesjonsgiver. Adgangen til å sette vilkår for å få konsesjon til å drive næringsvirksomhet i Norge er regulert gjennom etableringsretten i EØS-avtalen. Denne krever at betingelsene for å få konsesjon skal være lovbestemte, at de

skal ha sammenheng med en nødvendig regulering av de aktivitetene som det gis konsesjon til, og at kravene er forholdsmessige i forhold til dette. Det innebærer at det ikke uten videre kan stilles krav om selskapets etiske praksis i andre land som vilkår for å få konsesjon. Som investor er staten ikke underlagt de samme begrensninger. Mens det å få etablere næringsvirksomhet utgjør en rettighet i forhold til rettsordner staten er bundet av, er det ingen som har rettskrav på å være del av investeringsuniverset til Petroleumsfondet. Det er ikke inkonsistent at staten stiller etiske krav der dette lovlig kan gjøres, men unnlater å stille etiske krav der det vil være ulovlig å gjøre det. Det vil imidlertid ikke være unaturlig å forvente konsistens mellom regelverk som fastsettes for Petroleumsfondet og hvordan staten opptrer som finansiell investor i andre sammenhenger.

En annen måte å kreve sammenheng på er å si at Petroleumsfondet ikke bør brukes til å investere i aktiviteter som er i dårlig harmoni med den politikk staten ellers fremmer. På et slikt grunnlag hevdes det at fondet ikke bør investere i selskaper som er involvert i menneskerettighetsbrudd eller miljøødeleggelser. Det er imidlertid vanskelig å utlede noen konsekvent etisk plattform ut fra statens totale politikk og handlinger. Generelt er det vel slik at den uttrykte vilje til å gjøre godt er større enn evnen og det som følges opp i praksis. Det er dessuten ikke slik at man kan oppnå like mye i forhold til å gjøre verden bedre gjennom alle tiltak staten råder over. Forholdene kan godt være slik at det å stille etiske krav til et selskap gjennom Petroleumsfondet er lite effektivt i forhold til mer direkte påvirkning gjennom lovgivning eller andre politiske midler. Det vil da kunne fremstå som uetisk i forhold til fremtidige generasjoner av nordmenn hvis man påfører fondet kostnader bare for å gjennomføre mer symbolske etisk begrunnede tiltak for å støtte opp under en politikk som bedre fremmes gjennom andre midler.

Samlet sett er det vanskelig å forankre konkretiseringen av den etiske plattformen for Petroleumsfondet direkte i den politikk som er fastsatt av Stortinget og regjeringen på forskjellige områder.

4.2 Internasjonale konvensjoner og retningslinjer

Et annet mulig grunnlag for etiske forpliktelser er internasjonale konvensjoner på områdene for miljø, menneskerettigheter og arbeidstakeres rettigheter. Slike konvensjoner retter seg i all hovedsak til stater i egenskap av stater. Det vil si at de ikke skaper juridiske forpliktelser for private rettssubjekter som selskaper eller investeringsfond. De gir på den annen side en konkretisering av hva som ligger innenfor rammen av en internasjonal konsensus med hensyn til minstekrav som bør stilles til respekt for grunnleggende rettigheter overalt i verden, og de standarder som bør gjelde for beskyttelse av miljøet og menneskers liv og helse. Det skjer også arbeid i forskjellige internasjonale sammenhenger med sikte på å konkretisere hva disse folkerettslige reglene bør innebære av forpliktelser og standarder for private aktører i markedet.

Sentrale er FNs Global Compact, ILO, OECD og FNs Underkommisjon for menneskerettigheter. Global Compact ble lansert av FNs Generalsekretær Kofi Annan i Davos i januar 1999. Generalsekretæren utfordret her internasjonalt næringsliv til å samarbeide med FN om å sikre en bærekraftig internasjonal handel og bidra til at

globaliseringen får positive konsekvenser for et flertall av verdens befolkning. Fem FN-organisasjoner har vært involvert i utviklingen av prinsippene i tillegg til arbeidstakerorganisasjoner, næringslivsorganisasjoner og andre ideelle organisasjoner. Global Compact gir anvisning på ni overordnede prinsipper utledet fra Verdenserklæringen om menneskerettigheter, ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet og Rio-erklæringen om miljø og utvikling.

Global Compact-prinsippene oppfordrer bedriftene til å fremme og respektere internasjonale menneskerettigheter så langt de har mulighet for det, og sørge for at de ikke blir innblandet i medvirkning til overtredelser. Prinsippene viser i utgangspunktet til alle menneskerettigheter, hvilket vil si bl.a. de sentrale FN-konvensjonene om politiske og sivile rettigheter, økonomiske, sosiale og kulturelle rettigheter, om tortur, rasediskriminering, kvinnediskriminering og barns rettigheter, samt en lang rekke andre globale og regionale menneskerettighetskonvensjoner. Prinsippene peker videre spesifikt på organisasjonsfriheten, avskaffelse av tvangsarbeid, barnearbeid og diskriminering i arbeidslivet. Global Compact prinsippene oppfordrer endelig bedriftene til å være føre var i forhold til miljøutfordringer, ta initiativ til større ansvarlighet overfor miljøet og fremme utvikling og spredning av miljøvennlig teknologi.

ILOs trepartserklæring for multinasjonale selskaper ble vedtatt i 1977 og revidert i 2000. Erklæringen er ikke rettslig bindende, men inneholder retningslinjer som har som mål å fremme sosial og økonomisk fremgang og bidra til utvikling av arbeidsplasser i utviklingsland, herunder å skape forståelse for fundamentale prinsipper og arbeidstakerrettigheter, fremme sysselsetting og inntekt, fremme velferd og sosial trygghet og styrke dialogen mellom partene – myndigheter, næringsliv og arbeidstakere. Erklæringen innholder anbefalinger rettet mot multinasjonale selskaper og myndigheter innenfor områdene:
- Sysselsetting
- Arbeidstakerforhold og levevilkår
- Organisasjonsfrihet

OECD har utviklet retningslinjer for flernasjonale selskaper. Retningslinjene er frivillige prinsipper og standarder for ansvarlig forretningsførsel på mange ulike områder i samsvar med gjeldende lover. Selv om det finnes mange regelverk for forretningsførsel som nå er offentlig tilgjengelig, er retningslinjene det eneste multilateralt anerkjente og detaljerte regelverket som regjeringer er forpliktet til å fremme. Retningslinjene gir prinsipper og standarder for ansvarlig forretningsførsel med hensyn til økonomiske, sosiale og miljømessige forhold og er basert på innspill fra næringsliv, arbeidstakerorganisasjoner, myndigheter og frivillige organisasjoner. Retningslinjene inneholder en generell anbefaling om å respektere menneskerettigheter og anbefaling om avskaffing av barne- og tvangsarbeid. De viser videre til de internasjonalt anerkjente arbeidsrettslige kjernestandardene. I forhold til miljø oppfordres flernasjonale selskaper til å øke sin miljøinnsats gjennom tiltak som forbedret intern miljøforvaltning, mer offentliggjøring av miljøopplysninger og bedre beredskapsplanlegging for innvirkninger på miljøet. Videre gir retningslinjene anbefalinger om hvordan selskaper skal unngå å bli involvert i korrupsjon, bl.a. gjennom bevisstgjøring av ansatte, ledelses- og kontrollsystemer og åpenhet om sin etiske policy. Når det gjelder forbrukervern, bør selskapene utvise god forretnings-,

markedsførings- og reklameskikk og treffe alle rimelige tiltak for å sikre at varene eller tjenestene de leverer, er sikre og har god kvalitet gjennom bl.a. produktinformasjon og produktmerking, åpenhet og samarbeid med myndighetene om produktsikkerhet. Kapittelet om offentliggjøring og innsyn avspeiler OECDs prinsipper for god virksomhetsstyring (Corporate Governance) og anerkjenner og oppmuntrer til fremgang med hensyn til bedring av selskapers sosiale og miljømessige ansvarlighet.

FNs Underkommisjon for menneskerettigheter har utviklet et forslag til prinsipper/retningslinjer for hvordan transnasjonale selskaper og andre virksomheter skal ta hensyn til menneskerettigheter i land de er virksomme i.

Forslaget er ment å etablere et forpliktende minimumsnivå for hva alle selskaper, uavhengig av størrelse, lokalisering eller bransje bør leve opp til. Det fastslår bl.a. at selskaper har forpliktelser til å fremme menneskerettighetene innen sine respektive virkeområder, at de ikke skal diskriminere arbeidstakere på grunn av rase, kjønn osv., at selskapers sikkerhetstjenester skal operere innenfor rammene menneskerettighetene setter, at arbeiderne skal ha et sikkert arbeidsmiljø og andre arbeidstakerrettigheter, og at selskaper ikke skal engasjere seg i eller profitere på krigsforbrytelser, forbrytelser mot menneskeheten, tortur, tvangsarbeid og andre brudd på internasjonal humanitær rett. Forslaget bygger bl.a. på traktater og konvensjoner, som de sentrale menneskerettighetskonvensjonene, humanitærrettslige konvensjoner med mer, samt frivillige retningslinjer fra internasjonale organisasjoner som ILOs trepartserklæring.

Etter utvalgets mening bør de etiske kravene til Petroleumsfondet utvikles med utgangspunkt i de temaer og konkretiseringer som er foretatt i de ovennevnte dokumentene. På denne måten kan det sikres at kravene bygger på et solid grunnlag med overlappende internasjonal konsensus. De temaer som er identifisert, ligger i all hovedsak innenfor rammen av de spørsmål som det er bred enighet om i Norge. Ved å ta utgangspunkt i disse dokumentene vil Norge dessuten gi støtte til arbeid innenfor disse spørsmål som utføres av de internasjonale organisasjonene, noe som i seg selv er godt i samsvar med Norges interesser og norsk utenrikspolitikk. Gjennom å støtte opp om disse initiativene vil Petroleumsfondet dessuten bidra til å forsterke signaler og forventninger som internasjonale selskaper allerede er utsatt for. Dette vil kunne øke kravenes gjennomslag i markedet. Det er dessuten en fordel for bedriftene at de forventninger og krav som de blir utsatt for, er koordinert. Alt i alt tilsier disse hensyn at de etiske retningslinjene forankres i internasjonale prinsipper for miljø, menneskerettigheter, arbeidstakeres rettigheter samt styring og ledelse av selskaper slik disse er konkretisert gjennom Global Compact, ILO, OECD og FNs underkommisjon for menneskerettigheter fremfor at en søker å utarbeide en egen forankring basert på nasjonal norsk politikk.

4.3 Etiske krav til Petroleumsfondet

Petroleumsfondet bør forvaltes i henhold til etiske retningslinjer som har solid forankring i det norske folk, noe utvalget legger til grunn at ovennevnte internasjonale dokumenter har. Når det gjelder de investeringer som bør unngås, kan dette vurderes både ut fra pliktetiske og konsekvensetiske betraktninger.

Med det utgangspunkt at kravene skal ha bred forankring finnes det ikke mange skranker for fondets investeringer på rent pliktetisk grunnlag, dvs. at det under enhver omstendighet vil være enighet om at en investering er uetisk. Det er i det hele tatt vanskelig å gi eksempler på kategoriske etiske krav som vil vinne tilslutning hos flertallet. Selv en så fundamental plikt som plikten til ikke å ta livet av medmennesker, vil ikke få tilslutning av mange som en helt kategorisk plikt uten unntak.

På den annen side vil flere være med på å oppstille etiske skranker av en mindre kategorisk karakter. De fleste vil være enig om et krav om at man ikke skal medvirke til handlinger som kan føre til andre menneskers død uten at det foreligger sterke grunner til det, og uten at avgjørelsen tas på forsvarlig vis. Den senere tids diskusjon om grunnlaget for å slutte opp om eller ta avstand fra krigen mot Irak illustrerer dette.

En bedømmelse av om det er uetisk eller ikke å foreta handlinger som kan støtte opp om uakseptable forhold, må trekke inn flere elementer. Bl.a. må det legges vekt på hvor kritikkverdige forholdene er. Ut fra dette hensynet er det større grunn til skranker mot handlinger som kan støtte produksjon og bruk av inhumane våpen som i særlig grad rammer sivile, som f.eks. klasebomber og kjernevåpen, enn handlinger som kan støtte opp om en sløsete ressursforvaltning, selv om dette siste også i manges øyne vil være uetisk. Videre må det legges vekt på den grad av støtte eller tilknytning til uetiske forhold som ens handling vil representere i forhold til de uetiske forholdene. Endelig må det legges vekt på praktiske forhold bl.a. tilgjengeligheten av informasjon og eksistensen av alternative handlingsmuligheter.

Skranker mot medvirkning til uetiske forhold kan også oppstilles på et konsekvensetisk grunnlag. Mange forhold vil være av en slik karakter at de kan ha både gode og dårlige virkninger. På dette grunnlag mener en del at lovlige, men sterkt omdiskuterte våpentyper som kjernevåpen og klasebomber ikke er entydig uetiske, dersom de kan bidra til et mer effektivt forsvar av viktige verdier. Dessuten må det foretas en bedømmelse av ens egen medvirkningshandling. Dersom den også har gode virkninger, vil handlingen kunne forsvares selv om den innebærer en medvirkning til forhold som isolert sett er uetiske. Det samme er tilfelle dersom konsekvensene av å trekke seg ut medfører enda verre forhold for eksempel ved at en aktør helt uten skrupler kommer inn i stedet. En konsekvensetisk tilnærming vil fraråde medvirkning først og fremst der det forhold man medvirker til, er entydig ondt eller hvor mulighetene for å oppnå etisk høyverdige resultater er små.

Etikk gir oss ikke bare veiledning med hensyn til hvilke investeringer som bør unngås. En etisk vurdering kan også gi det resultat at det mest høyverdige er å beholde en eierposisjon og å utnytte de muligheter denne gir for å strebe etter gode resultater. Der hvor det dreier seg om forhold som man bare meningsfylt kan gjøre noe med gjennom en eierposisjon, er det nokså nær å slutte at fondet har en slik etisk forpliktelse. Et eksempel på dette er bidrag til å sørge for gode styringssystemer i selskaper og kontroll med at ledelse og styrende enheter ivaretar eiernes interesser, såkalt corporate governance.

Det er likevel ingen forutsetning for at fondet skal ha etiske forpliktelser at fondet er det eneste meningsfylte virkemiddel. Staten har en rekke virkemidler til disposisjon

for å fremme de etiske forpliktelser som det norske samfunn har. Disse virkemidlene spenner over et vidt register både av innenriks- og utenrikspolitisk karakter. Selv om fondet bare investerer i utlandet, innebærer ikke det at krav som gjelder det norske samfunn, vil være irrelevante også i forhold til fondet. Dette gjelder både i forhold til mer absolutte krav som å bidra til oppfyllelse av grunnleggende menneskerettigheter, og i forholdet til mer relative krav knyttet til å fremme en bærekraftig utvikling med mindre belastninger på miljøet. Ofte vil likevel andre virkemidler som staten rår over, fremstå som mer sentrale enn det som kan oppnås gjennom forvaltningen av en finansformue.

På mange områder vil en bestemt opptreden fra Petroleumsfondets side bidra til å støtte opp under de øvrige av de midler staten benytter for å fremme en gitt politikk. Det norske samfunn har utviklet en politikk på en rekke områder for å fremme en bærekraftig utvikling. Det er en sentral del av denne politikken at ansvar for å bidra til en bærekraftig utvikling påhviler både sentrale og lokale myndigheter, næringslivet og det sivile samfunn. Det kan hevdes at staten ikke bare bør oppfylle de etiske krav som den legger på private eiere, men at nettopp det forhold at staten også opptrer på eiersiden i markedet, gir en mulighet til å bidra til at politikken for en bærekraftig utvikling får øket gjennomslag også i markedet.

I den utstrekning effektivitetsbetraktninger er relevante for bedømmelsen av om det foreligger en etisk forpliktelse, vil forpliktelsen bli sterkere der forholdene særlig ligger til rette for bruk av fondet for å oppfylle etiske krav. Dette innebærer at der hensynet til etikk og bærekraftig utvikling forstått som bekjempelse av fattigdom og sikring av sosial og økologisk bærekraftighet trekker i samme retning som hensynet til langsiktig økonomisk avkastning, vil plikten til å utnytte fondets virkemidler være særlig sterk. Det samme er tilfelle der det foreligger mulighet til å øve ekstra innflytelse på utviklingen gjennom samarbeid og samvirke med andre investorer som har en uttalt og utformet praksis for etisk forvaltning og eierskap.

5 Virkemidler i en etisk fondsforvaltning

5.1 Den treleddede strategi

Målene for etiske retningslinjer for Petroleumsfondet er at fondets langsiktige interesser sikres gjennom bidrag til en bærekraftig utvikling og ved at nasjonen gjennom sine investeringer ikke bidrar til uakseptable forhold. Utvalget anbefaler at det etiske grunnlaget for Petroleumsfondet fremmes gjennom følgende tre virkemidler:

- *Eierskapsutøvelse* for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper
- *Negativ filtrering* fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper.
- *Uttrekk* av selskaper fra investeringsuniverset av selskaper der det er uakseptabel risiko for at man gjennom eierskap vil medvirke til grove eller systematiske etiske normbrudd innen bl.a. menneskerettigheter og miljø.

Med eierskapsutøvelse menes all aktivitet som Petroleumsfondet utfører for å sørge for at fondets grunnleggende rettigheter som eier av selskaper blir respektert, og for å bidra til at bedriftene styres i fondets beste langsiktige finansielle interesse.

Med negativ filtrering menes at en legger ut filtre for å identifisere selskaper som medvirker til produksjon av produkter som anses som etisk uakseptable. Slike selskaper utelukkes fra investeringsmulighetene til Petroleumsfondet. Den negative filtreringen vil således i hovedsak rette seg mot produkter man ikke ønsker å medvirke til produksjon av.

Med uttrekk menes at selskaper etter en individuell vurdering trekkes ut av investeringsmulighetene på grunn av at investering i dem utgjør en fare for at fondet medvirker til uakseptable forhold, særlig i medvirkning til menneskerettighetskrenkelser eller andre handlinger eller unnlatelser som må anses som grovt uetiske.

Disse virkemidlene innebærer at man enten avgrenser Petroleumsfondets investeringer mot uetiske forhold, eller ivaretar fondets etiske forpliktelser gjennom utøvelsen av eierskap der dette er forenlig med fondets langsiktige finansielle interesse. Forskjellen mellom negativ filtrering og uttrekk er ikke nødvendigvis særlig stor. Oppdelingen reflekterer likevel at selskaper kan ha et direkte ansvar for enkelte forhold som det samtidig er mulig å legge ut et filter for å fange opp, for eksempel produksjon av visse typer våpen. Spesifikke forhold, som for eksempel krenkelser av menneskerettigheter som følge av selskapers atferd, kan det på den annen side være svært vanskelig å fange opp ved å legge ut filtre. I forslaget er det antatt at slik informasjon vil komme på ad hoc basis gjennom media og andre kanaler, og vil bli vurdert opp mot kriteriene for uttrekk i ettertid.

Petroleumsfondets investeringsunivers omfatter om lag 26.000 selskaper mens Petroleumsfondets aksjeportefølje ved utgangen av 2002 bestod av om lag 2400 selskaper. Negativ filtrering vil i utgangspunktet være rettet mot hele Petroleumsfondets investeringsunivers, men er en dynamisk prosess som selv etter at virkemiddelet er implementert i enkelte tilfeller også kan omfatte selskaper som Norges Bank allerede har i sin portefølje. Av ressursmessige hensyn vil uttrekksmekanismen i hovedsak være fokusert mot de selskaper Petroleumsfondet til en hver tid har i sin portefølje, men den kan i enkelte tilfelle også omfatte selskaper som Petroleumsfondet på det aktuelle tidspunkt ikke har i sin portefølje. Begge virkemidler vil påvirke størrelsen på det investeringsuniverset Petroleumsfondet til enhver tid har til rådighet.

Fordelen med begge former for utelukkelse er at man unnlater å medvirke til uetisk atferd ved at man rett og slett ikke er investert i virksomheten. Videre kan det være et signal til selskaper om at de må endre atferd hvis investorer opplyser om at de vil bli utelukket av etiske grunner. Ulempen med filtrering og uttrekk som virkemidler er at man ikke vurderer om konsekvensene for de som er berørt av virksomheten, blir bedre ved at en trekker seg ut enn om en forblir investert i selskapet. Omvendt blir fordelen av å bruke innflytelsen en har som eier, at man faktisk kan påvirke situasjonen for dem som blir berørt av et selskaps virksomhet. Ulempen er at man risikerer å

medvirke til uetiske forhold hvis man i liten grad lykkes med å påvirke selskapene til det bedre.

Utforming og bruk av disse virkemidlene må ses i sammenheng med karakteren og innholdet av de etiske forpliktelsene som påhviler fondet. Det går et grunnleggende skille mellom etiske krav som medfører plikt til ikke å medvirke til uakseptable forhold, og etiske forpliktelser til å søke å realisere forbedringer av en uakseptabel tilstand eller atferd. En plikt til å unnlate å medvirke vil, så langt den rekker, innebære en plikt til ikke å ha investeringer, dvs. innebære begrensninger i investeringsmulighetene. En plikt til å arbeide for forbedringer kan både innebære en investeringsplikt, og en plikt til å utnytte de muligheter man har som investor for å oppfylle plikten. Investeringsplikter vil innebære krav om positiv utvelgelse av selskaper som det skal investeres i. Denne problemstillingen har utvalget avgrenset mot nedenfor. Det som finnes av gjenværende påvirkningsmuligheter, er den mulighet en investor har til å påvirke ved å utøve eierbeføyelser eller ved å selge seg ut av et selskap for på den måten å påvirke dets atferd.

Utvalget vil ikke anbefale bruk av utelukkelse som påvirkningsmiddel. Utvalget tror at eierskapsutøvelse vil kunne være mer effektivt for å påvirke et selskaps atferd. Det å gå ut av et selskap for å påvirke det forutsetter at offentligheten rundt det at fondet trekker seg ut, vil føre til at selskaper endrer sin praksis. Det er ikke realistisk å tro at fondet gjennom en utelukkelse vil kunne bidra til at selskapets tilgang på kapital tørker ut eller at etterspørselen etter selskapets aksjer synker på en slik måte at selskapet av slike grunner ser seg nødt til å forandre sin atferd. Negativt omdømme vil på den annen side kunne påvirke selskapet.

Disse argumentene innebærer ikke at det aldri vil være aktuelt å trekke seg ut av et selskap av etiske grunner. Hvis en eierskapsutøvelse overfor et selskap med en uakseptabel praksis ikke gir resultater, kan uttrekk være aktuelt både av finansielle og etiske grunner. Finansielt kan et selskap som ikke innretter seg etter eiers forventninger for eksempel til informasjon eller dialog, fremstå som lite attraktivt som investeringsobjekt. Dette kan føre til at fondet selger seg ut av det. Vurderingen av om dette skal skje, når det skal skje, og måten det skal skje på, bør i så fall baseres på rene finansielle vurderinger foretatt på fritt grunnlag av porteføljeforvalterne under de vanlige krav til finansielle resultater. Dette krever ikke særlig regulering i etiske retningslinjer. Det at man har overordnede etiske krav, kan likevel faktisk sett føre til at informasjon om selskaper kommer frem som fører til at selskaper som har en kritikkverdig praksis, utelukkes fra porteføljen i større utstrekning enn om man ikke hadde hatt etiske retningslinjer og en praksis på grunnlag av disse.

Uttrekk kan også være aktuelt av etiske grunner. I et slikt tilfelle må det foretas en særlig etisk vurdering av forholdene i selskapet. Grunnlaget for vurderingen må være hva slags type uetiske handlinger eller praksis selskapet står for, og hva slags tilknytning fondet gjennom sin investering har til disse forholdene. Dersom det for eksempel foregår grove brudd på menneskerettigheter som selskapet er direkte involvert i uten å ville foreta seg noe for effektivt å endre på dette, vil en investering fra fondet måtte bli å betrakte som en uetisk medvirkning.

Det å rense porteføljen for klart uetiske investeringer bør være et eieransvar og ikke et forvalteransvar. Det innebærer at det ikke er forvalterens ansvar å foreta beslutning om uttrekk. Beslutningen bør treffes av Finansdepartementet på grunnlag av en selvstendig vurdering av selskapet ut fra de retningslinjer som er satt for uttrekk. Eventuelle opplysninger om og erfaringer med selskapet Norges Bank har gjennom sin eierstyring, vil selvsagt kunne inngå i departementets vurdering.

Når det gjelder produksjon av bestemte typer av produkter som anses som uetiske, vil det som regel ikke være formålstjenelig med bruk av eierskapsutøvelse. Det har lite for seg ut fra finansielle formål å investere i et selskap for å søke å påvirke selskapet til å slutte med en del av dets produktspekter, i alle fall hvis denne produksjonen inngår som en del av selskapets forretningsstrategi av en viss betydning. Det er heller ikke grunn til å tro at en slik strategi fra investors side ville være særlig effektiv. Det kan derfor heller ikke fremmes krav om en slik atferd på etisk grunnlag. Det er på den annen side for mange produkters vedkommende mulig å skaffe seg oversikt over hvilke selskaper som produserer dem. Dette innebærer at dersom man ikke ønsker å investere i selskaper med en viss produksjon, kan disse utelukkes fra porteføljen ved bruk av negative filtre som tar selskapene ut av investeringsuniverset. Slike filtre er det på den annen side meget vanskelig å stille opp i forhold til andre sider ved et selskaps virksomhet enn dets produkter eller grunnleggende virksomhet.

De midler som står til rådighet for en finansiell investor for å fremme etiske mål, er forholdsvis begrensede. Utvalgets tilrådning omfatter to kategorier av virkemidler: Utøvelse av eierrettigheter (eierskapsutøvelse) og begrensninger av investeringsmulighetene (negativ filtrering og uttrekning av investeringer En tredje kategori kunne gå ut på at petroleumsfondet søker etter investeringsobjekter basert på etiske kriterier, for eksempel gjennom å sile ut en bestemt andel av de mest etiske selskapene i hver enkelt bransje etter nærmere kriterier, eller gjennom å overvekte sine investeringer i bransjer som fremstår som spesielt etiske (positiv utvelgelse).

Utvalget anser det utelukket å basere hele Petroleumsfondets investeringsunivers på positiv utvelgelse av selskaper som er ”best i klassen” eller opererer innenfor særlige sektorer med sosial eller teknologisk utvikling som arbeidsfelt. En slik strategi ville redusere antallet selskaper fondet kan investeres i, betydelig. Dette kan få konsekvenser for Petroleumsfondets evne til å spre risiko. Hvis man skulle begrense investeringsmulighetene til f. eks. de 10 pst. beste selskapene, ville også fondets eierandeler i og utlån til det enkelte av disse selskapene øke betraktelig. Det ville kreve en annen form for fondsforvaltning fordi fondet gjerne ville ha så store eierandeler at det ville være vanskelig å kjøpe og selge aksjer fritt både på grunnlag av regelverket for investorer med store eierandeler og fordi det ville være umulig å selge ut store eierposter uten å lide tap. Slike investeringsstrategier må derfor eventuelt forbeholdes en del av porteføljen slik som det i dag er gjort med Miljøfondet. Utvalget har derfor ikke gått nærmere inn på positiv utvelgelse som et virkemiddel i tilknytning til etiske retningslinjer for hele Petroleumsfondet. Utvalget mener at vurderingen av bruk av deler av porteføljen til positiv utvelgelse ut fra finansielle eller etiske grunner best ses i sammenheng med den evaluering som skal foretas av Miljøfondet.

5.2 Eierskapsutøvelse

5.2.1 Innledning

Eierskapsutøvelse er del av den operative fondsforvaltning. Som fondsforvaltningen for øvrig bør den av faglige og kontrollmessige grunner utøves under forvalterens finansielle ansvar, innenfor de generelle rammer som er trukket opp gjennom retningslinjene fra Finansdepartementet. Retningslinjene for eierskapsutøvelse skal bidra til en balanse mellom langsiktige og kortsiktige avkastningsmål i fondsforvaltningen.

Eierskapsutøvelse er den samlede aktivitet for å sørge for at eiernes grunnleggende rettigheter blir respektert, og sikre at bedriftene styres i aksjonærenes beste interesse. Langsiktige avkastningshensyn vil generelt være tjent med at bedriftene i porteføljen viser respekt for allment aksepterte normer for etisk atferd. Det gjelder ikke minst for Petroleumsfondet med en bredt plassert verdipapirportefølje.

Petroleumsfondet kan som eier av mange selskaper bli økonomisk skadelidende hvis ett selskap driver en aktivitet som kan skade andre selskaper i porteføljen gjennom for eksempel forurensning. Det er derfor i Petroleumsfondets langsiktige interesse å arbeide for at bedriftene en har aksjer i, ikke overvelter kostnader på andre bedrifter i porteføljen direkte eller indirekte via samfunnet.

Også for den enkelte bedrift kan langsiktige avkastningshensyn tilsi større vilje til å være opptatt av sosial ansvarlighet enn hva mer kortsiktig motiverte avkastningshensyn kan tilsi. Å bryte med allment aksepterte prinsipper om hva som er riktig og galt fra et etisk synspunkt for å oppnå kortsiktig profitt, vil på lengre sikt kunne svekke selskapers omdømme og lønnsomhet. Plassering av forurensende virksomhet i land med lave rensekrav kan være lønnsomt på kort sikt, men kan bli kostbart etter hvert som internasjonale miljøkonvensjoner blir styrende for stadig flere lands miljølovgivning. Manglende fokus på å forberede strengere internasjonal lovgivning trenger ikke skade avkastningen over ett år eller to, men kan være potensielt svært skadelig for bedriften på lengre sikt.

Det vil likevel neppe være slik at de tema som har størst oppmerksomhet i opinionen ut fra et etisk engasjement uten videre er sammenfallende med hva store kapitalforvaltere vil prioritere å fokusere på av hensyn til å beskytte langsiktige aksjonærverdier. I en rekke spørsmål hvor det er et sterkt etisk engasjement fra ulike pressgrupper, vil sammenhengen mellom etikk og avkastning være mer usikker enn i mer klassiske eierspørsmål som for eksempel krav til regnskapsinformasjon og uavhengighet mellom styre og administrasjon. Behovet for å avveie ressursbruk mot forventet langsiktig gevinst, vil tale for å prioritere spørsmål hvor hensynet til å beskytte langsiktige aksjonærverdier på lang sikt synes å være klarest. I tilfeller hvor sammenhengen mellom etikk og langsiktig avkastning enten er uklar eller negativ, er ikke eierskapsutøvelse et egnet virkemiddel for å fremme etiske hensyn. Dette innebærer at eierskapsutøvelse ut fra hensynet til langsiktig avkastning ikke vil være svar på alle etiske utfordringer som det norske samfunn står overfor gjennom sine eierandeler i internasjonalt næringsliv, og det vil heller ikke føre til at den politiske og etiske kritikken av Petroleumsfondets virksomhet vil opphøre. Det vil løpende være

grunnlag for debatt både om utformingen av retningslinjene for eierskapsutøvelsen og for forvalterens opptreden innenfor disse retningslinjene.

Gjennom eierskapsutøvelsen vil Norges Bank ha et ansvar for å gjøre retningslinjenes generelle forventninger kjent for bedriftene, og arbeide for at bedriftene har etablert interne rutiner og prosedyrer som viser at forventningene følges opp. Norges Bank kan likevel ikke være garantist for at alle bedrifter til enhver tid oppfyller de etiske krav eller forventninger som eventuelle retningslinjer fra Finansdepartementet spesifiserer.

Petroleumsfondet bør ha et høyt ambisjonsnivå når det gjelder eierskapsutøvelse. Det følger av at fondet er stort, har en langsiktig plasseringshorisont, og er bredt diversifisert i bedrifter i ulike land og sektorer. Eierskapsutøvelse med sikte på å bedre styringssystemene mellom eiere og bedriftenes styre og ledelse kan forventes å gi en langsiktig økonomisk avkastning for gruppen av institusjonelle investorer som helhet. For den enkelte investor er sammenhengen mellom egen aktivitet innen eierstyring og forventet resultat svak. For Petroleumsfondet må det likevel antas at sammenhengen kan bli sterkere på grunn av fondets brede engasjement i nesten hele investeringsuniverset, fondets langsiktighet og størrelse.

I dagens modell er det Finansdepartementet som er ansvarlig for Fondets absolutte og langsiktige avkastning, gjennom fastsettelsen av referanseportefølje og risikorammer for forvaltningen. Norges Bank er ansvarlig for den relative avkastningen, det vil si mer eller mindre avkastning mot referanseporteføljens avkastning som oppstår på grunn av aktiv forvaltning eller på grunn av tvungne transaksjoner i markedet. Den hyppige rapporteringen av resultatene, som både er ønskelig og nødvendig, gir banken et naturlig insentiv til å være opptatt av å generere resultater, definert som en meravkastning i forhold til referanseindeksen. Norges Bank får dekket de faktiske kostnadene av forvaltningen inntil et øvre tak, og prioriterer selv ressursbruken innenfor denne kostnadsrammen. Styringsstrukturen bør innrettes slik at Norges Bank gis sterke nok insentiver til å prioritere langsiktig eierskapsutøvelse fremfor andre aktiviteter når den øvre grensen av kostnadsrammen blir effektiv.

En måte å ivareta dette på er at Petroleumfondets eier stiller krav til forvalterens rapportering om hvordan et mandat for aktiv eierskapsutøvelse blir oppfylt. Gjennom å vise i praksis i eiers oppfølging av forvalter at eierskapsutøvelsen er et sentralt tema, vil også forvalter få et sterkere insentiv til å prioritere eierutøvelsen innenfor egen organisasjon.

5.2.2 Temaer for eierskapsutøvelsen

De fleste store pensjonsfond har fastsatt retningslinjer for utøvelse av eierrettigheter basert på grunnsyn som er gjennomgående felles og som er nært i samsvar med prinsippene for god virksomhetsstyring som ble vedtatt av OECD i 1999. Hensikten med eierskapsutøvelse er ikke at eierne skal fortelle selskapets ledelse hvordan de skal drive selskapet. Det er nettopp den kompetansen finansielle eiere kjøper når de ansetter ledelsen. Hensikten er å styre strategivalgene og kontrollere at ledelsen driver selskapet i alle aksjonærers beste interesse. Det vil naturlig påvirke hva som er fokusert i eierskapsutøvelsen generelt. Forslag som åpenbart vil gå på bekostning av avkastningen i et selskap, vil neppe få gjennomslag.

Følgende tema er gjennomgående i de retningslinjer for virksomhetsstyring som er utviklet både av OECD, bransjesammenslutninger for eierskapsutøvelse og store internasjonale kapitalforvaltere:

- Aksjonærenes rettigheter
  Kapitalforvalternes retningslinjer vil inneholde krav om at grunnleggende spørsmål om selskapets struktur, som f.eks. endring av vedtekter, emisjoner og salg av selskapet, skal avgjøres av generalforsamlingen, ikke av styret. Videre er det vanlig at retningslinjene regulerer krav til hvordan en generalforsamling skal forberedes og gjennomføres. Hensynet til aksjonærenes rettigheter medfører også at finansielle investorer normalt vil være opptatt av prinsippet 1 aksje = 1 stemme, og være kritisk til "giftpiller" eller andre strukturer som er ment å beskytte selskapene mot eksterne oppkjøpsforsøk.

- Lik behandling av aksjonærer
  I tillegg til prinsippet 1 aksje = 1 stemme, vil finansielle investorer av hensyn til likebehandling arbeide for investorenes rettighet til å kunne stemme også gjennom representanter man selv peker ut. Likebehandlingsprinsippet medfører også ofte krav til styre og ledelse om å offentliggjøre enhver økonomisk interesse som de må ha i transaksjoner som involverer selskapet.

- Styrets ansvar og sammensetning
  Det er vanlig at finansielle investorer krever at vedtektene i selskapet stiller klare krav til hva styret skal gjøre. Særlig sentrale forhold er ansvaret for å utarbeide en klar forretningsstrategi for selskapet, og kontrollere at strategien følges av ledelsen. Videre vil styrets informasjonsplikt overfor aksjonærene være sentral for investorene. Siden styret har en avgjørende rolle i styringsstrukturen mellom aksjonærer og ledelse, vil finansielle investorer være svært opptatt av at styret er formelt og reelt uavhengig av administrerende direktør og øvrig toppledelse, og at styret er oppnevnt på grunnlag av kvalifikasjoner, ikke på grunnlag av status, sosiale bånd eller annet som kan svekke styrets reelle mulighet til å lede og kontrollere administrativ ledelse i selskapet. Videre vil det være viktig at selve styresammensetningen samlet ivaretar alle aksjonærers interesser på en balansert måte.

- Rapportering
  For å kunne gi best mulig styringssignaler gjennom avstemning på generalforsamlinger, vil finansielle investorers eierpolitikk stille krav til kvaliteten på og innholdet i selskapenes rapportering. Krav til en dekkende og fullstendig regnskapsinformasjon og til en regelmessig rapportering av resultater, strategi, endringer i eierskap, avlønning av styre og ledelse, sentrale risikofaktorer i virksomheten med mer, vil ofte inngå i retningslinjer for eierskapsutøvelse.

- Belønningsstrukturer
  Belønningsstrukturene for toppledelsen i selskapene er aksjonærenes viktigste økonomiske insentiv for å sikre mest mulig samsvar mellom egne økonomiske interesser og tilsvarende finansielle interesser til de som har fått tillit til å gjennomføre selskapets strategi i markedet. Det er derfor ikke uvanlig at store

investorer har et svært detaljert regelverk for hva som anses for en rimelig belønningsstruktur. Størrelsen på, og forholdet mellom fastlønn, bonuslønn og aksjebaserte opsjonsprogrammer vil inngå i et slikt regelverk. Selskapets eiere vil også stille krav til selve systemet for å fastsette lederlønner.

Forholdet til ansatte, myndigheter, lokalsamfunn og miljøet generelt vil gjerne også omtales i retningslinjene for eierskapsutøvelse. Sammenhengen mellom selskapenes virksomhet på disse feltene og aksjonærenes beste finansielle interesse er ikke like åpenbar som i mange av de mer klassiske problemstillingene som er vanlig å regulere i investorenes retningslinjer for eierskapsutøvelse. Derfor tenderer formuleringene på dette området til å være mindre detaljert enn hva som er tilfelle for mange av de forhold som er berørt overfor. Her ligger en særlig utfordring for Petroleumsfondet i forhold til å utvikle troverdige og gode retningslinjer.

Konkret kan følgende tjene som eksempler på hva som kan være praktiske konsekvenser av en eierskapsutøvelse hvor etiske hensyn blir vektlagt:

- Fondet kan stille krav til bedrifter en eier aksjer i om å gjennomføre en utvidet rapportering av hvordan bedriftens virksomhet påvirker sentrale interessenter, som ansatte og lokalsamfunn hvor bedriften er etablert. En utvidet rapportering bør inneholde mer informasjon enn det bedriften uansett er pålagt å gi i henhold til nasjonal lovgivning, for eksempel i tråd med forslagene i Global Reporting Initiative (GRI).
- Fondet kan sammen med andre investorer stille krav til selskaper om å få på plass systemer for å unngå at selskapet gjennom sin virksomhet medvirker til krenkelser av grunnleggende menneskerettigheter, bidrar til miljøødeleggelser eller aksepterer bestikkelser. Dette kan være særlig aktuelt i selskaper som har virksomhet i land eller sektorer hvor slike problemer synes å være spesielt utbredt. Å arbeide for at bedrifter med risiko for å bli involvert i slikt har systemer på plass for å hindre dette, er med stor sannsynlighet i tråd med målet om å beskytte langsiktige aksjonærverdier.
- Et system med korrupsjon innebærer at selskapenes verdier, og dermed også aksjonærenes verdier søles bort. Korrupsjon anses som en av de viktigste hindringene mot forbedringen av levestandarden i fattige land. Slik sett går finansielle hensyn og etiske hensyn hånd i hånd. Petroleumsfondet kan alene eller sammen med andre kartlegge om selskapene har tilpasset seg, eller vil tilpasse seg, de forretningsprinsippene som for eksempel anti-korrupsjonsorganisasjonen Transparency International har utviklet.
- Videre kan en slik dialog dreie seg om konkrete forhold eller hendelser som investor har kjennskap til, og som investor ønsker skal opphøre. Kunnskapen om hvilken risiko ulike selskaper er eksponert for på disse områdene, eller konkrete hendelser, kan investor enten få som en naturlig del av oppbyggingen av kunnskap om selskaper i investors aktive forvaltning, eller gjennom media, frivillige organisasjoner eller konsulenter som har som sin forretningsidé å samle informasjon om selskapers "etiske overtramp".
- Den internasjonale oppmerksomheten omkring miljøfarlige stoffer og POPer i særdeleshet gir både relevans og legitimitet til en dialog med produsenter og brukere av slike stoffer om strategier for å gjøre seg uavhengig av de kjemikaliene som blir internasjonalt forbudt, systemer for å vurdere helse- og miljøegenskaper

ved kjemikaliene som utvikles (også på lang sikt), og utvikling og bruk av alternativer med mindre skadelige egenskaper. Strengere miljøkrav, sterkere forbrukerkrav og potensielle fremtidig erstatningskrav gir økonomiske insentiver til utvikling av mer miljøvennlige alternativer.

- I februar 2003 ble resultatene fra "The Carbon Disclosure Project " offentliggjort. Dette er en internasjonal undersøkelse gjennomført på vegne av 35 institusjonelle investorer blant verdens 500 største selskaper om hvordan de forholder seg til trusselen om klimaendringer og hvilken fremtidig økonomisk risiko de antar dette vil innebære for selskapet. En mer aktiv eierstyringspolitikk vil gjøre det mulig for Petroleumsfondet å delta i lignende initiativ, hvor selskapenes holdning til etiske og miljømessige utfordringer med antatt stor økonomisk betydning på lang sikt blir kartlagt.
- Et tilsvarende initiativ, som det også ville vært mulig for Petroleumsfondet å delta i med mer åpning for aktiv eierskapsutøvelse i retningslinjene, er anbefalingen fra flere investorer som for eksempel USS, PGGM, ISIS Asset Management og Henderson Global Investors overfor farmasisektoren om hvordan de burde delta i samarbeid med det internasjonale samfunnet for å bekjempe utbredelsen av HIV/AIDS i mange av de fattige landene i verden. Global Business Coalition On HIV/AIDS oppfordrer også alle bedrifter til å delta aktivt i kampen mot HIV/AIDS både for å sikre bedriftenes egne økonomiske interesser og for å utøve samfunnsansvar.

5.2.3 Demokratisk forankring av eierskapsutøvelsen

Vurderinger av finansielle hensyn for Petroleumsfondet på lang sikt vil innebære stor usikkerhet. Siden bedriftenes etiske standard også har konsekvenser for den langsiktige utviklingen av deres aksjekurs, må finansielle vurderinger også trekke på allmenne politiske og samfunnsmessige vurderinger. Dette innebærer at man må sikre at fondsforvalterens eierskapsutøvelse har en demokratisk forankring og nyter legitimitet i den politiske allmennhet. En forankring i internasjonalt anerkjente normer vil i slik forstand bidra til en demokratisk forankring av retningslinjene. Det samme er tilfelle med åpenhet og offentlig diskusjon rundt de grunnleggende prioriteringer som gjøres, de kriterier som eierskapsutøvelsen baseres på.

En sammenknytning av Petroleumfondets finansielle mål med etiske hensyn kan baseres på internasjonalt aksepterte etiske normer slik de for eksempel er reflektert i FNs "Global Compact" retningslinjer og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper. Felles for FNs "Global Compact" retningslinjer og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er at selskaper verden over er selve målgruppen for retningslinjene. Det samme er også tilfelle for FNs utkast til "Code of conduct" for selskaper på menneskerettighetsområdet. En klar fordel ved å basere etiske retningslinjer for eierskapsutøvelse på disse dokumentene er at de favner bredt både innenfor menneskerettigheter, arbeidsstandarder og miljø. Videre er de utarbeidet av internasjonale organisasjoner hvor de aller fleste av landene på Petroleumsfondets liste er medlemmer. Dokumentene gir også uttrykk for målsetninger som har en allmenn tilslutning i verdenssamfunnet. På lengre sikt kan det neppe reises vesentlige finansielle innvendinger mot at bedriftene bør respektere en etisk standard som uansett har bred oppslutning i verdenssamfunnet.

Utvalget mener at de retningslinjer som etableres for eierskapsutøvelse, må fastsettes av organer med forankring i våre folkevalgte organer. De overordnede retningslinjene for forvaltningen av Petroleumsfondet er forankret i Stortinget. Også de generelle prinsippene for hvordan eierskapsutøvelse ut fra etiske hensyn kan brukes som et virkemiddel for å oppnå langsiktig finansiell avkastning, må forankres i Stortinget. Innenfor eksisterende styringsstruktur er det mulig å forankre hensynet til etikk i eierskapsutøvelsen gjennom å stille krav til Norges Bank både om å legge hensynet til etikk inn i sine retningslinjer for stemmegivning og annen aktiv eierskapsutøvelse. Retningslinjene bør utformes relativt generelt og være integrert med de alminnelige retningslinjer som Finansdepartementet setter for eierskapsutøvelse i Petroleumsfondet ut fra finansielle hensyn. Den enhet som gjennomfører eierskapsutøvelsen må lage mer detaljerte retningslinjer innenfor den generelle ramme som er trukket opp. Norges Bank bør også utvikle sitt syn på sammenhenger mellom langsiktig avkastning og sosiale og miljømessige forhold, for eksempel betydningen av å bekjempe korrupsjon og sosial nød, bruk av miljøgifter, bruk av energi og utvikling av alternative energiformer. Slike strategiske posisjoner vil danne grunnlag for demokratisk debatt og forankring av bankens eierskapsutøvelse. De vil også kunne inngå i instruksgrunnlaget til eksterne forvaltere og vil kunne gi viktige signaler til markedet. Utvalget anser det imidlertid ikke hensiktsmessig at Norges Bank eller Finansdepartementet setter krav til f. eks. rapportering eller styringssystemer som selskapene f. eks. innen en tidsfrist må oppfylle for at Petroleumsfondet skal forbli investert i selskapene. Slike krav vil vanskelig kunne utformes på en fornuftig måte uten at man enten kommer over i en situasjon hvor porteføljen fastsettes på grunnlag av positiv utvelgelse, eller hvor man i praksis innfører filtre til utsiling av selskaper på grunnlag av deres atferd. Vi har ovenfor begrunnet hvorfor utvalget mener dette ikke er en fornuftig vei å følge. Utelukkelse av selskaper bør derfor skje enten ut fra rene finansielle vurderinger eller ut fra individuelle etiske vurderinger foretatt etter den uttrekksmekanisme som utvalget foreslår, og ikke ut fra om selskapene oppfyller standarder som er fastsatt som ledd i eierstyringen.

Videre må det stilles krav om god rapportering om hvordan eierskapspolitikken utføres i praksis. En slik rapport bør inneholde informasjon om de retningslinjer som forvalteren trekker opp, hvordan disse har blitt fulgt opp, herunder hvordan det har blitt stemt på vegne av Petroleumsfondet på selskapers generalforsamling. Videre må det arbeides med et rapporteringssystem som sikrer at det blir gitt fyllestgjørende informasjon om Norges Banks dialog med selskaper, men uten at dette svekker mulighetene for å nå frem i dialogen med enkeltselskaper.

5.2.4 Virkemiddelbruk i eierskapsutøvelsen

Generelle måter en eier kan øve innflytelse over et selskap på, er gjennom dialog, utøvelse av stemmerett og styrerepresentasjon. I enkelte sammenhenger kan kjøp og salg av eierandeler være del av en eiers påvirkning. Petroleumsfondets virkemiddelbruk må ses i forhold til fondets stilling som finansiell investor. Som finansiell investor vil Petroleumsfondet som regel ikke ønske å være representert i bedriftenes styre fordi man som styremedlem får innsideinformasjon som begrenser muligheten til å kjøpe eller selge aksjer når fondet selv ønsker det. I stedet må Petroleumsfondet som et sentralt virkemiddel i sin eierskapsutøvelse formulere prinsipper for styringsstruktur og bærekraftig utvikling som skal sikre at styre og

ledelse arbeider til beste for alle aksjonærers langsiktige interesse. Eierskapsutøvelse har som forutsetning at fondet ønsker å fortsette å være eier i selskapet. Salg av eierandelene vil likevel kunne være en siste reaksjon dersom Petroleumsfondet er misfornøyd med hvordan styre og ledelse utfører sitt arbeid, og det ikke har vært mulig å få til forbedringer gjennom de ordinære kanaler for å utøve eierskapspolitikken. Det kan i slike tilfelle være grunn til å frykte at aksjekursen selv på lang sikt vil lide av måten selskapet ledes på.

Petroleumsfondets kanaler for å utøve sin eierskapspolitikk er således å avgi stemme på generalforsamlingene for eller mot forslag som fremmes av selskapenes ledelse eller av ulike aksjonærer/aksjonærgrupper, og å etablere en direkte dialog med selskapets ledelse. Slik dialog med andre aksjonærer uavhengig av generalforsamlingen øker muligheten for individuell innflytelse som investor.

Det er flere forutsetninger som må være til stede før det er grunn til å tro at en enkelt investors synspunkter får gjennomslag hos selskapets styre og ledelse og hos andre investorer:

- En må ha kunnskap om selskapene og kompetanse på de forhold en ønsker å påvirke
- En må kunne kommunisere en overbevisende sammenheng mellom de påpekte forhold og den langsiktige avkastningen til aksjonærene
- En må være i en slik posisjon, enten alene eller gjennom samarbeid med andre, at selskapets ledelse legger vekt på hva en mener
- En må fokusere virksomheten slik at en heller setter inn målrettede tiltak mot sektorer en mener at det er spesielt viktig å adressere enn å spre innsatsen utover i form av generelle krav til alle selskapene fondet er investert i.

Det er altså ikke tilstrekkelig å ha god kunnskap om de forhold i bedriften en vil søke å påvirke. For at det skal være grunn til å tro at selskapets styre, ledelse og eventuelt øvrige aksjonærer vil bruke ressurser på å undersøke og forbedre påpekte forhold, må det kunne argumenteres overbevisende om sammenhengen mellom eventuelle forbedringstiltak og langsiktig inntjening og avkastning.

Eierskapsutøvelse basert på anerkjente etiske normer krever tilførsel av en annen type kunnskap enn hva som er vanlig i fondsforvaltning. Skal eierskapsutøvelsen bli treffsikker slik at den reelt sett fremmer en bedre etikk og ikke forholder seg til forhold som er mer irrelevante i forhold til dette, kreves kunnskaper mer presist om hva internasjonale normer innebærer, hvordan man vurderer hva som er brudd på dette og hva som må gjøres for å motvirke dette. Dersom man ikke har skikkelig kunnskap om dette, risikerer man enten at eierskapsutøvelsen blir et rent formelt ritual, eller at den baseres på populistiske strømninger og krav.

Det vil ofte være lettere å få gjennomslag for standpunkt andre eiere eller styret og ledelsen i et selskap deler, enn for standpunkt Petroleumsfondet er alene om å innta. Dersom man velger å skape en dialog med selskaper om et tema som andre forvaltere ikke prioriterer, vil man gå glipp av de muligheter som ligger i en samlet opptreden. På den annen side kan en slik fokusering legge til rette for en arbeidsdeling mellom forskjellige investorer som engasjerer seg i. Forskjellige investorer arbeider i dag ut

fra ulike grunnlag, og det foreligger i en viss utstrekning en slik arbeidsdeling allerede i dag.

5.3 Negativ filtrering og uttrekk

5.3.1 Negativ filtrering

5.3.1.1 Generelt om negativ filtrering
Negativ filtrering består i å ta ut selskaper fra en investeringsportefølje på grunnlag av nærmere definerte kriterier. Dette er et virkemiddel der hensikten er å utelukke flere selskaper på grunnlag av noen enkle og objektive kjensgjerninger. Som vi har forklart ovenfor, mener utvalget at negativ filtrering først og fremst egner seg der man ønsker å unngå å medvirke til fremstilling av klart uetiske produkter eller produksjonsprosesser.

En vurdering av om selskaper skal utelukkes fra Petroleumsfondet på grunnlag av deres produkter eller produksjonsprosesser må ta utgangspunkt i spørsmålet:

- Hvilke produkter eller produksjonsprosesserer er så uetiske at man ikke ønsker at Petroleumsfondet skal medvirke til dem?

Dette leder umiddelbart til neste spørsmål:

- Hvilket grunnlag skal man så ta utgangspunkt i for å avgjøre om et produkt er så uetisk at man ikke ønsker å medvirke til at det blir produsert?

Utvalgets utgangspunkt for å besvare disse spørsmålene er at negativ filtrering, som tar sikte på å fange opp alle selskaper som er involvert i produksjon av et produkt, er et sterkt virkemiddel. Utvalget mener derfor at kriteriene for en negativ filtrering bør ta utgangspunkt i produkter som norske myndigheter har tatt klart avstand fra og som man arbeider aktivt for å begrense eller forby internasjonalt.

Norge har engasjert seg aktivt i det internasjonale arbeidet med nedrustning og konvensjoner som forbyr visse typer våpen. Investeringer i selskaper som produserer antipersonell landminer rammes av medvirkningsforbudet i minekonvensjonen og er dermed ulovlig. Det samme gjelder kjemiske og biologiske våpen. Utover dette kan kriterier for en negativ filtrering utledes fra forbud mot bruk av visse typer våpen og ammunisjon og krigføringsmetoder og generelle humanitære prinsipper. Slike overveielser kan f.eks. lede til at man ikke investerer i selskaper som produserer klasebomber eller kjernevåpen.

På miljøområdet er det bare tre konvensjoner som har et så konkret utgangspunkt at de kan være egnet for en negativ filtrering av produkter. Det gjelder Montrealprotokollen om ozonødeleggende stoffer, Stockholmskonvensjonen om persistente organiske forbindelser og miljøgiftprotokollene under konvensjonen om langtransportert grenseoverskridende luftforurensninger. Målsettingen i alle er utfasing av produksjon, forbruk og utslipp av definerte stoffer og produkter innenfor 10-15 år.

I hvilken grad utvalget anbefaler negativ filtrering basert på de ovennevnte konvensjonen om våpen og miljø er nærmere redegjort nedenfor.

Utover dette er det vanskelig å etablere et generelt, presist og entydig grunnlag for å filtrere fondet for produkter, hvilket er helt nødvendig for å unngå tvil om hva som skal utelukkes. Det utelukker likevel ikke at man kan føre en spesifikk argumentasjon for å utelukke enkelte typer produkter. Ulempen med å basere produktfiltreringen på en spesifikk argumentasjon for å utelukke produkter, er at det kan være vanskelig å finne en overlappende konsensus om begrunnelsen, og det kan derfor også reises tvil om den gjenspeiler allmenne norske verdier. På den annen side er det vanskelig å skille den etiske diskusjonen fra den mer generelle politiske diskusjonen. Det endelige valg av produkter som fondet skal filtreres for, må derfor forankres i våre folkevalgte organer for å sikre den nødvendige legitimitet for beslutningene.

5.3.1.2 Nærmere om våpen og negativ filtrering

En rekke våpentyper, ammunisjonstyper og krigføringsmetoder er forbudt i henhold til gjeldende folkerett. Dette gjelder f.eks. kjemiske og biologiske våpen, brannvåpen (f.eks. napalm), ikke-detekterbare fragmenter (plastprosjektiler som ikke synes på røntgen), og blindende laservåpen. Det er lite sannsynlig at selskaper i Petroleumsfondets investeringsunivers er involvert i produksjon eller salg av slike våpen. Derimot kan det ikke utelukkes at Petroleumsfondet er inne i selskaper som produserer kjemikalier (f.eks. ugressmiddel o.l.), eller laboratorieutstyr eller andre produkter som kan brukes til å lage eller spre kjemiske eller biologiske våpen. Fordi dette er produkter som inngår i nyttig og legitim industri, er det lite ønskelig å fange opp slike komponenter gjennom negativ filtrering.

Utvalget legger til grunn at det vil være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser å investere i selskaper som produserer, bruker eller selger kjemiske våpen, biologiske våpen og antipersonellminer. Det samme antas å gjelde de våpen og ammunisjonstyper som er nevnt i FN-konvensjonen om konvensjonelle våpen, (ikke-detekterbare fragmenter, visse miner og minefeller, brannvåpen, blindende laservåpen). Utvalget mener at Petroleumsfondet ikke kan være investert i noen selskaper som er involvert i produksjon av slike våpen og ammunisjonstyper.

Det er imidlertid en rekke våpentyper som etter gjeldende folkerett ikke er entydig forbudt, men som det ut fra verdier og oppfatninger som er dypt forankret i det norske samfunn, vil være uetisk å fremstille og bruke. Dette gjelder kjernevåpen og klasebomber.

Det må legges til grunn at det er helt spesielle historiske årsaker til at atommaktene har kjernevåpen uten at dette er i åpenbar strid med gjeldende folkerett. Norge har ikke kjernevåpen, ønsker ikke å ha kjernevåpen og går inn for ikke-spredning og nedrustning av kjernevåpen. Det vil være i samsvar med langvarig og konsistent norsk politikk på dette området å unngå investeringer i selskaper som produserer slike våpen. Norge har hatt en klar og entydig kjernevåpenpolitikk helt siden slutten av annen verdenskrig. Den såkalte basepolitikken har hatt forbud mot kjernevåpen på norsk territorium i fredstid som en grunnpilar. Gjennom tilslutning til ikke-spredningsavtalen og andre tilgrensende avtaler har Norge gått inn for

atomnedrustning og ikke-spredning i de siste fem tiår. Utvalget foreslår derfor at Petroleumsfondet ikke bør være investert i selskaper som produserer de sentrale komponentene til kjernevåpen. Så vidt utvalget kjenner til, foregår det i dag ikke produksjon av kjernevåpen verken i statlige forsvarsvirksomheter eller i private selskaper. Sentrale komponenter til slike våpen fremstilles visstnok heller ikke lenger i statlig eller privat forsvarsindustri. Imidlertid er det tatt initiativ fra representanter i Kongressen i USA om støtte til forskning med sikte på mulig produksjon av små kjernevåpen, såkalte "mini-nukes". Ideen er å bruke slike våpen i krigføring, og ikke bare ha dem som virkemiddel for avskrekking. En slik strategi vil nødvendigvis måtte føre til at ikke-spredningsregimet faller sammen, og at bruken av kjernevåpen raskt vil bli verdensomspennende. Hvis det gis politisk og finansiell støtte til forslaget, vil man kunne begynne med produksjon av slike våpen i løpet av få år. Det vil derfor kunne være en signaleffekt i å avgrense Petroleumsfondets investeringsmuligheter mot utvikling og produksjon av slike små kjernevåpen.

Klasebomber består av mange mindre sprenglegemer som slippes over målet. Det er meningen at alle sprengladningene skal settes av i selve nedslaget, men erfaring viser at dette ofte ikke er tilfellet. Mange sprenglegemer forblir udetonert og blir dermed liggende på bakken som potensielle miner som sivile lett kan utløse ved mer eller mindre tilfeldig nærkontakt. Grunnen til at slike sprenglegemer ikke omfattes av antipersonellminekonvensjonen, er at definisjonen av en personellmine er et sprenglegeme som er konstruert for å gå av ved tilfeldig berøring av en person. En klasebombe er konstruert for å gå av med det samme, dvs. at det er en feil når den oppfører seg som en mine. Stortinget har uttrykt en klar negativ holdning til bruk av klasebomber, og disse våpnene blir ikke lenger brukt av det norske forsvaret. Det faktum at klasebomber utgjør et så stort humanitært problem samtidig som de i utgangspunktet kan hevdes å falle innenfor humanitærrettens forbud mot våpen som ikke skiller mellom militære og sivile mål, gjør at dette våpenet etter utvalgets mening bør utelukkes som investeringsobjekt for petroleumsfondet. *Utvalget vil derfor foreslå at Petroleumsfondet ikke investerer i selskaper som produserer klasebomber*.

Finansdepartementet benytter allerede negative filtre for å unngå investeringer i selskaper som produserer kjemiske og biologiske våpen samt antipersonellminer. I tillegg vil utvalget tilrå at det anvendes filtre for å unngå at fondet investerer i våpen med ikke-detekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, kjernevåpen og klasebomber. Utvalget vil videre anbefale at muligheten for å legge til nye våpen- eller ammunisjonstyper til en slik utelukkelsesliste holdes åpen. Når filtrering er valgt fremfor uttrekk, er dette også en måte å peke på produksjon som det under enhver omstendighet vil være galt å medvirke til. Utvalget er klar over at en trolig vil finne svært få selskaper når en filtrerer porteføljen etter disse kriteriene.

Utvalget har vurdert muligheten av å gjøre militære våpen generelt til gjenstand for negativ filtrering. Utvalget har kommet frem til at det neppe vil være grunnlag for å forankre et slikt forslag i en overlappende konsensus i det norske folk.

5.3.1.3 Avgrensning av filtreringskriteriene

Uansett hva slags filtre man vil legge inn, må man ta stilling til hvor grovmasket filteret skal være. Hvor grensene skal trekkes, må delvis avgjøres på generelle betraktninger om hva medvirkning innebærer i etisk forstand, og delvis på grunnlag

av forholdene i den enkelte bransje. En konsentrerer seg her særlig om de filtre som utvalget konkret vil foreslå i tilknyting til våpen.

Et viktig spørsmål er i hvilken grad *deler* til det forbudte produktet også skal rammes og hvor langt man må gå i å filtrere bort relaterte produkter. Det er ikke opplagt hva som faller innenfor definisjonene av henholdsvis kjernevåpen og klasebomber.

Det kan være vanskelig å finne ut *hvilke selskaper* det er som produserer kjernevåpen og klasebomber, og hvilke selskaper som produserer komponenter og deler til disse. Det må trekkes en grense mot datterselskaper, søsterselskaper, selskaper som har investert i de produserende selskaper m.v., og mot selskaper som ikke selv kan holdes ansvarlig for produksjon, men som selger eller på annen måte markedsfører produktet.

Det sier seg selv at ikke alle produkter som benyttes i produksjon av et våpen, kan omfattes av en negativ filtrering. En rekke komponenter vil være komponenter som i utgangspunktet kan brukes til mange ting. Og selv om en skrue eller et hjullager eller pakning er spesialdesignet til akkurat dette våpenet, må man anta at produsenten produserer spesialbestilte deler til en lang rekke ulike produkter. Det ville føre for langt å forsøke å ramme alle som leverer deler til produktet. Helt sentrale komponenter, som f.eks. sprenglegemet eller avsetningsmekanismen til en klasebombe må opplagt falle innenfor det som utelukkes. Det vil måtte bli en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle å ta stilling til hva som er sentrale komponenter og hva som faller utenfor dette.

Utgangspunkt for vurderingen må være begrunnelsen for den negative filtreringen. Begrunnelsen for å utelukke visse våpentyper er at Norge gjennom Petroleumsfondet ikke skal medvirke til at slike våpen blir fremstilt. Trekkes medvirkningsansvaret for langt ut i indirekte forbindelser, vil dette føre til ansvarspulverisering og utvanning ved at ”nesten alle” regnes som medvirkere. Det vil føre til at det etiske argumentet mot medvirkning vil miste sin kraft. Det må derfor bare være de sentrale komponentene og typiske delene som bør rammes av filtreringen. Det er ikke noe poeng i å ramme f.eks. en skrueprodusent. Etter vår mening kan man heller for eksempel ikke si at F-16 fly burde rammes av et kjernevåpenforbud fordi om disse flyene er konstruert for å kunne ta med kjernevåpen. Norge har valgt å kjøpe slike fly av helt andre grunner.

Grensedragningene med hensyn til hvilke produkter og selskaper en negativ filtrering bør omfatte vil i forhold til produksjon av kjernevåpen ha begrenset praktisk betydning. I dag foregår ingen lovlig produksjon av store atombomber og heller ikke deler til slike bomber. Generelt foregår utvikling og produksjon av slike våpen hovedsakelig i statlig regi og i liten grad i private bedrifter. Dette bildet kan imidlertid raskt komme til å endre seg gjennom utvikling og produksjon av små kjernevåpen. Det vil derfor være viktig å følge med i utviklingen for å kunne identifisere og utelukke selskaper som i fremtiden involverer seg i kjernevåpenproduksjon.

Produksjon av komponenter som også kan fylle andre, legitime formål (flerbruksvarer) bør etter utvalgets oppfatning ikke danne grunnlag for negativ filtrering. Produksjon og handel med slike produkter er imidlertid underlagt prosedyrer fastsatt i internasjonale kontrollregimer om ikke-spredning og

eksportkontroll. Disse prosedyrene innebærer plikt til notifikasjon av salg av flerbruksvarer og forbyr salg av visse slike varer til andre enn de erklærte atommaktene. Selskaper som produserer og omsetter produkter i strid med disse kontrollregimene gjør seg skyldig i en etisk uakseptabel adferd som Petroleumsfondet ikke bør medvirke til. Slik adferd bør etter omstendighetene lede til uttrekk fra porteføljen, se nærmere i kapittel 10 om dette.

5.3.1.4 Nærmere om ozonødeleggende stoffer og persistente organiske forbindelser
Norge har arbeidet internasjonalt med å forby ozonødeleggende stoffer og POPs (persistent organic pollutants). Montrealprotokollen om vern av ozonlaget har konkrete mål med tidspunkt for reduksjon og stans av hvert enkelt ozonreduserende stoff (stort sett innen 2010). Stockholmskonvensjonen er en global konvensjon opprettet for å beskytte helse og miljø mot meget giftige, tungt nedbrytbare organiske miljøgifter (POPer). Konvensjonen innebærer forpliktelser til å fase ut 12 av de farligste POPene, blant annet PCB og dioksiner innen 2010. Det er med andre ord en internasjonal konsensus om at disse stoffene er så farlige for helse og miljø at man skal slutte å produsere dem. Mange land, deriblant Norge, har allerede forbudt slike stoffer.

Med utgangspunkt i at Norge har medvirket til et internasjonalt forbud mot produksjon og forbruk av slike stoffer, kunne det argumenteres for at Petroleumsfondet ikke bør investere i selskaper som bidrar til deres utbredelse. Men det kan også argumenteres for at det største problemet ikke er knyttet til de stoffene som er regulert, men heller til de stoffene som det ennå ikke er restriksjoner på, men som har samme egenskaper som de som er omfattet av internasjonale konvensjoner. Dette er særlig relevant for den store gruppen av persistente organiske forbindelser, og der de bromerte flammehemmerne (PBDE) og såkalte PFOA/PFOS forbindelser er eksempler på nye stoffgrupper som er kommet i søkelyset på grunn av deres potensielle effekter på helse og miljø.

Erfaringen viser at ettersom kunnskap og analysemetoder utvikles, vil negative helse-miljøvirkninger av stadig flere stoffer bli oppdaget. Erfaringer med internasjonalt samarbeid viser også at det kan ta lang tid før slike stoffer blir inkludert i konvensjoner og protokoller, slik at en negativ filtrering basert på dette grunnlaget hele tiden vil ligge på etterskudd i utviklingen. I et fremtidsperspektiv vil det være mye viktigere å fokusere på tiltak som kan forebygge og begrense skadevirkningene av miljøfarlige stoffer. *Utvalget anser derfor at negativ filtrering ikke vil være en effektiv strategi for å adressere utfordringene knyttet til disse stoffene***.**

5.3.1.5 Nærmere om tobakk
Tobakkens negative helseeffekter er mange og veldokumenterte. Kostnadene for samfunnet er betydelige, både i form av tapt arbeidsproduktivitet og de belastningene en økt sykdomsbyrde påfører helsetjenesten. Norske myndigheter har ført en restriktiv politikk for å redusere tobakksbruk, bl.a. gjennom avgifter på tobakksprodukter, opplysningskampanjer og restriksjoner mot røyking. Norge har også engasjert seg internasjonalt i tobakksforebyggende arbeid. Det siste har kommet til uttrykk i Norges engasjement i arbeidet med den internasjonale konvensjonen om tobakk som nylig er ferdigforhandlet i WHO. Konvensjonen er et ledd i det globale arbeidet med å

redusere helseskader og dødsfall knyttet til tobakk, og tar sikte på å kontrollere tobaksproduksjon og -forbruk, bla. gjennom bestemmelser om restriksjoner på markedsføring og merking av tobaksprodukter.

Det kan argumenteres for at tobakk er et uetisk produkt og at Petroleumsfondet ikke bør medvirke til produksjonen av tobakk. En negativ filtrering kan begrunnes med de negative helsevirkningene bruken av produktet har, de kostnader dette påfører samfunnet, og den internasjonale konsensus om å begrense og forebygge tobakksskader slik den kommer til uttrykk i WHOs konvensjon om tobakk.

På den andre siden kan det også argumenteres for at det ikke er uetisk å medvirke til produksjonen av lovlige produkter, og at det derfor ikke er grunnlag for å utelukke selskaper som produserer tobakk fra Petroleumsfondet. Derimot vil det, på samme måte som for andre selskaper, være relevant å vurdere om tobakkselskaper bør trekkes ut av fondet dersom det fremkommer at selskaper har opptrådt uetisk. Dersom det viser seg at tobakkselskaper bryter arbeidstakerrettigheter og menneskerettigheter, er involvert i utilbørlig markedsføring eller andre uetiske handlinger, kan det gi grunnlag for å bruke uttrekksmekanismen. I så fall er det ikke produktet i seg selv, men de uetiske handlingene man ikke vil medvirke til.

Utvalget har vært delt i synet på om tobakk bør utelukkes fra Petroleumsfondet gjennom negativ filtrering. Det finnes argumenter både for og i mot en slik strategi og utvalget har ønsket å klargjøre de argumentene som en negativ filtrering og bruk av uttrekksmekanismen kan baseres på. Utvalget vil også presisere at argumentasjonen ikke i noen av tilfellene er knyttet til den enkeltes rett til å bruke tobakk.

5.3.2 Uttrekk

Å legge ut filtre som skal kunne fange opp alle brudd på menneskerettighets- eller arbeidsrettighetsstandarder, vil være urealistisk. Opplysninger om for eksempel medvirkning til krenkelser av menneskerettigheter er ikke noe selskaper selv går ut med, og slik informasjon vil således i stor grad måtte basere seg på påstander fra andre. Det er tilfeldig hva som finnes av slik informasjon, og det kan være vanskelig å kvalitetssikre den informasjonen som finnes. Et annet kompliserende moment ved negative filtre, er at selskapers atferd endrer seg over tid og at selskapsstrukturer stadig endres ved at bedrifter selges eller slås sammen. Det blir på denne bakgrunn ganske vilkårlig hvilke selskaper med en uetisk atferd som fanges opp i et filter basert på kriterier om selskapers atferd, og det blir heller ikke nødvendigvis de riktige selskapene.

Gjennom dagens uttrekksmekanisme utelukkes selskaper hvis man gjennom investeringer i disse selskapene bryter Norges folkerettslige forpliktelser. Norges folkerettslige forpliktelser følger blant annet av internasjonale konvensjoner Norge er part til. Det er ikke nødvendigvis sammenfall mellom alminnelige internasjonale forbud og det som er forbudt for Norge. I de fleste tilfeller av menneskerettighetskrenkelser er det bare de som forekommer innenfor norsk jurisdiksjon, som fører til ansvar for Norge. Enkelte andre internasjonale konvensjoner har et slikt innhold at brudd som foregår utenfor norsk jurisdiksjon, kan føre til at Norge blir ansvarlig for bruddet. De internasjonale konvensjonene om antipersonellminer samt kjemiske og biologiske våpen inneholder vidtgående

medvirkningsbestemmelser og medfører at statlige investeringer i selskaper som produserer slike våpen, kan rammes av konvensjonenes forbud. Enkelte bestemmelser i FNs barnekonvensjon knyttet til seksuell utnyttelse av barn og salg av barn samt i ILOs konvensjon om de verste former for barnearbeid, krever aktivitetsplikt for statene og kan også føre til at statlige investeringer i slik virksomhet kan hevdes å være i motstrid med konvensjonenes bestemmelser. Dagens uttrekksmekanisme rammer m.a.o. bare brudd på konvensjoner som samtidig er brudd på norske folkerettslige forpliktelser. Denne mekanismen har derfor en relativt begrenset rekkevidde.

Utvalget foreslår å utvide dagens uttrekksmekanisme, slik at ikke bare investeringer som kan føre til folkerettsbrudd for Norge rammes, men at også selskapers medvirkning til brudd på internasjonale normer generelt og annen grovt uetisk atferd fra selskapers side også kan fanges opp. Uttrekk av selskaper fra investeringsuniverset vil kunne foretas hvis for eksempel hensynet til etikk er på kollisjonskurs med hensynet til best mulig avkastning på fondets investeringer, eller hvor det ikke er nevneverdig håp om å kunne endre de uetiske forholdene ved etisk eierskap. I slike tilfeller er den eneste mulighet til å unngå medvirkning å selge seg ut. Eksempler på slike uetiske forhold er medvirkning til grove brudd på menneskerettighets- og arbeidsrettighetsstandarder, grov korrupsjon og bevisste eller grovt alvorlige miljøskader.

5.3.2.1 Selskapers ansvar for uetiske forhold og investorers medansvar
Utvalget har ovenfor lagt til grunn at det å ha eierandeler i et selskap innebærer en etisk medvirkning til selskapets produksjon. Vil man ikke medvirke til produksjon av klasebomber, så investerer man ikke i selskaper som er involvert i produksjonen av disse. Det er ikke like åpenbart at man gjennom eierskap også medvirker til selskapets handlinger og atferd. For å medvirke til en handling må handlingen kunne forventes av investoren. Det må være en form for systematikk eller årsakssammenheng mellom selskapets virksomhet og handlingene en ikke ønsker å medvirke til. Investeringer i et selskap kan ikke regnes som medvirkning til handlinger man umulig kunne forvente eller kjenne til eller forhold som heller ikke selskapet en investerer i har nevneverdig kontroll over.

Brudd på menneskerettigheter, miljøbestemmelser og andre grunnleggende etiske normer vil ofte være et resultat av et selskaps mangel på fokus på slike spørsmål. Etiske overtramp kan være et resultat av manglende rutiner for å håndtere f.eks. korrupsjon, menneskerettigheter eller miljø, snarere enn en bevisst strategi fra et selskap om å benytte metoder som de fleste vil anse som uetiske. Gjennom dialog med selskapene kan en søke å påvirke dem til å lage systemer som gjør at slik atferd i størst mulig grad forhindres. Utøvelse av eierpåvirkning vil i slike tilfeller kunne være mer effektivt for å påvirke et selskaps atferd enn å trekke seg ut av selskaper.

Utvalget anbefaler derfor at det settes ganske snevre grenser for hvilke selskaper som vurderes for utelukkelse. Hvis et selskap som har begått et overtramp, har iverksatt tiltak for å hindre at liknende hendelser skjer i fremtiden, er det å ha eierandeler i selskapet ikke å medvirke til uetiske handlinger. Hvis disse tiltakene er satt inn etter at Petroleumsfondet har tatt opp forholdene som ledd i sin eierskapsutøvelse, kan det tvert imot sies at Petroleumsfondet har oppfylt en etisk forpliktelse til å gjøre noe

aktivt med uetiske forhold i sitt investeringsunivers. Dette kan tilsi at uttrekk bør begrenses til de alvorligste tilfeller der selskapet Petroleumsfondet er investert i, er direkte ansvarlig for uakseptable normbrudd, og der en ikke forventer at denne praksis vil opphøre.

5.3.2.2 Grunnlaget for en avgjørelse om uttrekning

Sett fra Petroleumsfondets side er uttrekning fra et selskap en forsvarsmekanisme for å unngå å komme i en slik stilling at fondet medvirker til en etisk uakseptabel praksis. De krav som settes til saksbehandling og faktisk grunnlag for en beslutning om uttrekning, må ses i forhold til dette. Formålet med uttrekning tilsier at vurderingen retter seg mot selskapets strategi og praksis fremover i tid. Dette innebærer at det ikke kan stilles krav om sikkerhet før en beslutning om uttrekk treffes, men at det er snakk om forventninger basert på sannsynlighetsbetraktninger og prognoser. Beslutningen må treffes ut fra en vurdering av hvor stor grad av etisk risiko fondet skal bære. Dette innebærer at det må fastsettes et akseptabelt risikonivå for den etiske risiko forbundet med Petroleumsfondets investeringer, og at det ut fra dette nivået må foretas en konkret etisk risikovurdering når det foreligger indikasjoner på at risikonivået kan være overskredet.

Fastsettelse av et etisk risikonivå må skje i forhold til de grunnleggende etiske krav til menneskerettigheter, miljø og sosiale forhold som er utviklet ovenfor. Vurderingen må likevel ta utgangspunkt i at slik internasjonale markeder fungerer i dag, innebærer ethvert engasjement en forbindelse til forhold som kan diskuteres fra et etisk synspunkt. Det kan med andre ord ikke forlanges at Petroleumsfondet ikke skal ha eierandeler i selskaper som har medvirket eller medvirker til en etisk uakseptabel atferd. På den annen side må en slik aksept av risiko ikke virke som en unnskyldning til ikke å gjøre noe som helst i forhold til investeringer i selskaper med klart uetisk atferd. Utfordringen ligger i å balansere mellom disse to ytterpunkter.

Det bør derfor fastsettes visse referansepunkter for når det foreligger en uakseptabel etisk risiko. Disse referansepunktene kan utvikles på grunnlag av de internasjonale instrumenter som også ligger til grunn for fondets eierskapsutøvelse. Det er bare de groveste former for brudd på disse normer som bør danne grunnlag for et uttrekk. Det vil si at ikke alle lovbrudd som et selskap blir beskyldt for å ha begått eller medvirket til, er relevante for vurderingen av om Petroleumsfondet skal trekke seg ut. Det er bare der det foreligger grove eller systematiske brudd på grunnleggende menneskerettighets- eller arbeidsrettsstandarder, grove miljøødeleggelser, grov korrupsjon eller andre grove brudd på grunnleggende etiske normer, at man bør vurdere uttrekk. Med dette tenker vi på:

- Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid og annen utbytting av barn
- Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- Alvorlig miljøskade
- Grov korrupsjon
- Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

Det er flere faktorer som må trekkes inn i en etisk risikovurdering. For det første må man vurdere karakteren av det forhold man risikerer å medvirke til. Hvis det er snakk

om forhold som er meget alvorlige ut fra en etisk betraktning, tilsier det en høyere grad av aktsomhet fra fondets side enn der hvor det er tale om forhold som ikke er fullt så alvorlige. En høy grad av aktsomhet vil innebære et krav til å foreta aktive undersøkelser der hvor det kan foreligge indikasjoner på at et selskap i porteføljen har en uetisk praksis. Men det vil også innebære et krav til handling i form av å trekke selskapet ut av porteføljen som et forsiktighetstiltak.

For det andre må man vurdere de opplysninger som foreligger om selskapets atferd til nå. Det vil som regel være indikasjoner på om selskapets uetiske opptreden kan antas å fortsette i fremtiden. I så fall vil det å holde på en investering i selskapet kunne innebære en medvirkning til en fremtidig uetisk opptreden. Ut fra vanlige krav til forvaltningens utredning og saksbehandling må fondet ha et forsvarlig faktisk grunnlag for en antagelse om at et selskap har vært ansvarlig for en uetisk atferd. Hvor det er tvil om det faktiske grunnlaget, om selskapets evne og vilje til å rydde opp eller om eierskapsutøvelse vil være et egnet virkemiddel for å få til forandring, må det likevel være forsvarlig å utelukke selskapet. Det er klart at det ikke eksisterer noe rettslig krav hos noen på å være del av Petroleumsfondets investeringsunivers. Når staten som eier av Petroleumsfondet beslutter at et selskap skal utelukkes fra fondets investeringsunivers, treffes det derfor ikke noe vedtak i forvaltningslovens forstand. Opplysninger om selskapets atferd innhentes dessuten ikke med det formål å treffe noen avgjørelse om hvordan selskapet har opptrådt. Formålet er å treffe en avgjørelse om hvorvidt selskapet i fremtiden vil representere en uakseptabel etisk risiko for Petroleumsfondet. Denne avgjørelsen vil være avhengig av det etiske risikonivå staten er villig til å akseptere på vegne av Petroleumsfondet. En avgjørelse om å trekke et selskap ut fra porteføljen av etiske grunner innebærer derfor ikke nødvendigvis noen beskyldning om at et selskap har utvist en uetisk eller at det er uetisk å investere i det, men at det ut fra de retningslinjer som er trukket opp for Petroleumsfondet, innebærer en uakseptabel etisk risiko å ha selskapet i porteføljen.

5.3.2.3 Medvirkning og avgrensning av selskapenes ansvar

I noen tilfeller vil det kunne oppstå spørsmål om det er uetisk å investere i selskap som ikke selv er direkte involvert i en uetisk praksis, men hvor det er risiko for uetiske forhold hos underleverandører eller hos selskap som vårt investeringsobjekt kontrollerer eller har eierandeler i eller andre forbindelser til. Etisk ansvar kan også tenkes i forhold til personer som handler i selskapets interesse, for eksempel statlige sikkerhetsstyrker. Det er neppe fornuftig å fastsette klare grenser for hvilke forbindelser av denne karakter som skal føre til uttrekk, og hvilke som ikke skal føre til uttrekk. Vurderingene må skje i forhold til det enkelte tilfelle. Retningsgivende for vurderingen bør på den ene siden være om det foreligger forhold som gjør det rimelig å snakke om medvirkning i etisk forstand, og på den annen side bruk av alternative virkemidler.

Hvor det er snakk om så tette forbindelser mellom Petroleumsfondets investeringsobjekt og det selskap der det er risiko for uetiske forhold at man kan identifisere de to med hverandre, kan den selskapsrettslige organiseringen ikke være avgjørende for den etiske vurderingen av medvirkning. Forhold som kan være avgjørende for slik identifikasjon, er eierandelens størrelse, om selskapene opptrer som en enhet utad og om investering i aksjer i det ene selskaper får betydning for det andre selskapet. Også utenfor identifikasjonstilfellene kan det likevel være rimelig å

snakke om medvirkning. Det kan likevel ikke være tilstrekkelig at et selskap har en mindre eierandel i et selskap som er skyldig i grove brudd på etiske normer. Dreier det seg om eierskap, er det rimelig å kreve at selskapet har faktisk kontroll over den enhet som de uetiske forhold direkte knytter seg til, før det kan bli tale om medvirkning for Petroleumsfondet.

Hvor forbindelsen ikke er eierskap, men kunde-leverandørforhold, kan vurderingen bli en annen. Sett fra et effektivitetssynspunkt vil det ofte være slik at en viktig kunde har større påvirkningskraft overfor en underleverandør enn mange andre. Overfor selskaper med utstrakt bruk av underleverandører med høy etisk risiko kan det derfor være grunn til nettopp ikke å trekke ut investeringene dersom det er mulig å påvirke deres praksis i forhold til sine leverandører. Selv om et selskap har uetiske underleverandører, kan det derfor være fornuftig ikke å trekke seg ut med mindre det er et mønster i at selskapet bruker underleverandører med en tvilsom praksis uten å søke å gjøre noe med dette. Forholdet vil nærme seg medvirkning hvis kundeforholdet er langvarig eller gjentatt etter at de uetiske forholdene er avdekket. Hvis det enkelte kundeforholdet er mindre vesentlig eller flyktig, for eksempel der et hotell blir brukt som utgangspunkt for barneprostitusjon, bør det legges vekt på om selskapet selv legger forholdene til rette for den typen overgrep eller medvirker gjennom utilbørlig passivitet.

Særlige problemer reiser seg ved selskaper som har virksomhet i stater hvor det skjer alvorlige brudd på menneskerettigheter. Slike brudd kan skje også i tilknytning til selskapenes virksomhet for eksempel ved bruk av sikkerhetsstyrker som begår overgrep for å beskytte selskapets eiendom og anlegg, deportasjon av befolkning og miljøødeleggelser for å legge til rette for selskapets prosjekter eller arrestasjon og forfølgelse av arbeidstakere som søker å fremme faglige rettigheter. Bare hvis handlingene er foretatt direkte for å beskytte selskapets eiendom eller investeringer, og selskapet ikke har truffet rimelige tiltak for å hindre overgrepene, kan det være snakk om medvirkning fra selskapets side.

5.3.2.4 Uttrekk av obligasjonsinvesteringer

Petroleumsfondet har plassert 60 pst. av kapitalen i obligasjoner. Den viktigste kategorien obligasjonsutstedere er nasjonalstater. Andre viktige utstedere er internasjonale organisasjoner som Verdensbanken, foretak med særlig tilknytning til offentlig sektor ("agencies"), selskaper innen vann - og energiforsyning, finansinstitusjoner og industrielle foretak.

Forskriften for Petroleumsfondet definerer hvilke markeder det er tillatt å investere i. Det er viktig å være klar over at denne landlisten kun begrenser hvilke markeder og valutaer obligasjonene må være denominert i. Så lenge utstedere av obligasjoner har en akseptabel kredittverdighet, er det tillatt å investere i deres obligasjoner uavhengig av hvilket land utstederen er hjemmehørende i.

Eierskapsutøvelse kan ikke benyttes for obligasjoner ettersom obligasjonene ikke gir eierbeføyelser. Negativ filtrering og uttrekk kan imidlertid foretas også i forhold til obligasjonsinvesteringene. Når det gjelder obligasjoner utstedt av finansforetak, industrielle foretak eller øvrige selskaper, bør obligasjonsinvesteringene likebehandles med aksjeinvesteringene. Når hovedargumentet for filtrering eller uttrekk er å unngå

medvirkning til produksjon av et bestemt produkt, eller unngå å bli assosiert med uakseptabel atferd fra et selskaps side, er det vanskelig å se noe prinsipielt etisk skille mellom aksjeinvesteringer og obligasjonsinvesteringer. Det taler for likebehandling mellom aksjer og obligasjoner fra de samme selskapene.

Nasjonalstater og internasjonale organisasjoner må behandles separat. Norge har økonomisk og diplomatisk samkvem med de fleste land i verden. Med unntak av de land som er omfattet av internasjonale sanksjonsregimer, opprettholdes denne kontakten selv om man fra norsk side er uenig i den politikken et land fører for eksempel når det gjelder menneskerettigheter. Ordinære utenrikspolitiske kanaler er langt viktigere for å påvirke andre lands myndigheter til å endre sin politikk i ønsket retning enn et uttrekk fra Petroleumsfondets investeringsmuligheter. I mange tilfeller vil samhandel og kontakt gi bedre påvirkningsmuligheter enn isolasjon.

Det er også vanskelig å begrunne forbud mot investeringer i enkelte lands statsobligasjoner med overlappende konsensus. Selv om det kan være alminnelig enighet om kritikk mot et lands politikk på enkeltområder, er det ikke nødvendigvis alminnelig enighet om å ta avstand fra landet generelt sett, eller om hvilke reaksjonsformer som er egnet i slike tilfeller.

I tilfeller hvor FN vedtar å iverksette sanksjoner mot et enkelt land i form av bindende handelsrestriksjoner e.l., vil sanksjonene etter gjennomføring i norsk rett normalt sette forbud mot investeringer i det aktuelle land. I den grad slike land har utstedt obligasjoner som inngår i Petroleumsfondets investeringsmuligheter vil konsekvensen være at disse trekkes ut av investeringsmulighetene. I disse tilfellene vil normalt også kriteriet om overlappende konsensus være tilfredsstilt.

5.4 Petroleumsfondets etikk– og folkerettsråd

Avgjørelser om uttrekk av selskaper og negativ filtrering bør være Finansdepartementets ansvar. Også i dagens uttrekksmekanisme er det Finansdepartementet som fatter avgjørelser om uttrekk basert på tilrådinger fra Petroleumsfondets folkerettsråd. Denne ansvarsfordelingen bør også gjelde i en uttrekksmekanisme basert på etiske kriterier.

Utvalget mener at det ved etablering av en uttrekksmekanisme etter etiske kriterier er fornuftig å ta utgangspunkt i den gjeldende uttrekksmekanismen for Petroleumsfondet. Petroleumsfondets folkerettsråd foretar etter oppdrag fra Finansdepartementet vurderinger av om enkeltinvesteringer kan innebære brudd på Norges folkerettslige forpliktelser. Som et grunnlag for vurderingen kan Norges Bank be de aktuelle selskapene om informasjon om påstandene som er reist. Folkerettsrådet er et ekspertråd med folkerettslig og økonomisk kompetanse som foretar både en faktisk vurdering av saksforholdene og en folkerettslig vurdering. Et utvidet sakkyndig råd som skal vurdere selskapers eventuelle etiske normbrudd, bør som i dag ha som oppgave å kontrollere påstander om faktiske forhold knyttet til identifiserte selskaper og å vurdere disse faktiske forholdene opp mot kriteriene for utelukkelse fra fondet

Rådet bør etter utvalgets mening vurdere både selskaper som skal omfattes av negativ filtrering, og selskaper som omfattes av uttrekksmekanismen. Rådet bør på selvstendig grunnlag kunne avgjøre om det skal ta et selskap opp til nærmere vurdering. Rådets vurderinger kan, også når rådet ikke velger å foreslå uttrekk, stilles til disposisjon for Norges Bank, og dermed dras nytte av i eierskapsutøvelsen.

Rådet kan ha ansvaret for å gjennomføre den negative filtreringen selv eller å benytte konsulenthjelp til å dette. Også for uttrekksmekanismen bør rådet ha et ansvar for å fremskaffe tilgjengelig informasjon. Mulighetene for å legge ut filtre for å identifisere alle selskaper med uetisk virksomhet er etter utvalgets mening små. Informasjon om forhold som kan begrunne uttrekk, vil trolig i større grad komme på ad-hoc basis som innspill fra f. eks. frivillige organisasjoner eller media.

Rådet bør ha tilstrekkelig ekspertise innen de områdene man skal vurdere. Dette kan tilsi at rådet utvides til fem medlemmer. Rådet må få nok tid og ressurser slik at saksbehandlingen kan gjøres grundig. Rådet får utvidede oppgaver i forhold til i dag. Erfaringen viser at det ikke er mulig å basere seg fullt ut på å kjøpe tjenestene eksternt. Det er også viktig for ordningens legitimitet at rådet gis en uavhengighet og mulighet til å bygge opp en kompetanse. Utvalget mener på denne bakgrunn at rådet både må ha et eget sekretariat og gis tilstrekkelige midler til utredning.

Grunnlaget for rådets anbefaling om utelukkelse av et selskap er at den etiske risiko knyttet til investeringer i selskapet er uakseptabel. Rådet behøver med andre ord ikke finne det bevist at selskapet er ansvarlig for en uetisk praksis. Selv om beslutningen om uttrekk ikke berører rettigheter eller plikter for det selskapet avgjørelsen gjelder, bør selskapet rutinemessig få uttale seg om et forslag til anbefaling fra rådet og det grunnlag som denne bygger på. En slik dialog med selskapet vil kunne bedre kvaliteten på den informasjon som en eventuell beslutning om uttrekk bygger på, og vil også kunne gi nyttig informasjon for den risikovurdering som skal foretas.

Rådets tilrådninger til Finansdepartementet bør være offentlige. Det er både i tråd med dagens praksis og i tråd med prinsippet om offentlighet i forvaltningen at rådets sluttrapport offentliggjøres. Det bør være adgang for Finansdepartementet til å utsette offentlighet hvis det er nødvendig for å gjennomføre nedsalg i aksjer eller obligasjoner på en finansielt forsvarlig måte.

5.5 Økonomiske og administrative konsekvenser

5.5.1 Økonomiske konsekvenser

Uttrekk og negativ filtrering

Negativ filtrering av et visst omfang vil kunne medføre finansielle konsekvenser i form av redusert risikojustert avkastning, reduserte muligheter for å drive aktiv forvaltning og eventuelle økte transaksjonskostnader som følge av utvelgelsen. Det vises for øvrig til økonomiprofessorene Thore Johnsen og Ole Gjølberg sin rapport som følger som vedlegg til denne utredningen. Johnsen og Gjølberg har foretatt en gjennomgang av litteraturen om avkastningskonsekvenser ved etisk filtrering, og supplert dette med egen analyse av temaet. Forfatterne av rapporten oppsummerer arbeidet på følgende måte:

"Det å legge spesielle restriksjoner på porteføljesammensetning, herunder SRI-restriksjoner, vil i oppgangsperioder ofte ikke ha så veldig store (negative eller positive) konsekvenser mht. performance. Man bør imidlertid innstille seg på at denne konklusjonen lett kan endres i en nedgangskonjunktur. Dersom en fondsforvalter pålegges SRI-restriksjoner av fondets eiere, bør alle parter være inneforstått med at det kan være en signifikant nedsiderisiko forbundet med et slikt pålegg. Størrelsen vil avhenge av hvor sterke restriksjonene på utvalgsrommet vil være. I tillegg er det grunn til å tro at nedsiderisiko vil være avhengig av hvilken seleksjonsstrategi som anlegges."

Dersom antall selskaper som filtreres ut av porteføljen og deres underliggende verdier er små i forhold til fondets samlede investeringsunivers, vil ikke effekten på samlet risiko forventes å være særlig stor. Selv små avkastningstap med et fond så stort som Petroleumsfondet er likevel kostbart. For Petroleumsfondets del vil for eksempel et avkastningstap på 0,01 pst. hvert år innebære en kostnad på om lag 23 millioner kroner basert på aksjeporteføljens størrelse pr. 31.12.2002. Hvis antall etiske filtre øker, vil et større antall selskaper og en større andel av samlet markedsverdi i investeringsuniverset påvirkes, og risikoendringen blir merkbar i porteføljen. Slike beregninger er alltid basert på teoretiske forutsetninger og hypoteser om fremtidig avkastning. Resultatene av slike beregninger må holdes opp mot etiske standpunkter. Dersom de hviler på et bredt og stabilt grunnlag, er det etter utvalgets oppfatning uetisk ikke å følge sine forpliktelser på grunn av antagelser om mulig redusert avkastning. Når konsekvensene av etiske standpunkter blir mer omfattende slik at det er mulig på et sikkert grunnlag å påvise en direkte kostnad, oppstår spørsmålet om det finnes bedre måter å nå sine etiske mål på enn gjennom å ta en økonomisk belastning på Petroleumsfondet. Det er derfor viktig å beregne de mulige og sannsynlige konsekvenser av forskjellige etiske filtre slik at det kan avgjøres hvor relevant økonomiske vurderinger er for det enkelte valg. Innenfor en så bred portefølje som Petroleumsfondets, er det ikke mulig å påvise empirisk de negative konsekvensene for porteføljens diversifikasjonsegenskaper ved å utelukke et fåtall selskaper.

Eierskapsutøvelse
Flere studier viser at det er en positiv sammenheng mellom gode styringssystemer og langsiktig avkastning på aksjer i et selskap. Disse resultatene knytter seg til en generell satsing på aktiv eierskapsutøvelse for å fremme langsiktig finansiell avkastning og ikke nødvendigvis til etiske hensyn i eierskapsutøvelsen. Hensikten også for Petroleumsfondets eierskapsutøvelse vil være å bedre den langsiktige avkastningen, men det synes ikke formålstjenelig å forsøke å tallfeste dette. En må imidlertid kunne legge til grunn at økt aktiv eierskapsutøvelse ikke vil føre til negative økonomiske konsekvenser.

5.5.2 Administrative konsekvenser

Negativ filtrering og uttrekk
Dersom enkeltselskaper utelukkes fra investeringsuniverset, må selskapene også tas ut av referanseindeksen som Norges Bank måles mot, for å skape et sammenligningsgrunnlag for den aktive forvaltningen. Dette gjelder referanseindeksene både for aksjer og obligasjoner, som bygger på henholdsvis FTSE World (aksjer) og Lehman Global Aggregate (obligasjoner). Utelukkelse av hele undersektorer i referanseindeksen i henhold til de sektorklassifiseringer som FTSE har gjennomført i sine aksjeindekser, er administrativt enkelt å implementere for aksjeporteføljens vedkommende. Det er i slike tilfeller ikke nødvendig å justere

indeksdata helt ned på selskapsnivå. Dersom filtrering skjer på andre premisser, for eksempel ved å definere andre sektorer enn hva FTSE benytter seg av, eller ved å definere innholdet i sektorbegrepet annerledes, må justering av indeksdata skje på selskapsnivå. Hyppige forandringer av antall selskaper som filtreres ut, vil øke ressursbruken til vedlikehold og kontroll av referanseindeks i Norges Bank. Spesiallagede referanseindekser vil måtte konstrueres enten av indeksleverandørene eller av Norges Bank selv. Dersom omfanget av negativ filtrering og uttrekk øker, vil det kunne føre til at forvaltningshonorarene til eksterne forvaltere stiger noe. Så lenge omfanget av disse mekanismene er begrenset, må imidlertid også disse ekstrakostnadene forventes å være svært beskjedne.

Negativ filtrering og uttrekk vil også medføre direkte kostnader uavhengig av fondsforvaltningen. Finansdepartementet har i dag kostnader på om lag 2 mill. kroner til Miljøfondet og uttrekksmekanismen. I tillegg kommer departementets egen ressursinnsats. De fleste av de direkte kostnadene vil i henhold til utvalgets forslag påløpe i Petroleumsfondets etikk- og folkerettsråd. Informasjonsinnhentingen vil bli mer omfattende enn i dag, og det vil være en større mengde saker å behandle. Som følge av de utvidede oppgavene og behovet for økt ressursinnsats mener utvalget at kostnader til Petroleumsfondets etikk- og folkerettsråd bør utgjøre i størrelsesorden 4 – 6 mill. kroner i en oppstartsfase. Rådet bør gis anledning til å bestemme prioritering av disse midlene som for eksempel ved å ansette et sekretariat, kjøpe eksterne utredninger mv. De direkte kostnadene i Finansdepartementet kan bli redusert med om lag 1. mill. kroner som følge av forslaget.

Eierskapsutøvelse
Økt eierskapsutøvelse fra bankens side vil innebære at banken må bruke ressurser på dette. Utvalget finner det vanskelig å tallfeste kostnadene og mener også at banken må stå fritt til å avgjøre ressursbruken både internt og eksternt. Utvalget viser likevel til redegjørelse i vedlegg 8 (punkt 8.5.2) om ressursbruken i andre store fond som det er naturlig å sammenlikne seg med.

6 Forslag til etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond

1 Grunnlag

De etiske retningslinjene for Statens petroleumsfond bygger på to grunnlag:

- Petroleumsfondet er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom. Denne finansformuen må forvaltes slik at den gir god avkastning på lang sikt, noe som er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, økologisk og sosial forstand. Fondets finansielle interesser skal styrkes ved at eierposisjoner fondet har, brukes for å fremme en slik bærekraftig utvikling.
- Petroleumsfondet skal ikke foreta investeringer som utgjør en uakseptabel risiko for at fondet medvirker til uetiske handlinger eller unnlatelser som for eksempel krenkelser av grunnleggende humanitære prinsipper, grove krenkelser av menneskerettighetene, grov korrupsjon eller alvorlige miljøødeleggelser.

2 Virkemidler

Det etiske grunnlaget for Petroleumsfondet skal fremmes gjennom følgende tre virkemidler:

- *Eierskapsutøvelse* for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper
- *Negativ filtrering* fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper.
- *Uttrekk* av selskaper fra investeringsuniverset der det anses å være betydelig risiko for å medvirke til:

    - Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid og annen utbytting av barn
    - Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
    - Alvorlig miljøskade
    - Grov korrupsjon
    - Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

3 Retningslinjer for etikk i eierskapsutøvelse

3.1.

Det overordnede målet for Norges Banks utøvelse av eierrettigheter for Statens petroleumsfond er å sikre fondets finansielle interesser. Utøvelsen av eierrettighetene skal bygge på at fondet har en lang tidshorisont for sine investeringer, og at investeringene er bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset.

3.2

Eierskapsutøvelsen skal i hovedsak baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper. Det skal fremgå av Norges Banks interne retningslinjer for utøvelse av eierrettighetene hvordan disse prinsippene integreres i eierskapsutøvelsen.

3.3

Norges Bank skal i forbindelse med sin regulære årsrapportering legge frem en særskilt rapport om sin utøvelse av eierrettigheter. Det skal gjøres rede for hvordan banken har opptrådt som eierrepresentant - herunder hva som er gjort for å ivareta de spesielle interessene knyttet til langsiktighet og bredde i investeringsomfang, i henhold til punkt 3.1 og 3.2.

3.4

Norges Bank kan delegere utøvelsen av eierrettigheter i samsvar med disse retningslinjene til eksterne forvaltere.

4 Retningslinjer for negativ filtrering og uttrekk

4.1

Finansdepartementet treffer beslutning om negativ filtrering og uttrekk av selskaper fra investeringsmulighetene etter tilrådning fra Petroleumsfondets etikk - og folkerettsråd.

4.2

Tilrådningene og beslutningene er offentlige. Departementet kan i særlige tilfeller utsette tidspunktet for offentliggjøring dersom det anses nødvendig for en finansielt forsvarlig gjennomføring av uttrekk av selskapet.

4.3

Petroleumsfondets etikk - og folkerettsråd består av 5 medlemmer oppnevnt av Kongen. Rådet har sitt eget sekretariat. Rådet avgir årlig rapport om sin virksomhet til Finansdepartementet.

4.4

Rådet gir tilrådning om hvorvidt en investering er i strid med Norges folkerettslige forpliktelser etter anmodning fra Finansdepartementet.

4.5

Rådet gir tilrådning om negativ filtrering av et eller flere selskaper på grunnlag av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper.

Rådet gir tilrådning om å trekke et eller flere selskaper ut av investeringsuniverset på grunn av handlinger eller unnlatelser som innebærer:

- Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid og annen utbytting av barn
- Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- Alvorlig miljøskade
- Grov korrupsjon
- Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

Rådet tar opp saker under dette punkt på eget initiativ eller etter anmodning fra Finansdepartementet.

4.6

Rådet innhenter nødvendig informasjon på fritt grunnlag og sørger for at saken er så godt belyst som mulig før tilrådning om uttrekk eller utelukkelse fra investeringsuniverset gis. Rådet kan be Norges Bank om opplysninger om hvordan konkrete selskaper er håndtert i eierskapsutøvelsen. Henvendelse til vedkommende selskap skal skje gjennom Norges Bank. Vurderer Rådet å tilrå uttrekk, skal utkast til tilrådning, sammen med grunnlaget for den, forelegges selskapet til uttalelse.

4.7

Rådet skal rutinemessig vurdere om grunnlaget for utelukkelse fortsatt er til stede og kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale Finansdepartementet at en beslutning om utelukkelse oppheves.

4.8

De avgjørelser Finansdepartementet fatter i forbindelse med tilrådning fra Rådet, skal umiddelbart meddeles Norges Bank. Finansdepartementet kan be Norges Bank meddele de berørte selskaper om de avgjørelsene departementet har fattet og begrunnelsen for avgjørelsen.

DEL II VEDLEGG

51 UTVALGETS MANDAT OG SAMMENSETNING 52

2 ETISKE GRUNNSPØRSMÅL I UTFORMINGEN AV ETISKE RETNINGSLINJER FOR PETROLEUMSFONDET 54

2.1 Introduksjon 54

2.2 Hvilken etikk? 55

2.3 Hvilke etiske forpliktelser har vi, og hvem har vi dem over for? 56
2.3.2 Spesielle forpliktelser 58
2.3.3 Medvirkning til uetisk adferd 59
2.3.4 Forpliktelse til å ivareta andre former for liv og naturmiljøet 60

2.4 Ulike typer etiske forpliktelser 61

2.5 Hvilke forpliktelser er Petroleumsfondet egnet til å ivareta? 63
2.5.1 Identifisere konflikt og sammenfall 63
2.5.2. Vurdere effekt 64
2.5.3. Veie ulike hensyn opp mot hverandre 66

3 STATENS PETROLEUMSFOND 68

3.1 Opprettelsen av fondet 68

3.2 Petroleumsfondets forvaltningsmodell 69

3.3 Petroleumsfondets investeringsstrategi 70
3.3.1 Formålet med investeringene 70
3.3.2 Petroleumsfondets referanseportefølje 71
3.3.3 Finansiell eller strategisk investor? 73

3.4 Norges Banks forvaltning 74

3.5 Avkastningen av Petroleumsfondet 75

3.6 Fremskrivinger av Petroleumsfondets kapital 75

4 DEBATT OM ETISKE RETNINGSLINJER FOR PETROLEUMSFONDET76

4.1 Innledning 76

4.2 Sammendrag av Stortingets og ulike regjeringers drøftinger 76
4.2.1 Regjeringen Jagland 1998 76
4.2.2 Regjeringen Bondevik I 77
4.2.3 Regjeringen Stoltenberg 80
4.2.4 Regjeringen Bondevik II 80
4.2.5 Nedsettelse av utvalg som skal fremme forslag om etiske retningslinjer for Petroleumsfondet81

4.3 Debatt om etiske retningslinjer i organisasjoner mv. 82
4.3.1 Henvendelser til Finansdepartementet 82
4.3.2 Rapporter og publikasjoner 83

4.4 Forums anbefaling til etiske retningsliner 85

5 ETISK FORVALTNING – HISTORIE, OMFANG OG VIRKNINGER 88

5.1 Historie og omfang 88
5.1.1 Historisk utvikling – USA og Europa 88
5.1.2 Etiske investeringer i USA og Europa – omfang 89
5.1.3 Etisk forvaltning hos store institusjonelle kapitalforvaltere 90
5.1.4 Etiske indekser 95

5.2 Tilgjengelig informasjon 99

5.3 Effekter av etiske investeringer på miljø, menneskerettigheter og andre sosiale forhold 101
5.3.1 Tilgjengelige studier 101
5.3.2 Forskning om effekter i forhold til formålet 101
5.3.3 Rapport fra EIRIS 102
5.3.4 Oppsummering 104

6 RETTSREGLER OG ETISK ANSVAR I FORRETNINGSMESSIG FORVALTNING AV STATLIGE MIDLER 106

6.1 Innledning 106

6.2 Generelle regler om sosialt ansvar i næringsvirksomhet 108
6.2.1 Innledning 108
6.2.2 Internkontroll 108
6.2.3 Regnskapsloven 109
6.2.4 Miljøinformasjon 109

6.3 Særlige regler for det offentlige 110
6.3.1 Offentlige anskaffelser 110
6.3.2 Saklighet, likebehandling og god forretningsskikk 110

6.4 Særlig om Statens petroleumsfond 112

7 RETNINGSLINJENES ETISKE GRUNNLAG 114

7.1 Innledning 114

7.2 Norsk lovgivning 114

7.3 Norsk utenrikspolitikk 115
7.3.1 Folkerettslige beskrankninger 116
7.3.2 Internasjonale konvensjoner som grunnlag for etiske retningslinjer 123
7.3.3 FNs Tusenårsmål 131

7.4 Frivillige prinsipper, retningslinjer (Codes of conduct) og standarder 132
7.4.1 Global Compact (FN) 134
7.4.2 OECD retningslinjer for flernasjonale selskaper 138
7.4.3 ILO Trepartserklæring om grunnleggende prinsipper for multinasjonale selskaper og sosiale hensyn 149
7.4.4 FNs underkommisjon for menneskerettigheter – utkast til erklæring om ansvar for flernasjonale selskaper 157

7.5 Standarder og sertifisering 161

7.6 Rapportering av selskapers arbeide med menneske- og arbeidstakerrettigheter og miljø. 162
7.6.1 The Global Reporting Initiative (GRI) 163

7.6.2 GRI og forholdet til Global Compact og OECDS retningslinjer for multinasjonale selskaper 165

8 EIERSKAPSUTØVELSE 166

8.1 Innledning 166

8.2 Hvorfor aktiv eierskapsutøvelse? 166

8.3 Hva er eierskapsutøvelse? 168

8.4 Forutsetninger for å lykkes med eierskapsutøvelse 171

8.5 Eierskapsutøvelse i Petroleumsfondet 173

8.6 Økonomiske og administrative konsekvenser i porteføljeforvaltningen ved å drive eierskapsutøvelse av børsnoterte selskaper 175
8.6.1 Avkastningskonsekvenser 175
8.6.2 Administrative konsekvenser og kostnadsvurderinger 176

8.7 Etiske hensyn i eierskapsutøvelsen 178

8.8 Eksempler på eierskapsutøvelse med etiske hensyn 181

8.9 Hvordan kan etikk tas hensyn til innen eksisterende styringsstruktur? 182

8.10 Utvalgets forslag til hvordan etikk kan tas hensyn til i retningslinjer for eierskapsutøvelsen 184

9 NEGATIV FILTRERING 186

9.1 Hva er negativ filtrering? 186

9.2 Hvorfor negativ filtrering? 187

9.3 Det etiske grunnlaget for en negativ filtrering i Petroleumsfondet 188

9.4 Våpen og ammunisjon som gjenstand for negativ filtrering i Petroleumsfondet 189
9.4.1 Problemstilling 189
9.4.2 Folkerettens regler 190
9.4.3 De ”verste” eller mest uetiske våpen og ammunisjonstyper 192
9.4.4 Andre våpen eller ammunisjonstyper 196
9.4.5 Utvalgets konklusjon 196
9.4.6 Hvordan skal negativ filtrering i forhold til slike våpen skje i praksis? 197

9.5 Ozonødeleggende stoffer og persistente organiske forbindelser som gjenstand for negativ filtrering 198
9.5.1 Ozonødeleggende stoffer 198
9.5.2 Persistente organiske forbindelser 199
9.5.3 Utvalgets konklusjon 202

9.6 Utvalgets vurdering av andre aktuelle tema 202
9.6.1 Tobakk 203
9.6.2 Genmodifisert mat 204
9.6.3 Biologisk mangfold og tropisk regnskog 208
9.6.4 Kjernekraft 212
9.6.5 Kullkraft og petroleum 213

9.7. Konsekvenser for porteføljeforvaltningen av å velge ut selskaper fra porteføljen 213
9.7.1. Økonomiske konsekvenser 213
9.7.2 Administrative konsekvenser 220

10 UTTREKK 221

10.1 Innledning 221

10.2 Hvorfor uttrekk? 221

10.3 Grunnlaget for uttrekk 222

10.4 Medvirkning og avgrensning av selskapers ansvar 223

10.5 Uttrekk av obligasjoner 225

10.6 Eksempler på hvordan den foreslåtte uttrekksmekanismen kan benyttes 226

10.7 Dagens uttrekksmekanisme for Petroleumsfondet 229

10.8 Petroleumsfondets etikk- og folkerettsråd 230

10.9 Forslag til retningslinjer for negativ filtrering og uttrekk 231

11 EVALUERING AV ETISK FORVALTNING: 233

Vedlegg 1

1 Utvalgets mandat og sammensetning

Ved kongelig resolusjon av 18. oktober 2002 satte regjeringen Bondevik II ned et utvalg som skulle foreslå etiske retningslinjer for Petroleumsfondet. Utvalget ble gitt følgende mandat:

"Utvalget skal i samsvar med Stortingets vedtak 21. juni 2002 "fremme forslag om et sett av etiske retningslinjer for Petroleumsfondet". Det er naturlig at spørsmål knyttet til miljø, menneskerettigheter, arbeidstakeres rettigheter samt styre og ledelse av selskaper blir vurdert i denne sammenhengen.

Utvalget skal definere begrepet etiske retningslinjer nærmere og vurdere formålet med slike retningslinjer for Petroleumsfondet.

Utvalget skal kartlegge omfanget av forvaltning etter etiske kriterier hos andre store fond internasjonalt og vurdere erfaringer og oppnådde resultater i de fondene som har etiske retningslinjer.

Utvalget skal vurdere anvendelsesområdet for de etiske retningslinjene herunder hvilke finansielle instrumenter og geografiske områder som skal omfattes. Videre skal utvalget vurdere hvordan bruken av retningslinjene skal avgrenses i forhold til selskaper som i større eller mindre grad eier, eies av eller handler med selskaper som ikke tilfredsstiller retningslinjene.

Utvalget skal vurdere ulike alternativer for hvordan etiske retningslinjer kan utformes, herunder utøvelse av eierrettigheter, begrensninger av investeringsmulighetene etc. Det må gjøres rede for hvilke krav til informasjonsinnhenting som følger av ulike former for retningslinjer og om slik informasjon er tilgjengelig og etterrettelig for alle finansielle instrumenter fondet kan investeres i.

Utvalget skal utrede de økonomiske og administrative konsekvensene av ulike retningslinjer, herunder hva slike retningslinjer vil bety for fondets forventede avkastning og risiko samt kostnader.

Utvalget skal legge vekt på at de foreslåtte retningslinjene er entydige og objektive og mulige å kontrollere ut fra tilgjengelig informasjon i kapitalmarkedene. Videre bør retningslinjene gi klare ansvarsforhold mellom Finansdepartementet og den operative forvalteren av fondet. Krav til finansiell etterprøvbarhet av forvaltningsresultatene skal ikke svekkes som følge av etiske retningslinjer.

Finansdepartementet kan gi tillegg til eller gjøre endringer i mandatet.

Utvalget skal avgi sin innstilling innen 1. juni 2003."

Utvalget fikk følgende sammensetning:

Leder
Hans Petter Graver, professor, Oslo

Øvrige medlemmer
Jarle Bergo, visesentralbanksjef, Enebakk
Alexander Cappelen, 1. amanuensis, Bergen
Ola Löhman, konsulent, Sverige
Janne Haaland Matlary, professor, Oslo
Gro Nystuen, stipendiat, Bærum
Bente Rathe, selvstendig næringsdrivende, Trondheim
Lasse Ruud, administrerende direktør, Oslo
Per Sandberg, overingeniør, Skien
Anne Kristin Sydnes, spesialrådgiver, Oslo

Sekretariatet har vært ledet av Yngvar Tveit, Finansdepartementet.
Følgende har deltatt i sekretariatet: Helge Eide, Norges Bank, Tormod Cappelen Endresen, Utenriksdepartementet, Hilde Jervan, ECON analyse, Eli Lund, Finansdepartementet og Birger Vikøren, Norges Bank.

Utvalget har hatt 8 møter hvorav 4 møter gikk over to dager. Utvalget har videre hatt møter med frivillige organisasjoner for å få innspill til utvalgets arbeid. Utvalget har også invitert personer med innsikt på enkeltfelt for å få et best mulig beslutningsgrunnlag for forslaget. Videre har utvalget arrangert et seminar om etiske retningslinjer i fondsforvaltning med deltakelse fra frivillige organisasjoner, konsulenter og fondsforvaltere fra Norge og utlandet der problemstillingene om etiske retningslinjer er blitt drøftet og belyst fra ulike ståsted.

2 Etiske grunnspørsmål i utformingen av etiske retningslinjer for Petroleumsfondet

2.1 Introduksjon

En viktig bakgrunn for opprettelsen av Petroleumsfondet er ønsket om å sikre at også kommende generasjoner av nordmenn får ta del i petroleumsressursene. En målsetning for fondet er dermed å ivareta den etiske forpliktelse vi har til å forvalte inntektene fra Nordsjøen på en måte som sikrer økonomisk handlingsrom for våre etterkommere. Dette er imidlertid ikke den eneste etiske forpliktelsen som påligger oss som eiere av petroleumsfondet. Vi er forpliktet til å respektere og ivareta grunnleggende rettigheter hos alle mennesker og til å bidra til en bærekraftig utvikling. Utgangspunktet for utvalgets arbeid er en økende bekymring for at disse forpliktelsene ikke blir ivaretatt på en tilfredsstillende måte med dagens forskrift for forvaltningen av Petroleumsfondet. Målet for utvalgets arbeid er å utforme etiske retningslinjer som kan bidra til at forvaltningen av fondet bedre ivaretar sine etiske forpliktelser.

Etiske forpliktelser er noe vi har overfor noen. Våre forpliktelser behøver ikke være de samme overfor forskjellige grupper av personer, men kan variere med hva slags forhold vi har til dem og hva slags tilknytning vi har til deres situasjon. Et utgangspunkt for utforming av etiske retningslinjer for Petroleumsfondet må derfor være å identifisere *hvem* vi har forpliktelser overfor og *hvilke* etiske forpliktelser vi har overfor disse gruppene

Å identifisere de etiske hensyn man ønsker å ivareta og å klargjøre disse forpliktelsenes karakter er imidlertid bare første steg i en etisk analyse av Petroleumsfondet. Etiske retningslinjer er ett av mange virkemidler norske myndigheter har til rådighet for å forfølge sine målsetninger. Det neste spørsmål man må stille er derfor hvilke av disse etiske forpliktelsene som best ivaretas ved å utforme etiske retningslinjer for Petroleumsfondet, og hvilke forpliktelser som bedre kan ivaretas ved bruk av andre virkemidler.

Det er grunn til å tro at den forpliktelse vi har til å sikre våre etterkommere et økonomisk handlingsrom i mange situasjoner vil være sammenfallende med hensynet til andre etiske forpliktelser. Imidlertid vil det oppstå situasjoner hvor ønsket om å ivareta ulike etiske forpliktelser kommer i konflikt. Et siste spørsmål som må avklares er derfor hvordan man bør håndtere slike situasjoner. Spesielt må de etiske retningslinjene klargjøre hvordan man håndterer situasjoner hvor hensynet til fondets avkastning og risiko står i konflikt med forpliktelsen til ikke å medvirke til grove brudd på grunnleggende rettigheter.

Selv om det synes å være bred enighet om behovet for visse etiske retningslinjer i forvaltningen av Petroleumsfondet, er det ikke like lett å oppnå enighet med hensyn til hvilke etiske forpliktelser disse retningslinjene skal ivareta. Det første spørsmålet vi skal stille i dette kapittelet er derfor hvilken etisk teori eller hvilke etiske standpunkter som skal legges til grunn for utformingen av de etiske retningslinjene.

2.2 Hvilken etikk?

Helt allment kan vi si at etisk teori er et forsøk på å gi systematiske og begrunnede svar på spørsmål om hva som er rett og galt. Utsagn om hva som er rett og galt er med andre ord ikke uttrykk for en etikk med mindre vi kan gi en systematisk begrunnelse for hvorfor vi mener det er slik.

På tross av at etisk teori har en meget lang intellektuell historie, er det ingen teoretisk enighet om prinsipper for hva som er rett og galt. Det ligger åpenbart utenfor utvalgets mandat og kompetanse å ta stilling til ulike etiske teoriers gyldighet. Det vil derfor ikke være naturlig å ta utgangspunkt i en bestemte etisk teori ved utformingen av etiske retningslinjer for Petroleumsfondet.

Viktigere er det at det ikke ville være ønskelig å legge en bestemt etisk teori til grunn. Formålet med de etiske retningslinjene er i første rekke å sikre at Petroleumsfondets investeringer skjer i overensstemmelse med de grunnleggende etiske oppfatningene til eierne av fondet. Dette betyr at vi må ta utgangspunkt i nordmenns etiske oppfatninger. Siden vi ikke bare forvalter fondet på vegne av oss selv, men også på vegne av fremtidige generasjoner av nordmenn, vil vi dessuten måtte forholde oss til hvordan vi tror våre etterkommere ville ønske at fondet ble forvaltet. Det er imidlertid viktig å understreke at nordmenns etiske oppfatninger ikke kan utgjøre det vi ovenfor beskrev som en etisk teori, dvs. en systematisk og begrunnet teori om hva som er rett og galt.

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

Det er heller ingen grunn til å tro at de etiske valg som treffes gjennom samfunnets viktigste institusjoner og de verdier som kommer til uttrykk i norsk politikk, kan beskrives som et konsistent sett av etiske prinsipper. Hovedgrunnen til dette er at disse beslutningene er et resultat av politiske kompromisser som kan skifte over tid.

Enkelte hovedlinjer i norsk politikk, for eksempel i norsk utenrikspolitikk, har imidlertid vært preget av stabil enighet over et forholdsvis langt tidsrom. For å sikre at de etiske retningslinjene har den nødvendige demokratiske forankring er det derfor viktig at de etiske retningslinjene for Petroleumsfondet primært tar sikte på å gjenspeile slike stabile hovedlinjer. Et annet argument for å søke etter de stabile hovedlinjene i politikken er usikkerheten omkring hvilke etiske standpunkter fremtidige generasjoner av nordmenn vil innta.

Hvordan skal man avdekke hvilke etiske standpunkt det er stabil enighet om? Dette er utvilsomt en vanskelig oppgave. En fordel for Petroleumsfondet sammenliknet med de fleste andre investeringsfond er at dets eier har en rekke klart artikulerte oppfatninger om etiske spørsmål. Den norske stat har gjennom norsk lov, gjennom tilslutning til ulike internasjonale konvensjoner og gjennom hovedtrekkene i sin utenrikspolitikk gitt uttrykk for en rekke etiske standpunkter. Disse holdningene er i stor utstrekning nedfelt i skriftlige kilder og ligger fast over tid.

2.3 Hvilke etiske forpliktelser har vi, og hvem har vi dem over for?

Spørsmålet om hvem vi har ulike forpliktelser overfor, er kontroversielt både politisk og filosofisk. Er vi forpliktet i samme grad overfor alle mennesker, eller har vi spesielle forpliktelser overfor enkelte mennesker eller grupper av mennesker som vi står i et spesielt forhold til? Har vi forpliktelser også overfor andre enn levende vesener enn mennesker, for eksempel overfor dyr eller naturmiljøet? Svaret på disse spørsmålene henger typisk sammen med hvilke forpliktelser vi snakker om. Enkelte forpliktelser synes vi å ha overfor alle mennesker, mens andre forpliktelser har vi i større grad overfor enkelte grupper av mennesker, for eksempel våre landsmenn. Beslutninger tatt av det norske storting gir uttrykk for oppslutning om en rekke, og til dels meget omfattende, etiske forpliktelser. Hvem man oppfatter at man har de ulike forpliktelser overfor, varier imidlertid.

Det kan derfor være nyttig å skille mellom tre typer forpliktelser avhengig av hvem vi har forpliktelsene overfor; forpliktelser vi har overfor alle mennesker, forpliktelser vi har overfor mennesker vi står i en spesiell relasjon til, og forpliktelser vi har overfor dyr og naturmiljø.

2.3.1. Allmenne forpliktelser

Det er bred enighet om at alle mennesker er forpliktet til å respektere visse grunnleggende rettigheter hos andre. En rekke etiske teorier vil hevde at vi har visse allmenne forpliktelser overfor alle andre mennesker uavhengig av hvilken relasjon vi står i til dem. Disse allmenne forpliktelsene springer ut av visse grunnleggende egenskaper som alle mennesker innehar. Hvilke egenskaper som gir opphav til forpliktelser er et vanskelig spørsmål. Noen vil fremheve evnen til å ha det vondt, ha det godt eller, mer allment, å kunne oppleve det som skjer med en. Andre vil legge vekt på det å ha behov og andre interesser som innebærer at man kan komme til skade eller bli påvirket på en fordelaktig måte, rent objektivt sett.

De såkalte menneskerettighetene er uttrykk for denne typen allmenne forpliktelser. Selv om menneskerettighetene i utgangspunktet bare tar sikte på å regulere forholdet mellom det enkelte individ og staten, kan vi likevel si at de uttrykker visse

grunnleggende rettigheter alle mennesker har i egenskap av å være mennesker. Forpliktelsen til å ikke bryte en annen persons grunnleggende rettigheter er etisk sett dermed like sterke uansett hvilken relasjon denne personen står i til oss. Vi har den samme forpliktelsen til å respektere menneskerettighetene til en fullkomment fremmed person som vi har overfor et familiemedlem, en venn eller en landsmann.

Hvilke allmenne forpliktelser er erkjent av norske myndigheter og har bred oppslutning i det norske folk? Et naturlig sted å søke svar på dette spørsmålet er ved å studere de internasjonale avtaler og konvensjoner på menneskerettighetsområdet som Norge har sluttet seg til. De verdier og prinsipper vi legger til grunn gjennom tilslutning til internasjonale konvensjoner som tar sikte på å beskytte individers rettigheter, beskriver hvordan vi ønsker å forholde oss til andre enn våre egne landsmenn. Rent juridisk forplikter menneskerettighets-konvensjonene Norge overfor personer innenfor norsk jurisdiksjon. Det er likevel rimelig å betrakte norske myndigheters tilslutning til slike konvensjoner som et uttrykk for et ønske om at innholdet i konvensjonene også respekteres i andre land. Hovedlinjene i dette politikkområdet er omfattet av bred konsensus, de er langsiktige og bygget på demokratiske beslutninger gjennom vedtak og konsultasjoner i Stortinget. Demokrati- og legitimitetshensyn taler for at retningslinjene bør ta utgangspunkt i et verdigrunnlag som er uttrykt skriftlig. Viktige kilder vil være:

- Verdenserklæringen om menneskerettighetene av 1948,
- De sentrale FN-konvensjoner om politiske og sivile rettigheter, om økonomiske, sosiale og kulturelle rettigheter, om rasediskriminering, om tortur, om kvinnediskriminering og om barns rettigheter,
- Den europeiske menneskerettighetskonvensjon,
- De sentrale ILO-konvensjonene om tvangsarbeid, organisasjonsfrihet, diskriminering og barnearbeid,
- ILO-konvensjonen om urfolks rettigheter,
- Internasjonale humanitærrettslige og nedrustnings-konvensjoner, som tar sikte på å beskytte individer i konfliktsituasjoner og forby visse typer våpen, ammunisjon og krigføringsmetoder,
- Internasjonale konvensjoner som tar sikte på å stanse og begrense grenseoverskridende forurensning og andre alvorlige miljøskader,
- Internasjonale konvensjoner mot korrupsjon og ulike former for grenseoverskridende økonomisk og annen kriminalitet.

Disse kildene er viktige nettopp fordi de beskriver forpliktelser som vi mener vi har også overfor personer som ikke har en personlig tilknytning til Norge gjennom statsborgerskap eller bosted. I senere vedlegg presenteres disse kildene nærmere og vi diskuterer hvordan de kan benyttes som grunnlag for en konkretisering av de etiske retningslinjene.

Norsk utviklingspolitikk er et annet uttrykk for erkjennelsen av visse allmenne fordelingsforpliktelser. Vi er forpliktet til å hjelpe mennesker i nød og bekjempe ekstrem fattigdom uansett om vi er årsak til fattigdommen eller hvorvidt de er våre landsmenn eller ikke. Dette kommer klart til uttrykk i handlingsplanen for å bekjempe fattigdom i Sør.

2.3.2 Spesielle forpliktelser

Spesielle forpliktelser er forpliktelser vi har overfor individer eller grupper av personer som står i et spesielt forhold til oss. Mens de allmenne forpliktelsene springer ut av visse generelle trekk ved oss som mennesker, er de spesielle forpliktelsene basert på eksistensen av en bestemt relasjon eller forbindelse mellom mennesker. Hvilke typer relasjoner som gir opphav til spesielle forpliktelser, og hvilke forpliktelser de gir opphav til, er et omstridt spørsmål både teoretisk og politisk. Noen vil hevde at det primært er sosiale og kulturelle relasjoner som gir opphav til etiske forpliktelser. Andre mener at etiske forpliktelser i første rekke oppstår mellom individer som samarbeider økonomisk eller på andre måter. Eksistensen av juridiske eller kontraktsmessige forbindelser er en tredje form for relasjon som det er vanlig å betrakte som et grunnlag for spesielle forpliktelser.

De fleste vil imidlertid være enig i at vi har visse forpliktelser overfor familie, venner, kollegaer eller landsmenn utover de forpliktelsene vi har overfor alle. Ikke minst forpliktelsene til å utjevne økonomisk ulikhet blir gjerne betraktet som sterkere innenfor grupper, som nasjonalstaten, hvor individene er tett knyttet til hverandre både sosialt, økonomisk og juridisk.

Norsk politikk og lovgivning gjenspeiler i stor grad den oppfatningen at vi har spesielle forpliktelser overfor personer som har en personlig tilknytning, gjennom bosted eller stadsborgerskap, til Norge. Tanken om at man har spesielle forpliktelser overfor enkelte grupper av individer som står i en bestemt relasjon til oss, står spesielt sterkt når det kommer til spørsmålet om fordeling av ressurser. Denne asymmetrien er lett å observere siden omfanget av omfordeling mellom individer er langt mer omfattende innenfor nasjonalstaten enn det er mellom stater.

Opprettelsen av en finansiell formue gjennom Petroleumsfondet er i seg selv et uttrykk for en spesiell forpliktelse den nåværende generasjon av nordmenn har overfor kommende generasjoner av nordmenn. De fleste nordmenn mener at vi har spesielle forpliktelser som følge av de olje- og gassressursene som finnes på norsk sokkel. Spesielt vil de fleste si seg enige i at vi har en moralsk forpliktelse til å dele den rikdommen som følger av olje og gassutvinningen, med våre etterkommere. Som en metode for å overføre en andel av oljerikdommen til de neste generasjoner av nordmenn er Petroleumsfondet dermed uttrykk for en anerkjennelse av våre etiske forpliktelser overfor denne gruppen. Dette er en forpliktelse ikke bare til å dele, men også til å forvalte de ressursene som vi ønsker å overføre til kommende generasjoner på en best mulig måte.

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

Det kan tilsynelatende virke som en form for dobbeltmoral dersom man tillater Petroleumsfondet å investere i virksomheter som bryter med norsk lov eller etiske prinsipper vi mener burde styre virksomhet i vårt land. Lovgivningen som regulerer norske selskapers økonomiske virksomhet, kan imidlertid betraktes som uttrykk for spesielle forpliktelser overfor personer med direkte økonomisk tilknytning til Norge. Dersom man aksepterer tanken om spesielle forpliktelser overfor individer som har en personlig eller økonomisk tilknytning til Norge, er det ikke nødvendigvis uttrykk for en dobbeltmoral at man forholder seg annerledes til økonomisk virksomhet i utlandet enn til økonomisk virksomhet i Norge. Norsk lovgivning er dessuten uttrykk for en lang rekke ulike type hensyn, både etiske og ikke-etiske. Det vil være vanskelig å identifisere hvilke elementer i den nasjonale lovgivningen som har en etisk begrunnelse og hvilke som ikke har det.

2.3.3 Medvirkning til uetisk adferd

Det at man påvirker en annen persons situasjon kan i seg selv være en kilde til etiske forpliktelser. Dette reflekteres i den vanlige oppfatningen at ansvaret for å løse et problem skal plasseres hos de som har forårsaket det. Spesielt kan man hevde at de som forårsaker, eller medvirker til, forhold som forverrer andres situasjon har et spesielt ansvar. Hvis for eksempel en økonomisk virksomhet har uønskede effekter på ulike berørte parter eller på miljøet, er det grunn til å hevde at de som står bak virksomheten har en spesiell forpliktelse til å ta et ansvar.

Et sentralt spørsmål ved utforming av de etiske retningslinjene er derfor i hvilken grad Petroleumsfondets eierinteresser i ulike virksomheter innebærer at man medvirker til uetisk adferd i disse selskapene. Det er ikke opplagt hva som må til for at man skal kunne betraktes som medskyldig i uetisk atferd. Hvis man fritt velger å opptre på et bestemt vis og dette valget er en nødvendig forutsetning for at det uetiske skal finne sted, er man selvsagt medvirkende. Denne situasjonen vil imidlertid sjelden oppstå for Petroleumsfondet. Som aksjonær vil fondet ha rett til å utøve sine eierrettigheter, men siden fondet har relativt små eierandeler, vil det bare unntaksvis være situasjoner hvor fondets adferd direkte vil kunne forårsake eller forhindre at et selskap opptrer uetisk. Det er rimelig å hevde at man kan medvirke til uetisk adferd selv om ens opptreden ikke er en nødvendig forutsetning for at adferden finner sted. For eksempel må det betraktes som medvirkning dersom man på en generalforsamling støtter et forslag som innebærer uetisk adferd, selv om ens stemmegivning ikke er utslagsgivende.

På den annen side kan det forhold at man indirekte nyter godt av andres uetiske atferd ikke i seg selv være nok til at man skal betraktes som medvirkende. Medvirkning forutsetter et element av frivillighet. For eksempel vil en produsent av innbruddsalarmer kunne nyte godt av at antallet innbrudd øker, men det er likevel ikke rimelig å betrakte produsenten som medvirkende til innbruddene av den grunn.

Selv om spørsmålet om medvirkning reiser vanskelige spørsmål, har utvalget lagt til grunn at det å eie aksjer eller obligasjoner i et selskap som kan forventes å begå grove uetiske handlinger, må anses som medvirkning til disse handlingene. Grunnen til dette er at slike investeringer direkte tar sikte på å oppnå avkastning fra selskapet, at de etablerer en varig forbindelse mellom Petroleumsfondet og selskapet og at spørsmålet om å investere i et selskap er gjenstand for full frihet. Som eier er man dessuten med

på å beslutte om selskapets praksis. Dette gjør eierrollen spesiell i et medvirkningsperspektiv sammenlignet med for eksempel rollen som obligasjonseier, kunde eller forretningsforbindelse.

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

I den grad Petroleumsfondet ønsker å unngå å medvirke til produksjon av visse typer produkter, må man ta stilling til spørsmålet om hva det innebærer å medvirke til produksjon av et produkt. Dette er en vanskelig oppgave som reiser en rekke spørsmål. Et spørsmål er hvor lang langt ned i verdikjeden man skal gå. Dersom man for eksempel ikke ønsker å medvirke til produksjon av atomvåpen, hvilke selskaper skal man da trekke seg ut av? Ethvert selskap som produserer produkter som benyttes i produksjonen av atomvåpen, eller bare de selskaper som produserer selve stridshodene? Et annet spørsmål er knyttet til hvordan man skal håndtere komplekse eierstrukturer. Hvor stor eierandel må du ha i et selskap før du betraktes som medvirkende? Dersom man ønsker å følge prinsippet om å unngå medvirkning, er det vanskelig å argumentere for et minstenivå av medvirkning som er akseptabelt. Enhver form for medvirkning vil være uakseptabel. Innføring av minstenivåer eller lignende må derfor begrunnes ved henvisning til en avveining av dette prinsippet opp mot andre hensyn. Denne typen avveininger blir behandles i avsnitt 5.3 nedenfor.

2.3.4 Forpliktelse til å ivareta andre former for liv og naturmiljøet

Enkelte vil også hevde at ikke bare mennesker, men også andre former for liv og naturmiljøet kan inneha egenskapene som gir opphav til etiske forpliktelser, og at vårt etiske ansvar derfor ikke begrenser seg til mennesker. Det er for eksempel en vanlig oppfatning at vi er forpliktet til ikke å påføre andre levende vesener unødig smerte og at vi er forpliktet til å forsøke å bevare artsmangfoldet i naturen. Det økende presset på natur og miljø har ført til økende oppmerksomheten mot denne typen forpliktelser og er en viktig bakgrunn for at bærekraftig utvikling har kommet på den politiske dagsorden.

Det finnes en lang rekke internasjonale miljøkonvensjoner og avtaler som Norge har sluttet seg til innenfor ulike områder som havforurensninger, luftforurensninger og klimaendringer, ferskvann, avfall, naturvern og kulturminnevern og generelle miljøforhold. Tilslutning til disse konvensjonene og avtalene kan sees som et uttrykk for forpliktelser vi har overfor dyr og naturmiljø. Det er imidlertid viktig å understreke at slike forpliktelser også kan gis en annen begrunnelse. Behovet for en bærekraftig utvikling kan for eksempel også begrunnes ut fra et ønske om å sikre fremtidige generasjoner de samme muligheter som vår generasjon har hatt. Likeledes kan det hevdes at Norge har spesielle forpliktelser til å ivareta miljøet og arbeide for bevaring av ikke-fornybare ressurser fordi inntektene som går inn i Petroleumsfondet i hovedsak er en ressursrente som stammer fra utvinning av ikke-fornybare ressurser.

2.4 Ulike typer etiske forpliktelser

De fleste kan være enige om at det er ønskelig at grunnleggende menneskerettigheter ikke brytes, at ressurser fordeles rettferdig og at miljøet bevares for våre etterkommere. Det er imidlertid ikke opplagt hva slags type forpliktelser dette innebærer. Hva er det egentlig en etisk forpliktelse forplikter oss til å gjøre? I en analyse av de etiske retningslinjene for Petroleumsfondet er det nyttig å skille mellom tre ulike svar på dette spørsmålet.

For det første kan vi være forpliktet til å påvirke utviklingen i en ønsket retning. Etiske forpliktelser er med andre ord forpliktelser til å velge de handlinger som har det beste resultat. Denne fortolkningen er knyttet til det som gjerne blir beskrevet som konsekvensetikk. Konsekvensetiske teorier er, som navnet antyder, opptatt av hva som er handlingens konsekvens, snarere enn handlingene som sådan. Det etisk riktige valg er det som påvirker verden på best mulig måte, dvs. som har de beste konsekvensene. Målet kan med andre ord hellige middelet innenfor en slik tilnærming.

Ethvert valg har en endeløs rekke ulike konsekvenser, og et avgjørende spørsmål innenfor et konsekvensetisk perspektiv er naturlig nok *hvilke* konsekvenser det er vi skal fokusere på. Ulike konsekvensetiske teorier gir ulike svar på dette spørsmålet. En viktig konsekvensetisk teori, utilitarismen, hevder at alternativer skal vurderes på grunnlag av hvordan de påviker summen av menneskelig velferd. Andre konsekvensetiske teorier legger vekt på andre konsekvenser, for eksempel individers muligheter eller respekt for grunnleggende rettigheter. Alle teoriene har imidlertid det felles at de er fremoverskuende og vurderer alternativer på grunnlag av hvilke konsekvenser det vil ha.

Alternativt kan man hevde at etiske forpliktelser er forplikelser til å unngå å utføre eller medvirke til visse typer handlinger uansett hvilke konsekvenser disse handlingene måtte ha. En slik tilnærming kan betegnes som plikt- eller sinnelagsetikk og fokuserer på egenskaper ved handlingene snarere enn konsekvensene av handlingene. Selv om det har en intuitiv appell at valg bør evalueres ut fra deres konsekvenser, vil man innenfor en slik tilnæring hevde at fokuset på konsekvenser er feilaktig i enkelte situasjoner. Den grunnleggende moralske intuisjonen bak en slik tilnærming er at enkelte handlinger har en slik karakter at man ikke bør utføre dem uansett hvor gunstige konsekvensene måtte være. Hvilke handlinger dette er, og hvordan de skal identifiseres, er det kontroversielle spørsmålet innenfor en slik tilnærming. Felles for pliktetiske teorier er likevel at en handling ikke nødvendigvis kan rettferdiggjøres ved å henvise til at følgene av handlingen er gode. Målet kan med andre ord ikke rettferdiggjøre middelet. For eksempel vil man innenfor en slik tradisjon kunne hevde at det å medvirke til visse brudd på grunnleggende menneskerettigheter er uakseptabelt uansett konsekvensene av slike brudd.

En tredje tilnærming legger vekt på gjengjeldelse og personlig ansvar. Etiske forpliktelser er innenfor en slik tilnærming forpliktelser til å straffe eller belønne visse typer adferd. Hva som er korrekt straff eller belønning, kan bare vurderes ved å se på hva som faktisk har skjedd. En etisk teori som legger vekt på gjengjeldelse vil derfor være kjennetegnet ved en tilbakeskuende snarere enn en fremoverskuende holdning. En konsekvensetisk tilnærming vil også kunne legitimere gjengjeldelse, men

begrunnelsen vil være grunnleggende annerledes. En konsekvensetisk tilnærming vil fastsette belønning og straff ut fra vurderinger av hvilken effekt de vil ha. Dersom man er opptatt av å holde en person ansvarlig for sin adferd, vil man derimot være opptatt av at straff og belønning står i et rimelig forhold til adferden. Den sentrale utfordringen for en slik tilnærming er å bestemme hvilke forhold som er under ulike aktørers kontroll og hva de skal holdes ansvarlig for.

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

Dette kan virke som en konstruert problemstilling, og det er naturlig å svare at vi burde gjøre alle tre ting; påvirke i ønsket retning, unngå uønsket adferd og gjengjelde. I mange situasjoner er det heller ingen motsetning mellom disse typene forpliktelser. Å straffe eller belønne kan påvirke utviklingen i en ønsket retning. Å unngå medvirkning kan være den beste måten å straffe eller påvirke etc. Så enkelt er det imidlertid ikke alltid. Det er lett å finne situasjoner hvor de ulike forpliktelsene kommer i konflikt. For eksempel kan det å ikke medvirke til en virksomhet som bryter med verdier vi tror på gjøre at situasjonen blir verre enn den ville ha vært hvis man selv medvirket. En mye diskutert problemstilling er hvorvidt man bør investere i eller drive handel med land som systematisk bryter menneskerettighetene til sine innbyggere. Dersom man trodde at en slik økonomisk boikott på sikt bidro til at regimet ville bli erstattet av et annet og bedre regime, ville det ha vært et sammenfall mellom ønsket om å ikke medvirke og ønsket om å påvirke utviklingen i en bestemt retning. Dersom man derimot har grunn til å tro at boikotten ikke vil ha denne effekten, for eksempel fordi mange andre land fortsetter å handle med og investere i landet, står man ovenfor et etisk dilemma. Skal man boikotte landet for å unngå å medvirke til brudd på menneskerettigheter, eller skal man investere der og håpe at man kan påvirke landet i riktig retning gjennom sin tilstedeværelse?

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

bestemt retning. I en slik situasjon er det derfor avgjørende å ha et avklart forhold til hva slags type forpliktelse man har.

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

2.5 Hvilke forpliktelser er Petroleumsfondet egnet til å ivareta?

Petroleumsfondet er ikke egnet til å ivareta alle etiske forpliktelser det norske folk har. Norske myndigheter har en lang rekke andre virkemidler til sin rådighet og mange av de forpliktelsene vi har kan åpenbart adresseres bedre ved å benytte andre virkemidler enn føringer på Petroleumsfondets investeringsstrategi.

Det vil heller ikke være hensiktsmessig for fondet å forfølge et stort antall ulike mål. Etiske retningslinjer er effektive dersom de er fokuserte. Det er ikke mulig å bruke samme virkemiddel til å forfølge en rekke ulike mål som peker i forskjellige retninger. I situasjoner hvor det potensielt sett kan være konflikt mellom ulike målsettinger, må man derfor foreta prioriteringer mellom ulike hensyn som man kunne ha ønsket at fondet skulle ivareta.

De følgende tre steg kan fungere som et utgangspunkt for en slik prioriteringsprosess.

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

2.5.1 Identifisere konflikt og sammenfall

Selv om ulike etiske hensyn potensielt sett kan komme i konflikt, betyr ikke det at de alltid vil være i konflikt. Et første steg i en prioriteringsprosess er derfor å identifisere de situasjoner hvor det ikke er konflikt og hvor de ulike etiske hensynene er sammenfallende. Fokuset i diskusjonen om Petroleumsfondet har vært på den mulige konflikten som kan oppstå mellom ønsket om å ivareta de finansielle interessene til fremtidige generasjoner av nordmenn og ønsket om å ivareta andre etiske hensyn, for eksempel hensynet til arbeidstakeres rettigheter og til naturmiljøet. Det er imidlertid ingen grunn til å tro at disse etiske hensynene nødvendigvis vil komme i konflikt.

For Petroleumsfondet er det tvert imot god grunn til å tro at det vil være et godt sammenfall mellom ønsket om høy avkastning og andre etiske hensyn, for eksempel

ønsket om en bærekraftig utvikling. Det er minst to grunner til dette. For det første er Petroleumsfondet et uvanlig langsiktig fond. Det er trolig flere tiår inntil man ønsker å bruke annet enn fondets avkastning. Høy avkastning på så lang sikt forutsetter en bærekraftig utvikling. For det andre er Petroleumsfondets portefølje meget bredt sammensatt. Petroleumsfondet er investert i flesteparten av de store selskapene som er registrert på verdens børser. Virksomhet som beriker et selskap i porteføljen på bekostning av andre selskaper i porteføljen vil derfor ikke nødvendigvis være i fondets interesse. Eksempelvis vil det ikke nødvendigvis være i Petroleumsfondets interesse at et selskap det er investert i forurenser selv om det øker selskapets lønnsomhet. Fondet kan likevel tape dersom forurensingen reduserer lønnsomheten i de andre selskapene i porteføljen.

Som en langsiktig eier med en bredt sammensatt portefølje må Petroleumsfondet tenke på langsiktig verdiskaping for selskapene fondet er investert i. Å bryte med allment aksepterte prinsipper om hva som er rett og galt fra et etisk synspunkt for å oppnå kortsiktig profitt, vil på lengre sikt kunne svekke selskapers omdømme og lønnsomhet. Petroleumsfondets langsiktighet tilsier dermed at aktivt eierskap for å sikre en bærekraftig opptreden vil være ønskelig. Det forhold at Petroleumsfondet er så bredt involvert i mange selskaper, trekker i samme retning.

At det ofte vil være sammenfall mellom hensynet til langsiktig avkastning og andre etiske hensyn, betyr likevel ikke at det ikke kan oppstå konflikt. Det er for eksempel liten tvil om at et ønske om å unngå å medvirke til produksjon av store produktgrupper vil kunne øke risiko og avkastning for fondet. Likeledes vil det ikke være fornuftig med hensyn til fondets avkastning og risiko dersom den finansielle etterprøvbarhet svekkes.

2.5.2. Vurdere effekt

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

2.5.2.1. Fondets påvirkningskraft

Petroleumsfondet er et stort fond. Dette gir fondet påvirkningskraft både direkte og indirekte. Petroleumsfondets har muligheten til direkte å påvirke selskapers virksomhet gjennom bruk av sine eierrettigheter. Så langt har fondet i liten grad valgt å benytte disse rettighetene. Det betyr imidlertid ikke at fondet ikke har påvirket selskapenes utvikling. Å unnlate å gjøre noe kan ha like stor effekt som aktivt å gjøre noe.

Samtidig er det viktig å merke seg at Petroleumsfondets direkte påvirkningskraft er knyttet til størrelsen på fondets eierandeler. I dag eier Petroleumsfondet i gjennomsnitt 0,2-0,4 pst. av aksjene i de markeder hvor fondet er investert. Selv om

de gjennomsnittlige eierandelene forventes å øke noe over tid, gir de likevel begrenset direkte påvirkningskraft i de fleste selskaper. Fondets direkte påvirkningskraft er også begrenset av den restriksjon at fondet maksimalt kan eie tre prosent av aksjene i et selskap. Det betyr imidlertid at man ikke kan instruere ledelsen i selskapet. Denne begrensningen får størst betydning der man ønsker å påvirke et selskap til å endre en bevisst strategi som ledelsen støtter og er villig til å stå for utad. Skal fondet ha vesentlig direkte påvirkningskraft, må det i hovedsak samarbeide med de andre aksjonærene.

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

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

2.5.2.2. Moralsk arbeidsdeling

Staten har en rekke virkemidler til disposisjon for å fremme de etiske forpliktelsene som det norske samfunn har. Disse virkemidlene spenner over et vidt register både av innenriks- og utenrikspolitisk karakter. Ofte vil bruk av andre virkemidler kunne være mer effektivt. Ikke minst vil man ofte kunne ivareta våre etiske forpliktelser bedre gjennom utformingen av statsbudsjettet på eller gjennom utenrikspolitikken. Det kan i slike situasjoner være fornuftig med en form for moralsk arbeidsdeling mellom ulike deler av politikken.

Alle mål bør ikke forfølges med alle virkemidler. Mange vil for eksempel hevde at de store inntektene fra olje- og gassutvinningen i Nordsjøen gir oss spesielle forpliktelser til å bistå og hjelpe fattige land. Det er imidlertid grunn til å tro at slike forpliktelser

bedre kan innfris gjennom beslutninger om hvordan inntektene fra olje- og gassutvinningen skal brukes, snarere enn å legge føringer på hvordan den finansformuen vi bygger opp i utlandet skal forvaltes. Det er også grunner til å tro at Petroleumsfondet vil være et lite egnet virkemiddel dersom norske myndigheter ønsker å straffe selskaper som har begått grove brudd på menneske- og arbeidsrettigheter. Andre virkemidler som myndighetene har til rådighet, vil trolig være mer effektive for å oppnå et slikt mål.

For noen typer forpliktelser er det imidlertid lett å se at vi *må* benytte etiske retningslinjer. Det mest åpenbare er forpliktelser til ikke å medvirke til visse typer virksomhet, for eksempel brudd på menneskerettigheter eller arbeidstakeres rettigheter. I den grad man ikke kan stanse denne type adferd, er det ingen annen måte man kan unngå medvirkning enn ved å selge seg ut av selskapets aksjer og obligasjoner.

Det er også viktig å understreke at det i mange situasjoner kan være hensiktsmessig å benytte mer enn ett virkemiddel for å nå et mål. I arbeidet for å forhindre produksjon og spredning av klasebomber er det for eksempel naturlig å bruke utenrikspolitiske virkemidler. I tillegg kan man la være å investere i selskaper som produserer klasebomber fordi man ikke ønsker å medvirke til denne typen virksomhet. På mange områder vil en bestemt opptreden fra Petroleumsfondets side bidra til å støtte opp under de øvrige av de midler staten benytter for å fremme en gitt politikk. For eksempel har det norske samfunn utviklet en politikk på en rekke områder for å fremme en bærekraftig utvikling og etiske retningslinjer for fondet kan være komplementære til disse andre virkemidlene.

2.5.3. Veie ulike hensyn opp mot hverandre

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

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

grensesettingsetikk. Man kan tenke seg at ønske om å ikke medvirke til brudd på menneskerettigheter kan veies opp mot andre hensyn.

En attraktiv egenskap ved grensesettingsetikken er at den gir klare anbefalinger om hva man ikke kan gjøre. Dersom man for eksempel mener at man ikke skal investere i enkelte former for uetisk virksomhet uansett hvilken effekt dette måtte ha på avkastning og risiko i Petroleumsfondet, slipper man de vansker som er forbundet med å veie ulike hensyn opp mot hverandre.

Avveiningsetikken representerer et annet svar på hvordan man skal forholde seg til konflikter mellom ulike hensyn. I henhold til avveiningsetikken bør ulike hensyn veies opp mot hverandre slik at alle hensyn tillegges en viss vekt. En konsekvensetisk tilnærming vil typisk være en avveiningsetikk. Dette svaret har stor intuitiv appell fordi man lett får kontraintuitive resultater dersom man gir ett hensyn absolutt prioritet. Det er vanskelig å gi eksempler på kategoriske etiske krav som vi ikke er villige til å fravike i noen situasjoner. Selv en så fundamental plikt som plikten til ikke å ta livet av medmennesker, vil ikke få tilslutning av mange som en helt kategorisk plikt uten unntak. Dessuten gir en grensesettingsetikk ikke klare anbefalinger i situasjoner hvor absolutte krav kommer i konflikt. Selv om det kan være vanskelige å forsvare absolutte skranker for adferd, vil de fleste være med på å tillegge ønsket om å unngå brudd på menneskerettigheter så stor vekt sammenliknet med andre hensyn at det i de aller fleste normale situasjoner kan betraktes som en skranke for adferd.

Innenfor et avveiningsperspektiv vil det være avgjørende hvilken effekt ulike retningslinjer har på avkastning og risiko. Informasjon om effekten av ulike etiske retningslinjer på avkastning og risiko er derfor avgjørende for å kunne foreta en god avveining mellom ulike etiske forpliktelser. Dessverre er det stor usikkerhet knyttet til hvordan ulike etiske retningslinjer påvirker avkastning og risiko. Enda dårligere er informasjonen om hvordan de etiske retningslinjene påvirker sosiale forhold og miljø. Dette gjøre en avveining mellom ulike hensyn vanskelig.

Et fundamentalt problem med en avveiningsetikk er knyttet til hvordan man skal fastsette de ulike vektene. Hvis man for eksempel skal veie ønsket om å unngå medvirkning til brudd på menneskerettigheter opp mot hensyn til høy avkastning og lav risiko – hvordan skal man da vekte de ulike hensyn? Enkelte etiske teorier, som utilitarismen, gir eksplisitte regler for hvordan slike avveininger skal foretas. Likevel vil det i praksis være nødvendig å utøve skjønn når man skal sammenlikne og avveie så ulike type hensyn mot hverandre.

Når man har spesifisert en begrenset liste med etiske hensyn man ønsker å ivareta gjennom etiske retningslinjer gjenstår det kanskje vanskeligste spørsmålet: Hvordan skal man velge mellom ulike virkemidler for å ivareta disse hensynene i forvaltningen av petroleumsfondet? Det er klart at valget mellom ulike virkemidler vil avhenge av forpliktelsenes karakter. Dette spørsmålet blir behandlet mer utdypende i andre vedlegg.

Vedlegg 3

3 Statens petroleumsfond

3.1 Opprettelsen av fondet

Statens petroleumsfond ble opprettet ved lov i 1990 som et finanspolitisk styringsinstrument. I Ot.prp. nr. 29 (1989-90) om lov om Statens petroleumsfond ble det særlig vist til at den finanspolitiske styringen ville styrkes ved at det ville bli utarbeidet mer forpliktende mellomlangsiktige planer eller strategier for anvendelse av petroleumsinntektene. I Ot.prp. nr. 29 (1989-90) står det:

"De finanspolitiske styringsproblem knyttet til petroleumsinntektene består i praksis særlig i å begrense anvendelsen av dem til kjøp av varer og tjenester. (…)

En begrunnelse for å etablere et petroleumsfond er således at det kan bli enklere å følge et finanspolitisk opplegg etter langsiktige retningslinjer når petroleumsinntektene plasseres i og må hentes fra et særskilt fond. En ordning med et fond vil dermed kreve særskilte bevilgningsvedtak når bruken av petroleumsinntektene skal fastlegges. Slike budsjettvedtak vil måtte begrunnes og følgelig bidra til økt oppmerksomhet omkring de langsiktige hensyn som bør påvirke overføringenes størrelse."

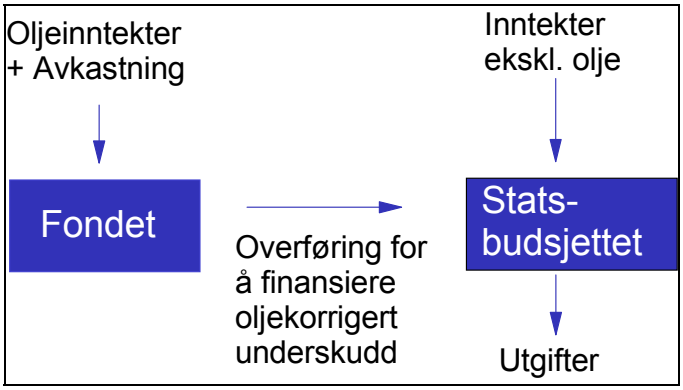
En for rask bruk av petroleumsinntektene vil medføre en nedbygging av annen konkurranseutsatt virksomhet. Opprettelsen av Petroleumsfondet var viktig for å begrense anvendelsen av petroleumsinntektene til et nivå som er forenlig med langsiktige hensyn for den økonomiske politikken.

Opprettelsen av Petroleumsfondet ble også begrunnet med petroleumsinntektenes særegne karakter:

"For det første den usikkerhet som er knyttet til den fremtidige utviklingen i statens inntekter fra petroleumsvirksomheten. For det andre at inntektene fra oljevirksomheten ikke har den samme inndragende effekten i forhold til innenlandsk etterspørsel som andre statlige inntekter. For det tredje at petroleumsinntektene motsvares av en nedbygging av petroleumsformuen."

Fondets inntekter er statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og avkastningen på fondet. Fondets utgifter består av en årlig overføring til statskassen som tilsvarer bruken av petroleumsinntekter over statsbudsjettet. Det er i proposisjonen lagt vekt på at Petroleumsfondet ikke skal være et statsbudsjett ved siden av det ordinære statsbudsjettet som kan benyttes til tiltak som ikke når opp i den ordinære budsjettbehandlingen:

"Petroleumsfondets plasseringsalternativer må sterkt avgrenses. Petroleumsfondet skal ikke være en alternativ finansieringskilde for formål som ikke når opp i konkurransen med andre utgifter over statsbudsjettet. Realinvesteringer i Norge bør finansieres som før og ikke spesielt av petroleumsfondet. (…) Fondets plasseringsregler bør fastsettes ved lov for å motvirke en glidning i disponeringen av fondskapitalen, jf. lovforslaget §§ 3 og 4. Den finanspolitiske styring, prioriteringen på statsbudsjettets utgiftsside og rent konstitusjonelle hensyn tilsier at en ikke gjennom et petroleumsfond etablerer en ordning utenfor statsbudsjettet, som gir anledning til å nytte disse statsinntektene til budsjettformål, herunder næringsrettede tiltak, eller til risikopregede pengeplasseringer i norsk og utenlandsk næringsvirksomhet."



Figur 3.1: Fondsmekanismen

Stortingets finanskomité sluttet seg til disse vurderingene.

Petroleumsfondsloven § 1 lyder: ”Loven skal regulere disponerings- og plasseringsmåtene for et fond som skal underbygge de langsiktige hensyn ved anvendelse av petroleumsinntekter.” Petroleumsloven § 2 lister opp fondets inntekter, som består av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og inntekter ved salg av aksjer i Statoil. Petroleumsfondsloven § 3 lyder: ”Fondets midler kan bare anvendes til en beløpsmessig overføring til statsbudsjettet etter vedtak i Stortinget. Fondets midler kan ikke anvendes på annen måte, heller ikke til å yte kreditt til staten eller private.” § 4 i loven lyder: ”Fondets kapital anbringes som statens øvrige midler.”

Petroleumsfondet er en integrert del av statsbudsjettet. Mekanismen, der statens oljekorrigerte budsjettunderskudd dekkes ved en årlig overføring fra Petroleumsfondet, sørger for at Petroleumsfondet bare blir tilført midler i en situasjon med overskudd på statsbudsjettet, noe finanskomiteen la til grunn ”som et ufravikelig krav”.

3.2 Petroleumsfondets forvaltningsmodell

Formelt sett er Petroleumsfondet en kronekonto i Norges Bank. Denne kronekontoen har sitt motstykke i at Norges Bank samtidig har investert et tilsvarende beløp i bankens eget navn i utenlandske verdipapirer. Avkastningen på disse utenlandske verdipapirene bestemmer nøyaktig avkastningen på Petroleumsfondet. Før fondet ble opprettet, ville et overskudd på statsbudsjettet ha blitt avsatt på statens foliokonto i Norges Bank. Motposten til denne ville være en tilsvarende økning av beholdningen av utenlandske verdipapirer i Norges Banks valutareserve.

Finansdepartementet er i loven gitt i oppgave å forvalte fondet. Kongen kan ”gi bestemmelser til utfylling og gjennomføring av loven, herunder om fondets opprettelse, forvaltning m.v.” Denne fullmakten er senere blitt delegert til Finansdepartementet. Alle retningslinjer av betydning forankres i Stortinget, ved at Stortinget får eventuelle endringer forelagt før de settes i kraft. Norges Bank foretar den operasjonelle forvaltningen på oppdrag for Finansdepartementet.

Forvaltningen av fondet er regulert i en forskrift for forvaltningen fastsatt av Finansdepartementet. Nærmere retningslinjer er gitt i brev fra Finansdepartementet til

Norges Bank. Det er videre inngått en egen forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank.

Norges Bank kan benytte eksterne forvaltere. I § 1 i forskriften står det at "slike forvaltere skal ha betryggende interne etiske retningslinjer for sin egen virksomhet." Bruk av andre forvaltere skal organiseres slik at det fortsatt er Norges Bank som har et overordnet ansvar for den operasjonelle forvaltningen av fondets midler. Ved valg av eksterne forvaltere forutsettes det at Norges Bank legger forretningsmessige kriterier til grunn.

Forskriften for forvaltningen angir bl.a. hvilke typer verdipapirer Norges Bank kan investere midlene i, hvor fondet skal investeres og hvilke risikorammer investeringene skal underlegges.

I § 2 i forskriften heter det at "Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning på plasseringene i utenlandsk valuta innenfor de begrensninger som følger av forskriften og retningslinjer som er gitt i medhold av denne". Finansdepartementet evaluerer Norges Bank på grunnlag av bankens økonomiske resultater i forhold til det forvaltningsmandatet banken har fått. Den overordnede revisjonen av Petroleumsfondet er lagt til Riksrevisjonen, og Riksrevisjonen bygger sin revisjon på det arbeidet som utføres av Norges Banks revisjon.

Det er lagt vekt på oversiktlighet og åpenhet i forvaltningen. Alle eierandeler i Petroleumsfondet offentliggjøres i fondets årsrapporter.

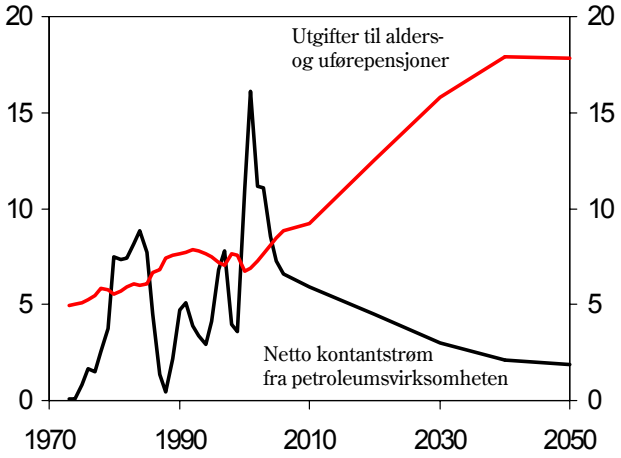
3.3 Petroleumsfondets investeringsstrategi

3.3.1 Formålet med investeringene

Petroleumsfondet er et redskap til å forvalte landets petroleumsformue. Ved å plassere statens budsjettoverskudd i Petroleumsfondet, bidrar fondet til å jevne ut statens finanser og til at deler av oljeformuen spares til senere generasjoner. I likhet med de fleste industriland, står Norge overfor store utfordringer med voksende statlige forpliktelser til bl.a. pensjoner i fremtiden. Betydningen av at det spares i Petroleumsfondet for å dekke statens økende utgifter når oljeinntektene avtar, er blitt vektlagt i utformingen av fondets investeringsstrategi. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 står det blant annet:

"Norsk økonomi står overfor betydelige langsiktige utfordringer. Dette knytter seg særlig til at petroleumsinntektene etter hvert vil gå ned og til at det økende antallet eldre i befolkningen vil føre til kraftige økninger i pensjonsutgiftene og et økende behov for pleie- og omsorgstjenester. Samtidig vil antall i yrkesaktiv alder gå ned."

I Nasjonalbudsjettet 2003 er dette illustrert ved figur 3.2 under.



Figur 3.2: Statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten og folketrygdens utgifter til alders- og uførepensjoner i prosent av BNP

Formålet med utformingen av investeringsstrategien er på denne bakgrunn å oppnå en høyest mulig kjøpekraft for fondet over tid, til en akseptabel risiko. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 står det blant annet:

"Prinsipielt bør målsettingen for forvaltningen av fondet være å plassere midlene slik at fondets internasjonale kjøpekraft er størst mulig rundt det tidspunkt det er sannsynlig at vi må tære på fondet, hensyn tatt til en akseptabel risiko. En bør da i første rekke vektlegge risikoen knyttet til verdien på fondet på det tidspunkt det skal trekkes på fondet. Risikoen for at fondets avkastning kan variere fra et år til et annet er i denne sammenheng av mindre betydning."

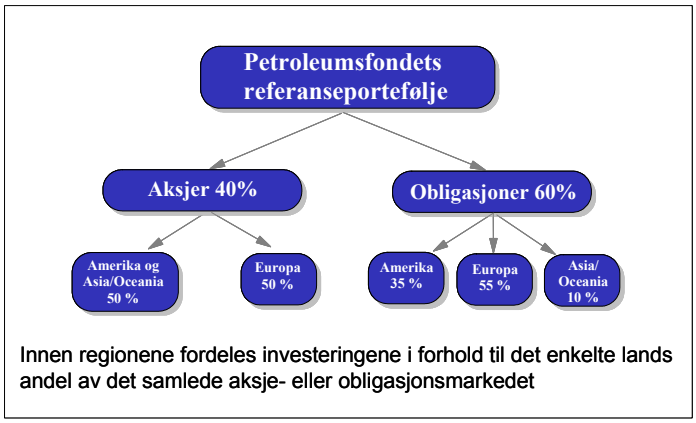
Da Petroleumsfondet første gang ble tilført midler i 1996, var midlene utelukkende investert i stats- eller statsgaranterte obligasjoner på linje med Norges Banks valutareserver. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 ble det drøftet å plassere deler av fondet i egenkapitalinstrumenter. Det ble understreket at dette ville medføre at avkastningen ville kunne variere mer fra år til år i forhold til om en bare investerte i obligasjoner, men at man over tid kunne forvente en høyere avkastning fra aksjer. Aksjer ble inkludert i fondet med en andel på 30-50 pst. fra og med 1998. Obligasjonsporteføljen, som først bare omfattet statsobligasjoner, er senere blitt utvidet til også å omfatte ikke-statlige obligasjoner.

3.3.2 Petroleumsfondets referanseportefølje

Ved å spre investeringene kan man oppnå en reduksjon av samlet risiko uten at forventet avkastning blir mindre (såkalt diversifiseringsgevinst). Petroleumsfondet er spredt på aksjer og obligasjoner over store deler av verden. I henhold til §§ 5 og 6 i forskriften skal 30-50 pst. av fondet plasseres i aksjer og 50-70 pst. i obligasjoner. Obligasjonsporteføljen er fordelt på regionene Europa (45-65 pst.), Nord-Amerika (25-45 pst.) og Asia/Oceania (0-20 pst.). For aksjeporteføljen skal 40-60 pst. plasseres i Europa, mens Asia/Oceania og Amerika, som utgjør resten, regnes som én region. Landlisten for Petroleumsfondet består av 28 land for aksjer og 22 land for obligasjoner. For aksjeplasseringer må aksjene være notert på børsene i et av landene

på landlisten. For obligasjonsinvesteringer må obligasjonene være utstedt i valutaen til et av landene på landlisten. Aktiva- og regionfordelingen i forskriften angir yttergrensene for fondets plasseringer.

Finansdepartementet har definert en referanseportefølje for Petroleumsfondet. Aktiva- og regionfordelingen til referanseporteføljen er satt til midtpunktene i forskriften. Referanseporteføljen representerer således en nøytral investeringsstrategi i forhold til forskriften. Figur 3.3 viser referanseporteføljen for Petroleumsfondet.



Figur 3.3: Petroleumsfondets referanseportefølje

Referanseporteføljen definerer hvordan fondet skal plasseres helt ned til konkrete aksjer og obligasjoner. For aksjer har Finansdepartementet fastsatt at landindeksene til FTSE skal legges til grunn, mens obligasjonsporteføljen skal følge indeksen Lehman Global Aggregate. Referanseindeksen for aksjer omfatter 1835 selskaper per juni 2003, mens referanseindeksen for obligasjoner omfatter 7151 obligasjoner. Antallet obligasjonsutstedere er imidlertid betydelig lavere. Aksjeporteføljens "investeringsunivers", dvs. alle selskaper i landlisten, omfatter om lag 36 000 selskaper.

Norges Bank har anledning til å avvike fra referanseporteføljen innenfor en grense på 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet. Denne grensen kan tolkes slik at dersom den utnyttes fullt ut, forventes avkastningsforskjellen mellom referanseporteføljen og den faktiske porteføljen i to av tre år å være mindre en 1,5 prosentpoeng. Finansdepartementet evaluerer Norges Bank ved å sammenlikne avkastningen til referanseporteføljen og avkastningen til den faktiske porteføljen til Petroleumsfondet. Forskjeller i avkastning mellom fondets portefølje og referanseporteføljen blir så splittet opp i ulike elementer og analysert.

Med det formål å maksimere Petroleumsfondets internasjonale kjøpekraft tok en ved fastsettelsen av regionvektene utgangspunkt i Norges importvekter. Importvektene alene ville imidlertid innebære at en ville få uforholdsmessig store investeringer i for eksempel Sverige og Danmark. Hensynet til markedenes størrelse blir viktigere jo større fondet er. Det er heller ikke sikkert dagens importvekter vil holde seg uendret i lang tid fremover. Etter en samlet vurdering er regionfordelingen på denne bakgrunn fastsatt som en kombinasjon av importvekter, BNP-vekter og markedskapitaliseringsvekter.

I første omgang ble fondet bare investert i markeder som var definert som utviklede markeder i en av de store internasjonale aksjeindeksene, MSCI-indeksen. I Revidert nasjonalbudsjett 1999 ble såkalte fremvoksende markeder vurdert for fondet. Det ble lagt vekt på råd fra Norges Bank om dette. Norges Bank skrev bl.a. at markedene må "vurderes ut fra de krav som bør stilles til oppgjørssystemer, størrelse og likviditet …" samt ut fra "krav til politisk og økonomisk stabilitet. … For å sikre konsistens med gjeldende portefølje, bør gjenværende kandidater deretter vurderes ut fra landenes bidrag til Petroleumsfondets avkastning og risiko." De seks såkalte fremvoksende markedene Mexico, Brasil, Thailand, Taiwan, Sør-Korea og Tyrkia ble inkludert i landlisten i denne runden. Thailand ble imidlertid ikke inkludert i referanseporteføljen.

3.3.3 Finansiell eller strategisk investor?

Det er videre blitt lagt vekt på at Petroleumsfondet skal være en finansiell investor og ikke et redskap for strategisk eierskap. I Revidert nasjonalbudsjett 1997 ble det pekt på følgende momenter i denne sammenhengen:

- Ved å spre investeringene på en rekke aksjer eller kjøpe andeler i fond, vil fondet oppnå en diversifisering av porteføljen. Kjøper fondet i stedet store andeler i utvalgte selskaper, påtar fondet seg en bedriftsspesifikk risiko. Dette er en risiko som ikke øker den forventede avkastningen på investeringen. Slike strategiske investeringer gir således dårligere spredning av investeringene.
- Det er bare ved en bredt sammensatt portefølje at en kan basere seg på de empiriske erfaringene om at det er en meravkastning ved å plassere i aksjer. Det er få holdepunkter for at strategiske investeringer over tid gir høyere avkastning enn finansinvesteringer.
- En viktig egenskap ved fondet er at det skal være en buffer for økonomiske tilbakeslag som rammer statsfinansene og/eller utenriksøkonomien, noe som stiller krav til investeringenes likviditet. Strategiske investeringer er varige og kan ikke tjene som en buffer. Investeringene må ikke plasseres slik at det oppstår problemer for norsk næringsliv når staten må trekke på fondet.
- Strategiske investeringer i utlandet, f.eks. i form av oppkjøp av distribusjonskanaler for å sikre avsetning for norske produkter, kan i økonomisk forstand sies å være det samme som å yte finansiell støtte til de utvalgte bedrifter som nyter godt av disse investeringene. Petroleumsfondet er ikke et redskap for å yte slik støtte.
- Dersom fondet eier store aksjeposter i utenlandske selskaper som får økonomiske problemer, vil det kunne bli et sterkt press mot norske myndigheter for å bidra til å finne løsninger som sikrer videre drift. Dette vil lett kunne komme i konflikt med hensynet til forretningsmessige vurderinger.
- Dersom fondet opptrer som strategisk investor, er det mye vanskeligere å evaluere om forvaltningen av midlene skjer på en god måte, siden det kan være vanskelig å finne et dekkende grunnlag å sammenlikne forvalterens resultater med. Myndighetene kan f. eks. vanskelig gi uttrykk for at en forvalter har gjort en dårlig jobb dersom forvalteren har fått instruks om å investere i et selskap som går dårlig. Ved å opptre som en finansiell investor er det imidlertid i prinsippet enkelt å vurdere om den oppnådde avkastningen er tilfredsstillende ut fra

referanseporteføljer eller normporteføljer (såkalte ”benchmarks”) som kan observeres i markedet for øvrig. Ut fra hensynet til myndighetenes og offentlighetens innsyn og kontroll, er det avgjørende å kunne evaluere resultatene på en oversiktlig måte.
- Strategiske investeringer krever en helt annen budsjettprosedyre, sterkere kontroll fra bevilgende myndighet, særlig definerte politiske ansvarslinjer, og en helt annen type ekspertise og oppfølging enn finansielle investeringer.

Hvor grensen går for når en investor går over fra å være en finansiell investor til å være en strategisk investor, er ikke klar. I § 11 i forskriften for Petroleumsfondet heter det at Petroleumsfondet maksimalt kan eie 3 prosent av aksjekapitalen i ett enkelt selskap. Fondet kan heller ikke eie mer enn 3 pst. av de aksjene i ett enkelt selskap som gir stemmerett. I § 11 heter det videre at ”Norges Bank ikke skal utøve eierrettigheter knyttet til aksjer med mindre det er nødvendig for å sikre fondets finansielle interesser”.

Det er ikke fastsatt tilsvarende grenser for obligasjonsporteføljen. For investeringene i rentebærende instrumenter er det gitt regler for renterisiko og kredittrisiko, jf §§ 6 og 7.

3.4 Norges Banks forvaltning

Forvaltningen av Petroleumsfondet forestås av en egen enhet i Norges Bank, Norges Bank Kapitalforvaltning.. Norges Bank Kapitalforvaltning forvalter også Statens Petroleumsforsikringsfond og deler av Norges Banks valutareserver. Enheten består av rundt 120 ansatte.

Risikorammen som er satt for Petroleumsfondet, innebærer at Norges Bank må følge referanseporteføljen forholdsvis tett. Erfaringer fra mange andre store fond sammen med finansteori viser at det er fornuftig å plassere en kjerne av porteføljen nært opp til brede indekser. Dette gir meget lave forvaltnings- og transaksjonskostnader, samtidig som man får stor grad av spredning i porteføljen.

Norges Bank har imidlertid et visst spillerom til å avvike referanseindeksene. Dette benytter Norges Bank med sikte på å oppnå en høyere avkastning enn referanseporteføljen. Norges Bank skriver følgende i sin årsrapport for 2001:

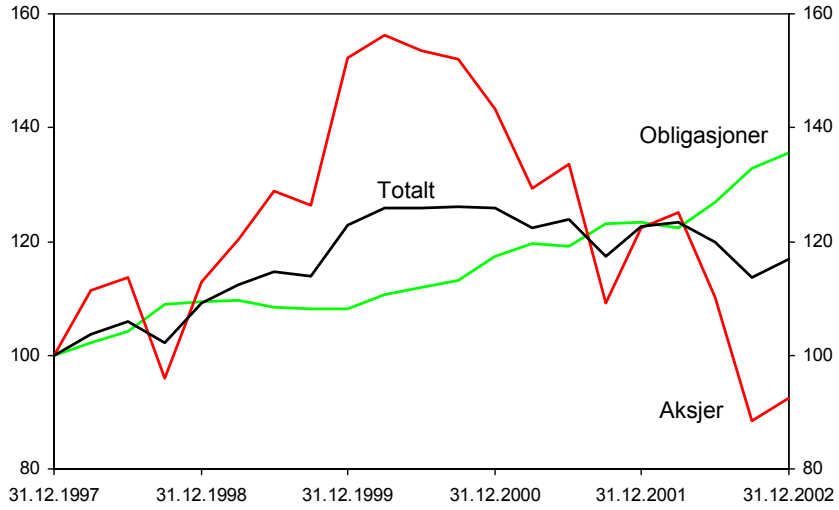
”Indeksforvaltningen har som mål å kjøpe referanseporteføljen på en effektiv måte og samtidig utnytte spesielle prisingssituasjoner til å oppnå noe meravkastning (utvidet indeksering). Dessuten utnyttes inntjeningspotensialet ved utlån av obligasjoner fra porteføljen. En viktig oppgave er også å investere nye midler i rentemarkedene og å korrigere uønskede avvik fra referanseporteføljen på en mest mulig effektiv måte.

… I planen for å oppnå meravkastning er det gjort et grunnleggende valg ved å foretrekke å ta mange og mindre posisjoner mot referanseindeksen fremfor å ta færre og store posisjoner. Vår strategi er at spredning av vår aktive forvaltning på mange ulike typer posisjoner (diversifisering i risikotakingen) kan gjøre meravkastningen mer robust i forhold til svingninger i markedet. Med mindre man er helt spesielt dyktig til å forutsi trender i markedsutviklingen, gir en bevisst holdning til å spre risikoen i posisjonstakingen det beste bytteforholdet mellom meravkastning og risiko.”

Norges Bank forvaltet selv i overkant av 80 pst. av porteføljen i 2002. Mesteparten av den aktive risikoen tas imidlertid av eksterne forvaltere. Eksterne forvaltere tok i 2002 om lag 60 pst. av den aktive risikoen til fondet. Av aksjeporteføljen forvaltes om lag 39 pst. av eksterne forvaltere. De eksterne forvalterne banken knytter til seg, er spesialister på klart definerte områder. Per desember 2002 har banken 40 ulike eksterne forvaltere fordelt på 23 organisasjoner.

3.5 Avkastningen av Petroleumsfondet

Figur 3.4 viser akkumulert (uveiet) avkastning for Petroleumsfondet og referanseporteføljen for Petroleumsfondet siden 1998.



Figur 3.4: Akkumulert avkastning

3.6 Fremskrivinger av Petroleumsfondets kapital

Petroleumsfondet utgjorde ved utgangen av 2002 verdier motsvarende 609 mrd. kroner. Veksten har således vært sterk siden fondet første gang ble tilført kapital i 1996. I treårsperioden 2000-2002 ble 527 mrd. kroner investert i fondet. Det er en stor forvaltningsmessig utfordring å allokere så store tilførsler ut i kapitalmarkedene. Norges Bank legger vekt på å gjøre dette på en måte som gir lavest mulig transaksjonskostnader. Den store tilførselen til fondet gjør det nødvendig å forvalte midlene nært referanseindeksen fremfor å gå dypt inn i alle selskaper man skal investere i.

Fremskrivinger i Nasjonalbudsjettet 2003 antyder at fondet frem mot år 2010 vil vokse fra rundt 40 pst. av BNP i dag til over 90 pst. av BNP.

Vedlegg 4

4 Debatt om etiske retningslinjer for Petroleumsfondet

4.1 Innledning

Spørsmålet om etiske retningslinjer for Petroleumsfondet har blitt drøftet en rekke ganger siden aksjer ble tatt inn i Petroleumsfondet i 1998. Stortinget og flere regjeringer har lagt vekt på at det er vanskelig å finne kriterier som er klart avgrensbare og objektive, og at andre virkemidler er mer effektive til å fremme andre hensyn enn de rent finansielle. Det er videre blitt pekt på at etiske retningslinjer vil kunne innebære inkonsistens i forhold til annen statlig virksomhet.

Etiske retningslinjer for Petroleumsfondet har også vært gjenstand for debatt utenfor politiske beslutningsorganer. Organisasjoner som Bellona, Fafo og Framtiden i våre hender viser til at investering etter etiske kriterier ikke gir lavere avkastning enn andre investeringer, at de praktiske problemene er overkommelige, og at hensynet til konsistens i forhold til annen statlig virksomhet ikke må gå foran andre forpliktelser. Debattinnlegg fra ulike hold i aviser har i stor grad fokusert på mangel på konsistens i Petroleumsfondets investeringer og hva den norske stat arbeider for i internasjonale fora.

Dette vedlegget gjennomgår deler av diskusjonen om etiske retningslinjer for Petroleumsfondet. Avsnitt 4.2 gir en et utdrag fra omtaler av etiske retningslinjer i stortingsmeldinger og flertallsmerknader i innstillinger fra Stortingets finanskomité fra og med Nasjonalbudsjettet 1998 frem til opprettelsen av utvalget. Avsnitt 4.3 gjengir et utdrag av innspill fra ulike organisasjoner mv. Avsnitt 4.4 gjengir et omforent forslag til etiske retningslinjer fra en arbeidsgruppe bestående av frivillige organisasjoner.
Omtalene i dette vedlegget er ment å være refererende.

4.2 Sammendrag av Stortingets og ulike regjeringers drøftinger

Det har vært fire ulike regjeringer siden 1998, og alle har arbeidet med spørsmålet om etiske retningslinjer for Petroleumsfondet. Spørsmålet er også blitt drøftet av Stortinget i flere omganger. Disse drøftingene er i hovedsak gjort i forbindelse med behandlingen av nasjonalbudsjett og revidert nasjonalbudsjett.

4.2.1 Regjeringen Jagland 1998

Regjeringen Jagland skrev i Nasjonalbudsjettet 1998 følgende:

"Regjeringen har vurdert om det er ønskelig å fastsette særskilte retningslinjer for Statens petroleumsfond for å begrense investeringsvalgene utover det som følger av de regler som allerede er gitt, og har kommet til at en ikke vil gå inn for dette. En har da lagt vekt på følgende fire hensyn: generelle hensyn, praktiske hensyn, finansielle hensyn, styringsmessige hensyn."

Under de generelle hensynene blir det bl.a. pekt på at andre virkemidler er mer effektive til å fremme andre hensyn enn de rent finansielle, og på hensynet til konsistens med hva staten ellers gjør:

"Fondet er et redskap for å ta hånd om statens finansielle sparing og bør forvaltes ut fra finansielle hensyn (risiko og avkastning). Andre hensyn ivaretas best gjennom andre virkemidler innen utenrikspolitikken, bistandspolitikken og miljøvernpolitikken."

Videre står det:

"Fondet er underlagt de generelle retningslinjene utenrikspolitikken legger for økonomisk samkvem med omverdenen. Det kan reises spørsmål om det er naturlig å ha andre standarder for petroleumsfondets virksomhet enn for andre deler av offentlig virksomhet."

Av praktiske problemer pekes det på at det kan være vanskelig å etablere slike tilleggsbegrensninger på en konsistent måte globalt, ettersom apparatet for å analysere selskaper etter denne type kriterier er lite utbredt utenfor Europa og USA. Et annet praktisk problem er knyttet til Petroleumsfondets størrelse. Videre vil det være mange subjektive vurderinger knyttet til både utformingen og praktiseringen av slike retningslinjer.

Når det gjelder finansielle hensyn, er det i meldingen pekt på at risikoen kan øke ved at man:

"fratar seg selv muligheten til å spre risiko ved å investere i de selskapene som er utelukket. Økningen i risiko blir særlig stor dersom man utelukker et stort antall selskaper eller hele bransjer fra mulighetsområdet for investeringene."

Videre står det:

"Et kjennetegn ved et fond som ekskluderer bestemte bransjer eller enkeltselskaper etter nærmere definerte kriterier, er bl.a. at andelen store selskaper i porteføljen er merkbart lavere enn for markedet generelt. Store selskaper har ofte virksomhet på flere områder og i mange land og vil derfor ofte ha større sannsynlighet for å bryte flere av de kriteriene som er satt for utelukkelse."

Av styringsmessige hensyn pekes det på at dersom det legges andre hensyn til grunn ved investeringsbeslutningen, vil det vanskeliggjøre evaluering og kontroll med forvaltningen, og det vil gjøre det vanskeligere å vurdere om fondet blir forvaltet på en god måte. Samtidig blir risikostyringen av fondet mer komplisert.

4.2.2 Regjeringen Bondevik I

Den første regjeringen Bondevik foreslo i 1999 å utelukke tobakksselskaper, bruke stemmerettighetene knyttet til fondets aksjer og å opprette et miljøfond. I Revidert nasjonalbudsjett 1999 heter det blant annet:

"Det er en vanskelig oppgave å finne fram til praktisk gjennomførbare retningslinjer som både kan forventes å lede til reelle framskritt på det miljømessige området og som er forenlige med de kravene som må stilles når det gjelder avkastning og risiko for petroleumsfondets portefølje og et akseptabelt nivå på forvaltningskostnadene. På bakgrunn av det arbeidet som er gjort, har Regjeringen kommet fram til tre tiltak som etter Regjeringens mening representerer den beste avveiningen mellom disse hensynene. På denne måten kan en gjennom forvaltningen av Statens petroleumsfond i større grad bidra til å fremme hensyn knyttet til etikk og miljø:

- Det skilles ut en mindre del av fondet som forvaltes etter særskilte miljøkriterier.
- Det åpnes for aktiv bruk av stemmerettene knyttet til fondets aksjer for å fremme hensynet til menneskerettigheter og miljø.
- Hele fondet forbys å investere i selskaper som har produksjon av tobakksprodukter som sin hovedaktivitet.

Regjeringen legger vekt på at en ved å stille krav til investeringene vil kunne virke som en pådriver når det gjelder å bidra til forbedring av den offentlig tilgjengelige informasjon om miljøforhold ved enkeltselskapers virksomhet, blant annet gjennom å gi oppdrag til de fagmiljøene som har spesialisert seg på dette. Det vises til nærmere omtale av de enkelte tiltakene senere i dette avsnittet."

Bare forslaget om å opprette et miljøfond fikk tilslutning i Stortinget. Finanskomitéen skrev i sin innstilling (Budsjett-innst. S. nr. II (1998-99)) bl.a. følgende:

"Komiteens medlemmer fra Arbeiderpartiet og Høyre er enig i at en begrenset del av fondet skilles ut og at denne skal forvaltes etter særskilte miljøretningslinjer. En slik prøveordning vil kunne gi mer innsikt i hvorvidt finansiell forvaltning etter slike retningslinjer gir ulik avkastning og hvilke miljøeffekter som kan oppnås av denne form for plassering. Disse medlemmer har merkets seg at Regjeringen legger opp til å fastsette mest mulig detaljerte miljøkriterier og at listen over godkjente bedrifter skal gis til Norges Bank som selv kan kjøpe og forvalte de aktuelle aksjene. Disse medlemmer mener at det ved utvelgelsen av bedriftene også skal legges til grunn en årvåkenhet med hensyn til at grunnleggende arbeidstakerrettigheter er oppfylt i de aktuelle bedriftene."

Komitéen skrev følgende om bruk av stemmerettigheter:

"Komiteens flertall, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Fremskrittspartiet og Høyre og Tverrpolitisk Folkevalgte, går mot Regjeringens forslag om å bruke stemmeretten knyttet til Petroleumsfondets aksjer for å fremme hensynet til miljø og menneskerettigheter. Med maksimalt 1 % eierandel i selskapene fondet investerer i, anser flertallet at dette forslaget vil ha mer symbolsk enn reell betydning. Forslaget innebærer også at det må settes i gang et omfattende arbeid med å skaffe seg oversikt over forslag på årsmøter i et stort og økende antall selskaper som fondet investerer i. Det legges opp til at det skal utarbeides et sett med retningslinjer for hvordan en skal utøve stemmeretten knyttet til fondets aksjer, som igjen skal behandles av Stortinget. En slik framgangsmåte vil da synliggjøre den ulike praksis det legges opp til for statlig eierskap i utlandet gjennom fondet og det innenlandske eierskapet, som indirekte også er eierskap i utlandet. Flertallet kan ikke se at det er en så prinsipiell forskjell mellom slikt eierskap at det skulle foranledige egne retningslinjer for fondets stemmerettigheter.

Komiteens flertall, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Høyre og Tverrpolitisk Folkevalgte, mener at Norge bør fortsette å arbeide gjennom internasjonale organisasjoner som WTO for å oppnå våre målsetninger for miljø og menneskerettigheter."

Om forslaget om å gå ut av tobakksproduksjon skrev komitéen:

"Komiteens flertall, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Fremskrittspartiet, Høyre og Tverrpolitisk Folkevalgte, går mot Regjeringens forslag om at Statens petroleumsfond ikke skal tillates å investere i selskaper som har produksjon av tobakk som sin hovedaktivitet. Flertallet vil understreke at Petroleumsfondet skal være et redskap for rendyrket finansiell sparing. Dersom man først åpner for å begrense investeringsvalgene for fondet, vil flere andre begrensninger kunne komme, og fondet vil da få dårligere spredning av investeringene. Dette vil øke risikoen og resultatet kan lett bli at fondet får mer karakter av strategisk investor og mindre karakter av statsfinansiell sparing. Flertallet mener at det kan argumenteres for at en rekke andre typer produksjon som er helsefarlig og som kan ha skadevirkninger for miljøet i så fall også burde utelukkes. Forslaget innebærer videre at dersom tobakksproduksjon utgjør en mindre andel av en bedrifts produksjonsvirksomhet, men ikke er hovedvirksomheten, vil fondet fortsatt kunne investere i selskapet. Dette illustrerer hvor vanskelig det er å legge føringer på fondets investeringsvalg."

I Revidert nasjonalbudsjett 1998 varslet Regjeringen at den vurderte spørsmålet om en eventuell utvidelse av listen over land som fondet kunne investeres i. I meldingen står det:

"Regjeringen legger vekt på at eventuelle nye land må tilfredsstille visse minstekrav til åpenhet, regulering, oppgjørssystemer, markedsstørrelse og likviditet, og til politisk og makroøkonomisk stabilitet."

I meldingen står det videre:

« Regjeringen legger også vekt på at en ved å investere deler av fondet i disse landene kan bidra positivt til den økonomiske utviklingen og dermed til å styrke utviklingen mot større demokrati og bedre menneskerettigheter.»

Flertallet på Stortinget understreket i sin behandling av spørsmålet at det i det videre arbeid med landlisten skulle «legges vekt på de faglige råd som Norges Bank gir som fondsforvalter», jf. Budsjett-innst. S. nr. II (1998-99).

Norges Bank ga i brev til Finansdepartementet av 26.8.1999 en vurdering av de landene det var mest aktuelt å inkludere i landlisten. Norges Banks arbeid konsentrerte seg om aksjemarkedene. Norges Bank konkluderte med at det kunne åpnes for plassering i aksjer notert på børsene i Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan, Thailand, Hellas og Tyrkia.

Vurderingen var basert på at disse landene/områdene tilfredsstilte visse minstekrav til bl.a. oppgjørssystemer, størrelse og likviditet som nevnt foran. Norges Bank viste også til at en ved å inkludere investeringer i disse landene/områdene i Petroleumsfondet oppnådde en mulighet for å redusere samlet risiko i fondet. Norges Bank påpekte imidlertid at den makroøkonomiske risikoen i Brasil og Tyrkia da ble vurdert som høy. I tillegg til de sju landene/områdene nevnt ovenfor, oppfylte også Malaysia minstekravene til oppgjørssystemer, størrelse og likviditet. Norges Bank mente imidlertid at så lenge Malaysia opprettholdt restriksjoner på utgående kapitalstrømmer, burde landet neppe inkluderes i Petroleumsfondets landliste.

Regjeringen skrev på denne bakgrunn følgende i Nasjonalbudsjettet 2000:

"Regjeringen tar sikte på å endre forskriften for forvaltningen av petroleumsfondet slik at landlisten for fondets aksjeinvesteringer kan utvides med virkning fra 1.1.2000. Regjeringen tar sikte på at utvidelsen i første omgang skal gjelde Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan, Thailand og Hellas. Når det gjelder Tyrkia, vil Regjeringen vurdere saken nærmere, blant annet ut fra en nærmere vurdering av menneskerettighetssituasjonen i landet. Ut fra denne vurderingen vil en senere ta stilling til om/når Tyrkia skal inkluderes i landlisten."

Under Stortingets behandling skrev finanskomiteen følgende:

"Komiteens flertall, medlemmene fra Arbeiderpartiet, Fremskrittspartiet og Høyre, viser til Regjeringens drøfting av spørsmål knyttet til utvidelse av listen over land/områder hvor Statens petroleumsfond kan investeres. Flertallet har merket seg at Regjeringen når det gjelder Tyrkia, vil vurdere saken nærmere, bl.a. ut fra en vurdering av menneskerettighetssituasjonen i landet. Flertallet viser til at Regjeringen i St.meld.nr.2 (1997-1998) Revidert nasjonalbudsjett 1998 bl.a. skrev følgende om slike spørsmål:

« Når det gjelder retningslinjer for etikk og menneskerettigheter, har Regjeringen vurdert flere alternativer. Så langt har en ikke funnet måter å gjøre dette på som oppfyller de krav som må stilles til klarhet, konsistens og praktiserbarhet, og som således kan anbefales for Stortinget".

Flertallet kan på denne bakgrunn vanskelig se at kriteriene knyttet til utvidet landliste bør ta utgangspunkt i annet enn Norges Banks faglige vurdering av de alminnelige minstekravene til bl.a. oppgjørssystemer, størrelse og likviditet. Flertallet mener derfor at Tyrkia på samme måte som Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan, Thailand og Hellas bør vurderes når det tas sikte på å utvide landlisten for fondets aksjeinvesteringer med virkning fra 1. januar 2000."

4.2.3 Regjeringen Stoltenberg

I Revidert nasjonalbudsjett 2001 gikk regjeringen Stoltenberg inn for å innføre den såkalte uttrekksmekanismen for å sikre at fondets investeringer ikke er strid med Norges folkerettslige forpliktelser. I meldingen står det blant annet:

"Regjeringen har derfor som utgangspunkt at det ikke bør etableres regler som begrenser Petroleumsfondets investeringsmuligheter på grunnlag av en gitt virksomhet. Enkelte av eksemplene som har vært trukket fram den siste tiden, blant annet en mulig produsent av antipersonell landminer i Singapore, viser imidlertid at investeringer i enkelte selskaper stiller oss overfor spesielt vanskelige juridiske, etiske og politiske dilemmaer. (…)

Regjeringen vil derfor ta initiativ til å endre forskriften for forvaltningen av Statens petroleumsfond på en slik måte at det er mulig at en i helt spesielle situasjoner kan utelukke enkeltselskaper. Departementet arbeider på denne bakgrunn med å etablere en uttrekningsmekanisme som innebærer at Finansdepartementet, etter en nærmere juridisk og faktisk vurdering, kan bestemme at selskaper tas ut a av investeringsuniverset for Petroleumsfondet dersom aksjeeiet i slike selskaper kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser."

Denne uttrekksmekanismen ble opprettet i september 2001 og ble samtidig nedfelt i forskriften for forvaltningen av Statens petroleumsfond. Det ble opprettet et sakkyndig råd (Petroleumsfondets folkerettsråd) som etter anmodning fra Finansdepartementet skal vurdere om plassering av Petroleumsfondets midler i finansielle instrumenter utstedt av nærmere angitte utstedere, kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser. Rådet består av tre personer og har høy folkerettslig kompetanse.

Norges folkerettslige forpliktelser følger blant annet av bestemmelsene i konvensjoner Norge er part i. Så langt er bare ett selskap utelukket etter anbefaling fra Petroleumsfondets folkerettsråd. Bakgrunnen var produksjon av antipersonell landminer. Rådet kom til at slike investeringer kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser fordi konvensjonen ikke bare forbyr produksjon, bruk, lagring etc. av slike våpen, men også enhver form for medvirkning til dette. Konvensjonene om kjemiske og biologiske våpen har omtrent samme ordlyd vedr. medvirkningsansvar, og Finansdepartementet har lagt til grunn at også investeringer i slik virksomhet kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser.

4.2.4 Regjeringen Bondevik II

I Revidert nasjonalbudsjett 2002 holdt regjeringen Bondevik fast ved at uttrekkemekanismen skulle være forankret i Norges folkerettslige forpliktelser. Det står blant annet:

"Regjeringen mener på denne bakgrunn at man må være varsom med å etablere regler om å utelukke selskaper fra Petroleumsfondet løsrevet fra folkeretten. Slike retningslinjer vil være svært vanskelige å praktisere. Det vil ikke være mulig å finne klart avgrensede og objektive kriterier, og eventuelle beslutninger vil i stor grad måtte baseres på skjønn. Slike regler ville videre lett medføre inkonsistens i forhold til annen statlig virksomhet. Uansett hva slags kriterier man skulle velge, vil det kunne trekkes fram kritikkverdige forhold som angår enkeltbedrifter i fondets portefølje."

I Revidert nasjonalbudsjett ble likevel uttrekksmekanismen gitt ytterligere slagkraft fordi det ble varslet at en ville gå aktivt ut å lete etter selskaper i fondets portefølje hvor det kunne være tale om at investeringene ville være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser. Basert på folkerettsrådets vurdering av ulike konvensjoner ble dette i tillegg til konvensjonene som er nevnt over, begrenset til Barnekonvensjonens artikkel 34 og 35 om seksuell utnyttelse av barn og salg av barn, en valgfri tilleggsprotokoll til barnekonvensjonen om det samme tema samt ILOs konvensjon om de verste former for barnearbeid fordi disse inneholder en særskilt aktivitetsplikt.

4.2.5 Nedsettelse av utvalg som skal fremme forslag om etiske retningslinjer for Petroleumsfondet

Stortingets finanskomité skrev følgende i sin behandling av Revidert nasjonalbudsjett 2002 om opprettelse av utvalg som skal fremme forslag om etiske retningslinjer for Petroleumsfondet:

"Komiteens medlemmer fra Arbeiderpartiet, Sosialistisk Venstreparti og Senterpartiet vil vise til at regjeringen Stoltenberg etablerte en såkalt uttrekksmekanisme for Petroleumsfondet, slik at fondet nå pålegges å trekke seg ut av selskaper som for eksempel produserer antipersonell-landminer. Disse medlemmer mener det er svært positivt at denne ordningen ble etablert i fjor, slik at det nå undersøkes systematisk om Petroleumsfondet er investert i selskaper som produserer kjemiske og biologiske våpen, eller virksomheter som bryter menneskerettighetskonvensjoner. Disse medlemmer legger til grunn at Finansdepartementet i slike tilfeller straks iverksetter tiltak for å trekke Petroleumsfondet ut av slike investeringer. Disse medlemmer mener at dette arbeidet må intensiveres.

Disse medlemmer viser til at etableringen av uttrekksmekanismen på bakgrunn av redegjørelsen i Revidert nasjonalbudsjett 2002 framstår som nødvendig og vellykket. Disse medlemmer legger til grunn at erfaringene nå danner et godt grunnlag for videre arbeid på dette området, og mener Regjeringen bør igangsette utredning om hvordan ytterligere sikkerhetsmekanismer mot klart uheldige investeringer kan opprettes.

Komiteens medlemmer fra Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre viser til at det er etablert en uttrekksmekanisme for Petroleumsfondet, og at Regjeringen vil undersøke systematisk om det finnes selskaper i fondet med virksomhet som bryter med Norges folkerettslige forpliktelser, og utelukke disse. Disse medlemmer slutter seg til dette. Disse medlemmer vil videre be Petroleumsfondets folkerettsråd foreta en løpende vurdering av om de etiske retningslinjene for Petroleumsfondet kan utvikles ytterligere.

Disse medlemmer tar for øvrig Regjeringens redegjørelse til orientering.

Komiteens medlemmer fra Fremskrittspartiet, Sosialistisk Venstreparti og Kystpartiet viser til at Petroleumsfondet stadig blir utsatt for kritikk på grunn av måten investeringene foretas. Blant annet fremkommer det beskyldninger om at det investeres i selskaper som er involvert i produksjon av landminer, slavearbeid osv. Etter disse medlemmers oppfatning må Regjeringen forsikre Stortinget om at Petroleumsfondets investeringer ikke kommer i konflikt med Norges folkerettslige forpliktelser. Stortinget og Regjeringen har uttrykt skepsis til å innføre etiske retningslinjer for fondet. Disse medlemmer vil vise til « Rapport nr. 1/2 - Verdiløse penger? - Oljefondet - veien mot etiske retningslinjer » som er utarbeidet av Framtiden i våre henders forskningsinstitutt. Uten at disse medlemmer har tatt stilling til innholdet i denne rapporten, mener disse medlemmer at Regjeringen bør foreta en ny vurdering av problemstillingen blant annet gjennom å vurdere denne rapporten.

Komiteens medlemmer fra Sosialistisk Venstreparti har merket seg Regjeringens konklusjoner på bakgrunn av Petroleumsfondets folkerettslige råd. Spesielt har disse medlemmer merket seg at Regjeringen mener at man må være varsom med å etablere regler om å utelukke selskaper fra Petroleumsfondet løsrevet fra folkeretten. Argumentet er at slike retningslinjer vil være vanskelig å praktisere; det vil ikke være mulig å finne klart avgrensede og objektive kriterier, og eventuelle beslutninger ville i stor grad måtte baseres på skjønn. Uansett hva slags kriterier man skulle velge, vil det kunne trekkes fram kritikkverdige forhold som angår enkeltbedrifter i fondets portefølje. Disse medlemmer har merket seg at Regjeringen derfor ønsker uttrekksmekanismen for Petroleumsfondet forankret i våre folkerettslige forpliktelser.

Disse medlemmer har også merket seg den siste tids avsløringer av hva fondet er investert i, og de kommentarer disse avsløringene har avfødt i offentligheten. Etter disse medlemmers mening er det meget problematisk når det dokumenteres at Norge investerer sitt overskudd på statsbudsjettet i bedrifter med en historie som i flere tilfelle er i strid med målene for offisiell norsk utenrikspolitikk. Et eksempel på dette er investeringene i General Dynamics. Denne bedriften produserer komponenter til klasebomber, en våpentype Norge arbeider for å forby internasjonalt. Blant annet med bakgrunn i dette eksempelet mener disse medlemmer at å begrense uttrekksmekanismen til våre folkerettslige forpliktelser vil være for snevert.

Disse medlemmer har merket seg at Petroleumsfondets folkerettslige råd systematisk skal gjennomgå fondets investeringer for å se om det finnes selskaper med virksomhet som er i strid med de menneskerettighetskonvensjonene rådet har påpekt, noe som pålegger statene en særskilt aktivitetsplikt. Disse medlemmer synes dette er positivt. Disse medlemmer ønsker imidlertid at denne gjennomgangen også skal inkludere søk etter, og ekskludering av, bedrifter etter et bredere sett av kriterier, først og fremst i forhold til menneskerettigheter, arbeidsrettigheter og miljøødeleggende virksomhet.

Komiteens flertall, alle unntatt medlemmene fra Høyre, Kristelig Folkeparti og Venstre, fremmer følgende forslag:

« Stortinget ber Regjeringen nedsette et utvalg som skal ha som mandat å fremme forslag om et sett av etiske retningslinjer for petroleumsfondet og legge frem sak våren 2004. Utvalget skal bestå av personer med folkerettslig kompetanse, i tillegg til kunnskap om etiske investeringer, samt faglig kompetanse innen miljø- og menneskerettsområdet. »"

4.3 Debatt om etiske retningslinjer i organisasjoner mv.

Flere organisasjoner har anbefalt etiske retningslinjer for Petroleumsfondet i egne rapporter. Videre har interesseorganisasjoner, privatpersoner og politiske organisasjoner henvendt seg til Finansdepartementet om temaet. Det er dessuten fremsatt mange meningsytringer i media om saken. Dette avsnittet omhandler synspunkter om temaet fremkommet gjennom disse kanalene. Oversikten dekker langt fra alle meningsytringer som er kommet.

4.3.1 Henvendelser til Finansdepartementet

Henvendelsene til Finansdepartementet har gjerne vært anbefalinger om å utelukke enkeltselskaper som har en gitt aktivitet, som for eksempel selskaper som er involvert i produksjon av kjernekraft, våpen, tobakk, selskaper som har befatning med Burma osv. Enkelte henvendelser har vært generelle anbefalinger om å innføre etiske retningslinjer uten konkrete forslag til hvordan slike retningslinjer skal utformes.

I brev av 26. april blant andre til statsministeren og finansministeren fremmet Bellona forslag om etiske retningslinjer for Petroleumsfondet. Bellona formulerte forslaget som tilleggsbestemmelser til forskriften for forvaltning av Statens petroleumsfond:

"§ 1 Bransjer ekskludert fra Statens Petroleumsfond

Midler i Statens petroleumsfond kan ikke investeres i:
a) virksomhet basert på utvinning av fossil energi,
b) virksomhet knyttet til produksjon av atomkraft, kullkraft eller andre sterkt miljøskadelige bransjer,
c) tobakksindustri og andre sterkt helseskadelige bransjer,
d) virksomhet knyttet til internasjonal våpenhandel og våpenproduksjon,
e) andre virksomheter som er forbudt etter norsk lovgivning eller ikke ville blitt tillatt i henhold til norsk forvaltning.
En oversikt over de bransjer og virksomheter som til enhver tid er utelukket fra petroleumsfondet skal være offentlig tilgjengelig. Et selskap skal regnes å ha virksomhet innen en bransje dersom over 10 % av omsetningen i selskapet stammer fra virksomhet i bransjen.

§ 2 Overvekt i ny fornybar energiteknologi

Forvaltere av Statens petroleumsfond skal sikre at fondet enten investerer::
3 % av midlene i virksomheter basert på ny fornybar energiteknologi eller,
5 ganger mer i ny fornybar energiteknologi enn passiv indeksering skulle tilsi.

§ 3 Rapporteringsplikt

De europeiske og nordamerikanske virksomheter som Statens petroleumsfond investerer i er forpliktet til å sende en årlig miljørapport over selskapets virksomheter til fondet. Ved vedvarende brudd på rapporteringsplikten skal investeringen i vedkommende virksomhet opphøre.

§ 4 Etablering av miljøfilter

For den aktivt forvaltede porteføljen skal det iverksettes tiltak med sikte på å etablere ordninger for å ekskludere virksomheter som befinner seg blant de 30 % verste m.h.p. miljø innen sin bransje.

§ 5 Generell aktsomhet

Forvaltere av Statens petroleumsfond pålegges en generell aktsomhetsplikt i forhold til miljøskadelige investeringer. Viser det seg at en har investert i virksomhet som har uakseptable miljøvirkninger skal investeringer i virksomheten opphøre."

Bellona legger i brevet stor vekt på at forslaget vil ha positive økonomiske effekter. Blant annet pekes det på at forslagene vil motvirke oljeavhengigheten for statens formue.

4.3.2 Rapporter og publikasjoner

Fafo

Forskningsstiftelsen Fafo utga i mai 2002 rapporten "Money, money, money – Et oljefond å være stolt av"[1].

Basert blant annet på en gjennomgang av andre fonds praksis argumenterer Fafo i rapporten for at det skal innføres etiske retningslinjer for Petroleumsfondet. Fafo viser til at det i de siste årene har vært en stor økning i kapitalen som er investert etter etiske kriterier, at informasjon om etiske spørsmål etter hvert er relativt lett tilgjengelig og at det kan argumenteres for at investeringer etter etiske kriterier ikke gir lavere avkastning, eller kanskje til og med høyere avkastning, enn andre investeringer.

Videre omtales enkelte av argumentene som har vært fremført mot etiske retningslinjer i flere nasjonalbudsjetter. Om problemstillingen å finne kriterier som er klart avgrensbare og objektive, skriver FAFO:

"Et system med etiske retningslinjer vil umulig kunne gjøres helt vanntett og perfekt. Det er heller ikke klart hvordan man skal bedømme og ikke minst kontrollere et selskap som kan ha uoversiktlig mange underleverandører, datterselskaper og eierandeler i andre selskaper. Kritikerne av dagens system understreker da også at det finnes mange gradsforskjeller, at vi får ta ett skritt av gangen og at få forventer seg et system som er 100 prosent vanntett på det nåværende tidspunkt."

Om behovet for konsistens i forhold til annen statlig virksomhet sier FAFO blant annet:

"Finansdepartementet henviser til at det vil være dobbeltmoral å kreve noe i norske investeringer utenfor Europa som vi ikke kan krever her hjemme på grunn av EØS-reglene. Men det er også dobbeltmoral å gi støtte til og forplikte oss i forhold til internasjonalt menneskerettighetsarbeid som vi ikke følger opp i praksis."

[1] Skrevet av Liv Tørres

Framtiden i våre hender

Framtida i våre henders rapport nr. 1/02, Verdiløse penger tar også til orde for etiske retningslinjer for Statens petroleumsfond[2]. FIVH mener at formålet med Petroleumsfondet ikke bare skal være økonomisk avkastning. Det står blant annet:

"Å etablere etiske retningslinjer for forvaltningen av petroleumsfondet vil innebære en endring av selve formålet for fondet. Slik formålet står beskrevet i dag blir bare økonomiske hensyn ivaretatt. Et minimumskrav til formålsparagrafen burde i tillegg 1) sikre at staten ikke er medeier i selskaper som åpent undergraver hovedprinsipper i norsk politikk, og 2) sikre at selskapene i oljefondet ikke har hovedaktiviteter som ville være forbudt i Norge.

Dersom man skal ta etiske hensyn er det nødvendig at disse sidestilles med de økonomiske i den overordnede målsetningen for forvaltningen. Følgende burde derfor legges til dagens formålsparagraf:

"Statens petroleumsfond skal oppfylle målsetningen uten at dette medfører brudd på grunnleggende verdier i det norske samfunnet eller internasjonal Folkerett.'"'

FIVH peker i rapporten på at organiseringen av investeringene gjennom Petroleumsfondet fører til en pulverisering av ansvaret:

"Også selve organiseringen av forvalteransvaret vil være av avgjørende betydning for etableringen av etiske retningslinjer. Dagens forvaltning av petroleumsfondet gir en tredeling av ansvar. Norges Bank gjør hva de får beskjed om å gjøre fra Finansdepartementet. Finansministeren hevder å gjøre hva som er i tråd med stortingsflertallet, mens Stortinget først og fremst gjør sine vurderingen på grunnlag av hva Norges Bank og Finansdepartementet anbefaler. På den måten blir forvaltningsansvaret pulverisert. De ulike partene gjøres dessuten avhengig av hverandre for å fatte beslutninger. Det kan virke som om dette har vært med på å gjøre debatten om etiske retningslinjer forvirrende, ikke minst for partene selv."

FIVH anbefaler en kombinasjon av negative og positive kriterier brukt sammen med aktivt eierskap. I konklusjonen sammenfatter FIVH sine vurderinger:

"Det finnes imidlertid en rekke økonomiske, juridiske, politiske, og moralske årsaker til å etablere etiske retningslinjer for oljefondet. Etiske retningslinjer kan blant annet:

- Gi konkurransedyktig avkastning, risiko og forvaltningskostnader
- Innføres uten at dette medfører uoverkommelige praktiske problemer
- Styrke det juridiske grunnlaget slik at den norske stat kan ivareta sine juridiske forpliktelser i inn- og utland
- Føre til økt konsistens i norsk politikk ved at oljefondet benyttes som styringsinstrument også i utenriks- miljø- og bistandspolitikken
- Ivareta den moralske integriteten til den norske befolkningen ved ikke å krenke hellige verdier og respektere normen om fritt informert samtykke
- Sikre at miljø og uskyldige mennesker ikke lider unødige belastninger dersom opplysninger om virksomheten blir innhentet i forkant.

Den alternative forvaltningsstrategien for oljefondet kan baseres på en kombinasjon av ulike utredningsmetoder for porteføljen; negativ og positiv
filtrering og aksjonærengasjement prioriterer økonomisk avkastning på lik linje med de etiske retningslinjene, vil samfunnsinvesteringer i mindre grad legge vekt på det økonomiske utbytte."

Verdikommisjonen

Verdikommisjonen, som la fram sin rapport i 2002 omtalte både bruken av petroleumsinntekter, kapitalforvaltning generelt og investeringene av Statens

[2] Skrevet av Ingrid Bay

petroleumsfond. Om Petroleumsfondets investeringer skriver Verdikommisjonen blant annet:

”Gjennom Petroleumsfondet har den norske stat gjort seg til en vanlig internasjonal investor. Vi mener at den norske stat bør forholde seg på en bevisst måte til det sosiale og miljømessige ansvar som den forfekter internasjonalt i alle de fora hvor den opptrer, til dels med hevet pekefinger, overfor andre. Dette ansvaret innebærer etter vårt syn at petroleumsfondets investeringer i vesentlig større grad enn nå ved siden av rimelige avkastningskrav bidrar til utvikling i den tredje verden og ikke har skadelige miljømessige virkninger. Det finnes fond som spesialiserer seg på investeringer som ikke skader miljøet. Disse er ikke mindre lønnsomme enn vanlige fond. Det finnes investeringsmuligheter i den tredje verden som ikke har lavere lønnsomhet enn investeringene i de globale kapitalmarkedene. Kanskje har de en annen risikoprofil, men det må kunne utredes hvordan risikoprofilen kan påvirkes.”

Verdikommisjonen mente at Petroleumsfondets investeringer måtte benyttes for å redusere fattigdommen i verden:

”Verdikommisjonens styringsgruppe mener at utviklingshjelpen er en sak for seg. Det må være en selvfølge at vi, med den finansielle stilling vi har, er på topp blant giverlandene i prosent av BNI. Når vi snakker om petroleumsfondet, snakker vi ikke om bistand. Vi snakker om lønnsomme investeringer, investeringer som er lønnsomme både for oss og for det landet vi investerer i på samme måte som franske interesser investerte i Norsk Hydro i forrige århundre, til glede for både dem selv og for oss.

(…)Vi ser i dag den norske stats oppfatning av seg selv som kapitalforvalter som desto mer utilstrekkelig etter FNs toppmøte og generalsekretær Annans utfordring. Utviklingshjelp er viktig, men det som først og fremst mangler i fattige områder, er kapital og investeringer.”

Verdikommisjonen konkluderer:

”Etter Verdikommisjonens styringsgruppes mening er det et moralsk utilstrekkelig formål for det norske samfunn, i dets investering av overskuddskapital på internasjonale markeder, at disse investeringene i all hovedsak bare skal tjene til ytterligere å berike oss selv. Vi bør vise, ved eksempelets makt, at arbeidet for å redusere fattigdommen i verden er en forpliktelse som går lenger enn til veldedighet og som krever medvirkning av dem i verden som forvalter finanskapital og søker lønnsomme investeringer for denne.

Forslag fra Verdikommisjonens styringsgruppe
Verdikommisjonens styringsgruppe ber Regjeringen og Stortinget om å avsette en andel av Petroleumsfondet øremerket for forretningsmessige investeringer i fattige land, i første omgang 10 prosent. I lys av de erfaringene en høster med disse investeringene, kan denne andelen økes ytterligere over tid.”

4.4 Forums anbefaling til etiske retningsliner

Forum for utvikling og miljø, som er en samarbeidsorganisasjon for en rekke frivillige organisasjoner, har opprettet en arbeidsgruppe for etiske retningslinjer for Petroleumsfondet som oversendte sitt forslag til utvalget 9. april i år. Arbeidsgruppen har bestått av medlemmer fra Framtiden i våre hender, Attac Norge, Amnesty International Norge, Initiativ for etisk handel, Norsk Folkehjelp og forskningsstiftelsen Fafo. Nedenfor gjengis hovedpunkter fra forslaget. Hele forslaget ligger på utvalgets nettside på ODIN.

Forum forventer at retningslinjene som vedtas, får generell overføringsverdi til administrasjon av offentlige investeringer. Forums retningslinjer er utformet med sikte på at retningslinjene skal bidra til å:

1. ”hindre at norsk velferd direkte eller indirekte bygges på menneskerettighetsbrudd, undertrykking og miljøødeleggelser,

2. påvirke selskaper til å etterleve grunnleggende etiske prinsipper for forretningsmessig atferd,
3. gjennom å investere en del av fondet med en alternativ investeringsstrategi, skal Statens petroleumsfond være et virkemiddel ti å oppnå andre målsettinger innen Norges utviklings- og/eller miljøpolitikk.
4. legge grunnlag for en mer konsistent norsk internasjonal politikk ved å sikre at petroleumsfondets investeringer ikke strider mot de generelle retningslinjene og målsetningene for norsk politikk."

Forum anbefaler tre virkemidler for å forfølge disse målene. Forum skriver:

"1) Krenking av menneskerettigheter og internasjonale miljøavtaler
Som utgangspunkt er det et minstekrav at enhver investering må harmonere med de etiske standarder som følger av relevante FN og ILO – konvensjoner. Respekt for internasjonale avtaler og lovgivning vil være av særlig betydning for selskaper som opererer i land der den nasjonale lovgivningen er lite utviklet."

Forum utdyper grunnlager for negativ filtrering senere i notatet:

"Statens petroleumsfond må ikke investere i selskap som, med sin egen virksomhet eller gjennom selskaper de har nær relasjon til, handler i strid med grunnleggende internasjonale konvensjoner og internasjonal strafferett på følgende områder:

1. Menneskerettigheter, herunder barns rettigheter
2. Faglige rettigheter
3. Miljø
4. Våpen
5. Krig og konflikt"

Forum anbefaler at retningslinjene uttrykker intensjoner om utvidelse og operasjonalisering innen definerte områder og et gitt tidsrom. Disse bør blant annet baseres på handlingsplaner som er vedtatt i FN, samt andre relevante organers handlingsdokumenter.

Forum kommer ellers med konkrete anbefalinger om hvilke konvensjoner som skal legges til grunn ved utelukkelse av enkeltselskaper. For oversikt over hvilke konvensjoner dette gjelder, henvises det til Forums notat som ligger på utvalgets nettside på ODIN. Forum behandler ikke hvilket krav en skal sette til dokumentasjon av at et selskap handler i strid med konkrete konvensjoner.

I tillegg til konvensjonsbasert filtrering behandler Forum særskilt krig og konflikt. Forum skriver:

"Statens petroleumsfond skal ikke investere i selskap som gjennom sin virksomhet, direkte eller indirekte grovt og systematisk bidrar til forbrytelser mot menneskeheten, krigsforbrytelser, eller andre brudd på internasjonal strafferett. Det må utvises særlig varsomhet i land rammet av krig, borgerkrig, borgerkrigslignende tilstander eller der krig truer. Det bør ikke investeres i selskaper hvis virksomhet medvirker til opptrapping eller forlengelse av konfliktsituasjoner, eller på annen måte bidrar til forverring av menneskerettighetssituasjonen i konfliktområder.

Ved investeringer i selskaper som opererer i områder som er okkupert av fremmed makt skal dette kun skje etter forhandlinger med, og samtykke fra internasjonalt anerkjente representanter for det okkuperte området."

Forum foreslår også å påvirke selskaper til å heve sin virksomhet til en høyere standard enn hva som er minimumskravet i internasjonale avtaler og fra vertslandets myndigheter. Forum skriver blant annet:

”Selskaper man velger å investere i bør ha eller oppfordres til å etablere konsernovergripende retningslinjer og en praksis som ivaretar ytre miljø, arbeidsmiljø, helse, sikkerhet og menneskerettigheter. Det bør videre oppfordres til at selskapene utvikler et internt system for evaluering og rapportering av avvik, og at selskapene sier seg villige til å akseptere uavhengig, ekstern kontroll.”

Som et tredje ledd i strategien foreslår Forum at en del av Petroleumsfondet skal settes av som et positivt virkemiddel. Forum skriver blant annet:

”Dette kan i første omgang gjøres ved at Miljøfondet nedlegges i sin nåværende form og underlegges en ny alternativ investeringsstrategi. Kravet til avkastning av fondet skal fortsatt være forutsetning for bruk av midler, men midlene i fondet skal investeres i alternative selskaper og prosjekter, for eksempel: mikrokreditter, annen næringsutvikling i utviklingsland som sikrer de enkelte land kompetanse- og teknologioverføring, selskaper som fremmer rettferdig handel, bærekraftig ressursbruk og miljøforbedringer, og selskaper som går i bresjen for å skape og utvikle nye, fornybare energikilder.”

Forum legger vekt på at det må være full åpenhet rundt fondets plasseringer og prosessen rundt etiske retningslinjer. Forum anbefaler at fondets portefølje offentliggjøres månedlig.

Vedlegg 5

5 Etisk forvaltning – historie, omfang og virkninger

5.1 Historie og omfang

5.1.1 Historisk utvikling – USA og Europa

Kapitalforvaltning med etiske retningslinjer for investeringene har sin opprinnelse fra ulike religiøse grupperinger i USA. Allerede kvekerne på 1600-1700 tallet vektla etiske hensyn ved sine investeringsvalg. I 1928 ble det første fondet som tok etiske hensyn ved valg av investeringsalternativer, opprettet. Dette fondet, Pioneer Fund, ble opprettet av ulike kirkelige grupperinger som ønsket å oppnå en avkastning på sin sparekapital på linje med hva aksjemarkedet tilbød, men uten å eie aksjer i selskaper innenfor "syndige" bransjer som tobakk, alkohol og gambling. På grunn av aksjekrakket i 1929 ble interessen for aksjeinvesteringer betydelig svekket i disse grupperingene. Etiske investeringer var derfor i praksis ikke et tema før det igjen ble aktualisert på 1970-tallet. Pax World Balance Fund (1971) og Dreyfus 3 century (1972) ble de første fond i USA med etiske begrensninger som var åpent for individuelle investorer. PAX-fondets forretningsidé var å unngå investeringer i selskaper som tjente på USAs deltagelse i Vietnam-krigen. 1970-tallet markerer også starten på praksisen for å benytte stemmeretten på generalforsamlinger til å støtte ulike etisk begrunnede initiativ fra pressgrupper overfor selskapene. I 1970 ble Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR) dannet av omlag 300 religiøse grupperinger for å støtte sosialt og etisk begrunnede forslag som ble fremmet på generalforsamlinger. De såkalte Sullivan-prinsippene fra 1977 gav både investorer og selskaper generelle retningslinjer for hvordan sosiale og etiske hensyn kunne integreres i forretningsbeslutninger. På 1980-tallet ble boikottaksjonene mot apartheid-regimet i Sør-Afrika og mot selskaper som ble ansett å samarbeide med dette regimet det viktigste enkelttemaet innenfor sosialt etiske investeringer. Utelukkelse av selskaper som investerte i prosjekter i Sør-Afrika, fikk også oppslutning fra investorer utenfor de tradisjonelle religiøse grupperingene. I 1985 ble Social Investment Forum dannet som en interesseorganisasjon for alle finansielle investorer i USA med engasjement for sosialt ansvarlige investeringer. I 1990 ble den aller første etiske aksjeindeksen etablert av konsulentselskapet Kinder, Lydenberg, Domini & Co (KLD). Denne indeksen -Domini Social 400 index søker å måle avkastningen på en bred portefølje av selskaper som alle tilfredsstiller sosiale kriterier som definert av KLD.

I Europa har Storbritannia lengst historie for etiske investeringer. Også her kan opprinnelsen for slike investeringer finnes i ulike kirkelige grupperingers ønske om å unngå investeringer i selskaper med inntekter fra, sett fra deres synsvinkel, etisk tvilsomme bransjer. Ethical Investment Research Service (EIRIS) ble opprettet i 1983 av kirker og humanitære fond som hadde behov for en etisk filtrering av sine investeringer. The Friends provident Stewardship Fund, det første britiske etiske fond, ble opprettet i 1984. I 1988 ble det første "grønne" fondet dannet, Merlin Ecology

Fund. Den britiske bransjeorganisasjon for etiske investeringer, UK Social Investment Forum, ble dannet i 1991.

I de øvrige større europeiske landene er etiske fond alle av nyere dato. I landene på kontinentet ble de første etiske fondene opprettet fra 1989 og utover på 1990-tallet.

Etiske aksjeindekser som dekker hele verden, har ikke eksistert i mer enn noen få år. Dow Jones Sustainibility Index kom på markedet i september 1999 som den aller første globale etiske indeks. I årene 2000-2002 er konkurrerende etiske indekser etablert, blant annet FTSE4Good (2001). I punkt 5.1.4 gjennomgås disse indeksene i mer detalj.

5.1.2 Etiske investeringer i USA og Europa – omfang

Antallet fond med ulike etiske kriterier har vokst sterkt både i USA og Europa de senere år. Markedsverdien på fondene har også vokst sterkt. Fortsatt er imidlertid både antall fond og verdien på disse relativt begrenset i forhold til fond uten etiske kriterier.

Web-tjenesten www.socialinvest.org følger de enkelte etiske fond som tilbys individuelle investorer i USA. Ved utgangen av januar 2003 var i alt 93 ulike etiske fond med på denne oversikten[3]. Dette inkluderer både aksje- og obligasjonsfond med investeringer både i USA og resten av verden. Den samlede markedsverdi på disse fondene var omlag USD 10 mrd. Et stort flertall av disse fondene var små, og ingen enkeltfond hadde mer enn USD 1,5 mrd under forvaltning. Til sammenligning inngikk 14423 ulike fond i Morningstars database for "mutual funds" i USA ved utgangen av 2002. Den samlede markedsverdien på disse fondene var USD 3665 milliarder.

Ved utgangen av 2001 var det registrert i alt 280 sosiale, etiske eller "grønne" fond i Europa, med en samlet forvaltningskapital på EUR 14,4 mrd[4]. Markedsverdien på alle aksje-, obligasjons- og pengemarkedsfond som er registrert i Europa, var ved utgangen av 2001 på EUR 3554 mrd[5]. Markedsandelen til etiske fond ligger altså på mellom 0,2 og 0,4pst. i USA og Europa.

Fondene som inngår i tallene ovenfor markedsføres til enkeltinvestorer og mindre institusjonelle investorer. Tallene er derfor ikke nødvendigvis representative for omfanget av etisk forvaltning blant større institusjonelle investorer. Andre undersøkelser foretatt av bransjeorganisasjonene for sosialt ansvarlige investeringer i USA og Storbritannia tyder på at etisk forvaltning er svært vanlig. I følge Social Investment Forum i USA var for eksempel omlag 1/8 av all profesjonelt forvaltet kapital i USA i 2001 involvert i sosialt ansvarlige investeringer[6]. Dette inkluderer både porteføljer som benytter filtrering av investeringsuniverset, og forvaltere som benytter stemmeretten på generalforsamlinger for å fremme etiske hensyn. Nylig

[3] Iflg. US Social Investment Forum var det imidlertid i alt 230 etiske "mutual funds" i USA ved utgangen av 2001.
[4] Kilde: "Green, soical and ethical funds in Europe 2002", SiRi-group/CSR Europe
[5] Kilde: FEFSI – European Association of Investment Funds and Companies.
[6] Kilde: Social Investment Forum: 2001 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States

foretatte undersøkelser i Storbritannia viser til at et stort flertall av pensjonsfondene tar sosiale og etiske hensyn ved valg av aksjeinvesteringer (69pst.) eller eksterne forvaltere (50pst.)[7]

Undersøkelser som referert overfor kan overdrive det reelle omfanget av sosialt ansvarlige investeringer hos store institusjonelle kapitalforvaltere. Tallene gir ikke informasjon om hele porteføljen eller kun mindre deler av porteføljen er underlagt etiske vurderinger. Hva begrep som "underlagt etiske kriterier" eller "tar hensyn til" betyr i praksis, er mindre klart og kan med rimelighet heller ikke forlanges dokumentert i de nevnte undersøkelsene.

Ved å studere de største kapitalforvalterne i hvert land er det mulig å få et inntrykk av det reelle omfanget av etisk forvaltning hos institusjonelle kapitalforvaltere. I neste avsnittet presenteres et begrenset antall av de største institusjonelle kapitalforvalterne i noen land og omfanget av etiske investeringskriterier hos disse. I denne sammenheng er det mest relevant å se på de forvalterne som selv fastsetter investeringsmandatet for porteføljen de har ansvar for, det vil si pensjonsfond og lignende i motsetning til kapitalforvaltere som tilbyr ulike fondsprodukter til kunder som fritt kan velge mellom disse.

5.1.3 Etisk forvaltning hos store institusjonelle kapitalforvaltere

De aller største pensjonsfondene er hjemmehørende i USA. Størst av alle er *TIAA-CREF*[8]. Formelt sett er dette fondet ikke et pensjonsfond selv om selskapene[9] forvalter pensjonskapitalen til ansatte på høyskoler og universiteter i USA. Dette fondet er et innskuddsbasert fond hvor den enkelte selv velger hvilket eller hvilke fond en vil plassere pensjonskapitalen sin i. TIAA-CREF hadde ansvaret for forvaltningen av en samlet kapital på omlag USD 250 mrd. ved utgangen av 2002. Av dette beløpet hadde innskyterne valgt å plassere USD 4,4 mrd. i selskapets "social choice portfolio", forøvrig den største enkeltporteføljen som forvaltes innenfor et helhetlig etisk regelverk i USA[10]. Denne porteføljen ekskluderer alle selskaper med inntekter fra tobakksproduksjon, alkoholproduksjon eller gambling, selskaper med en betydelig andel av sine inntekter fra militær våpenproduksjon samt kraftselskaper med eierinteresser i atomkraftverk. Videre evalueres samtlige selskaper etter flere etisk begrunnede forhold som bl.a. miljøpåvirkning, andel kvinner og etniske minoriteter i ledelsen og rettferdige lønnssystemer. De sistnevnte faktorene er ikke faktorer som hver for seg fører til automatisk inkludering i (beste selskaper) eller ekskludering (verste selskaper) fra porteføljen. Forøvrig søkes å oppnå en høyest mulig avkastning uten å påta seg høyere risiko enn en bred investering i aksjemarkedet ville gi.

TIAA-CREF har formulert en eierskapspolitikk for alle sine aksjeinvesteringer i alle enkeltporteføljer. Krav til at styrene i selskapene også skal ha en politikk som fremmer sosial ansvarlighet, er en del av den helhetlige eierskapspolitikken. Verken på dette feltet eller andre felt innenfor eierskapspolitikken er det etablert automatiske

[7] Kilde: JustPensions: Will UK Pension Funds Become More Responsible? (Januar 2003)
[8] Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Fund.
[9] Formelt sett er dette to separate selskaper – forsikringsselskapet TIAA og kapitalforvalteren CREF, men ledelsen er identisk i begge selskaper.
[10] Denne porteføljen inngår ikke i de 10 mrd som er gjengitt tidligere i kapittelet, da TIAA-CREFs "social choice" fond ikke er et "mutual fund" som er åpent for alle.

uttrekksmekanismer dersom kravene ikke etterfølges. I de aktivt forvaltede porteføljene vil alle investeringsvalg utelukkende skje etter en finansiell vurdering, med unntak fra "social choice" porteføljen.

CalPERS – California Public Employee Retirement System er det største offentlige pensjonsfondet i USA med i alt USD 134. mrd under forvaltning ved utgangen av 2002. Pensjonsfondet har i likhet med TIAA CREF fokusert sterkt på eierskapspolitikk som virkemiddel for å fremme langsiktig avkastning. I fondets globale retningslinjer for stemmegivning på generalforsamlinger ("proxy voting") har fondet etablert Sullivan-prinsippene som basis for sine forventninger til hvordan styrene i selskapene hvor fondet er investert, bør forholde seg til sosial ansvarlighet. CalPERS investerer ikke i tobakksselskaper. Ved vurderingen av hvilke fremvoksende markeder CalPers skulle kunne investere i, ble det i 2002 blant annet lagt vekt på om myndighetene respekterer grunnleggende menneskerettigheter og arbeidsstandarder. Markeder ble inkludert på landlisten etter en helhetsvurdering. Mangelfull kvalitet på enkeltpunkter, som for eksempel menneskerettigheter, var alene ikke nok til å bli utelukket fra landlisten. CalPers' landliste definerer på samme måte som Petroleumsfondets retningslinjer hvilke land selskapene kan være børsnotert i. Landlisten setter selvsagt ingen begrensning for hvilke land de enkelte selskapene kan ha virksomhet i. Ut over dette har CalPERS ikke definert etiske krav til sine investeringer.

New York State Common Retirement Fund (NYSCRF), som er det andre rene pensjonsfondet i USA med mer enn USD 100 mrd. under forvaltning, har ingen eksplisitte etisk begrunnede begrensninger på sitt investeringsunivers. I likhet med de andre store pensjonsfondene som er nevnt her, har fondet en aktiv eierskapspolitikk. Ifølge fondets årsrapport for 2002 sendte fondet brev til styrene i selskapene som hadde hatt oppe resolusjonsforslag på generalforsamlingene omkring arbeidsstandarder og menneskerettigheter, og bad dem redegjøre for hvordan de ville følge opp de forhold som var påtalt i resolusjonsforslagene. I NYSCRFs årsrapport oppgis forøvrig hvor stor andel av omsetningen av rentebærende instrumenter og hvor stor andel av kommisjonen på aksjehandler som kom meglerforetak eid av kvinner eller etniske minoriteter til gode.

California State Teachers Retirement System (CalSTRS) er det tredje største offentlige pensjonsfondet i USA (USD 92 mrd. ved utgangen av 2002). I likhet med CalPERS har også dette fondet ekskludert tobakksaksjer fra sin portefølje.

Det største private pensjonsfondet i USA er pensjonsfondet for ansatte i *General Motors* som forvalter sin egen portefølje på USD 82 mrd i tillegg til eksterne porteføljer på USD 16 mrd.[11]. Dette fondet har ingen etiske retningslinjer for investeringene og har heller ikke formulert offentlig en eierskapspolitikk som inkluderer etiske hensyn.

Europa

ABP er Europas største pensjonsfond og forvalter omlag EUR 135 mrd. i pensjonskapital for offentlig ansatte i Nederland. Fondet har etablert to testporteføljer

[11] Data pr. september 2001

på hver USD 100 mill (til sammen omlag 0,2 pst. av samlet kapital) i henholdsvis nord-amerikanske og europeiske aksjer hvor selskaper velges ut basert på en rangering etter miljømessige kriterier. Ved utgangen av 2002 ble disse to porteføljene slått sammen med Loyalis Global Sustainability Fund[12], som også er åpen for andre deltakere enn ABP. Fondet mottar fra konsulentselskapet Innovest[13] en vurdering av hvor godt de enkelte selskapene i verdensindeksen MSCI World tilfredsstiller definerte krav. Loyalis kombinerer denne miljøanalysen med egen finansiell analyse og risikoanalyse. Resultatet er en aksjeportefølje som søker å ha samme sektor og regionsvekter som MSCI World, og i tillegg også har samme nivå på den generelle markedsrisikoen som verdensindeksen[14]. Selskapene som inngår i porteføljen vil imidlertid alle være blant de beste selskapene i sin sektor i henhold til Innovests vurdering. Det vil altså si at sektorer ikke utelukkes selv om sektoren i seg selv kan være en betydelig forurenser (f.eks. utvinning av olje og gass). Målet er at miljøanalysen og den finansielle analysen til sammen skal gi en høyere avkastning enn hva verdensindeksen oppnår. Som nevnt er en helt marginal andel av ABPs samlede aksjeportefølje plassert i dette produktet.

I ABPs retningslinjer for utøvelse av eierstyring (”corporate governance”) er det stilt krav om at selskapene skal offentliggjøre sin politikk i forhold til blant annet arbeidsstandarder og miljø. De enkelte selskapenes kvalitet i forhold til kravene i eierstyringspolitikken er eksplisitt med i vurderingen når aktive aksjeforvaltere i ABP allokerer kapital mellom enkeltaksjer. Det understrekes i innledningen til eierpolitikken at ABPs finansielle interesser alltid vil komme først.

PGGM, som er pensjonsfondet for ansatte i helsesektoren, er det andre store pensjonsfondet i Nederland med EUR 45,3 mrd. til forvaltning. Følgende rammer er satt for PGGMs investeringer ut fra etiske hensyn:

- selskaper som har mer enn 50 pst. av sin inntjening fra produksjon av eller handel med våpen, ekskluderes fra investeringsuniverset
- selskaper som er hjemmehørende i land som systematisk bryter grunnleggende menneskerettigheter, ekskluderes. De grunnleggende menneskerettighetene defineres som organisasjonsfrihet, talefrihet og pressefrihet. Det mest sentrale kriteriet for hvorvidt et land kommer i konflikt med dette, er vedtak om boikott eller omfattende økonomiske sanksjoner fra internasjonale organer som FN eller ILO.
- I testporteføljer som omfatter omlag 0,2 pst. av PGGMs samlede porteføljer, investerer PGGM i de beste selskapene i hver sektor i henhold til miljømessige og etiske kriterier. Gitt kravet til miljø og sosial ansvarlighet foretar PGGM risikoanalyse og finansiell analyse ut fra målet om å slå referanseindeksen med begrenset relativ risiko.
- PGGM har gitt selskapet ISIS Asset Management i Storbritannia fullmakt til å drive påvirkning mot selskapene som inngår i PGGMS europeiske aksjeportefølje,

[12] Loyalis er et heleid datterselskap av ABP.
[13] ABP annonserte i januar 2003 at de har overtatt en minoritetsandel av aksjene i Innovest. Ifølge Financial Times ventes ABP å bygge opp sin eierandel til 15-20 %. I tillegg vil også State Street Global Alliance, som er et joint venture mellom ABP og State Street Bank, erverve aksjer i Innovest.
[14] D.v.s at fondet er såkalt β-nøytralt i forhold til MSCI World.

for å sikre at de har etablert en politikk som ivaretar hensyn til menneskerettigheter, miljø og sosial ansvarlighet.
- PGGM har ansatt en egen spesialist på sosialt ansvarlige investeringer som en del av sitt interne forvaltningsteam for aksjer.

Hermes Pension Management er eid av Storbritannias største pensjonsfond- BT (British Telecom) Pensions. I tillegg til å forvalte BTs pensjonsportefølje, forvalter Hermes også pensjonskapitalen for tre andre større britiske pensjonsfond. Ved utgangen av 2002 hadde Hermes Pension Management £ 37 mrd under forvaltning. Hermes har ingen negative eller positive utvelgelseskriterier på etisk grunnlag alene i porteføljen. Etiske hensyn er imidlertid nevnt i de prinsippene som Hermes legger til grunn for sin eierstyring. Mest detaljert kommer dette til uttrykk i prinsippene for eierstyring i britiske selskaper, hvor Hermes i kraft av sin størrelse i hjemmemarkedet er en viktig eier. I sine generelle prinsipper sier Hermes at selskapene forventes å etablere en politikk for å håndtere sosiale, miljømessige og etiske spørsmål, og å orientere omverdenen om hvordan selskapet håndterer kortsiktig og langsiktig økonomisk risiko som kan relateres til slike problemstillinger. Hermes krever spesielt at styrene i selskapene skal ha etablert prosedyrer for både å få relevant informasjon og gjennomføre nødvendige kortsiktige og langsiktige risikoanalyser. Hermes' internasjonale eierstyringsprinsipper er mer kortfattet, også når det gjelder sosial ansvarlighet. Formuleringene er nærmest identiske med ABPs og begrenser seg til å kreve at selskapene respekterer loven i de landene de har virksomhet i, samt informerer offentlig om sin politikk i forhold til viktige interesser som miljø og arbeidsstandarder.

Universities Superannuation Scheme (USS) er det britiske pensjonsfondet i Storbritannia med høyest profil innenfor området sosial ansvarlighet. Fondet forvalter £ 18 mrd i pensjonskapital for ansatte på høyskoler og universiteter i Storbritannia. USS har eksplisitt valgt å ikke utelukke enkeltselskaper fra investeringsuniverset ut fra etiske vurderinger. Fondet mener at dette ikke er forenlig med deres juridiske forpliktelse til å handle utelukkende i beste finansielle interesse for sine medlemmer. I stedet har fondet satset aktivt på påvirkning overfor bedrifter som en del av sin generelle eierpolitikk. Eierpolitikken har et finansielt mål. USS er imidlertid kjennetegnet ved at fondet har lagt særlig vekt på problemstillinger hvor etiske problemstillinger kan ha potensielle store avkastningskonsekvenser for USS' portefølje på lang sikt. Eksempler på dette er fokus på hvordan selskapene generelt forholder seg til utslipp av klimagasser, og hvordan farmasisektoren har håndtert konflikten med fattige land vedrørende patentering av HIV/AIDS medisiner.

Skandinavia

Det syvende AP-fondet inngår i den innskuddsbaserte delen av det svenske pensjonssystemet hvor pensjonsytelsen bestemmes av avkastningen på sparekapitalen. AP-7 forvalter midlene for alle de som ikke selv aktivt velger forvaltningsprodukter innenfor denne delen av pensjonssystemet. Ved utgangen av 2002 forvaltet AP-7 i alt verdier for SEK 19,3 mrd, og var det klart største fondet innenfor den innskuddsbaserte delen av pensjonssystemet. AP-7 bruker utelukkelse fra investeringsunivers som verktøy for å sette etiske rammer for investeringsvirksomheten. AP7 utelukker alle bedrifter som er dømt for eller har innrømmet brudd på svensk lov. Videre utelukkes bedrifter som etter fondets mening

opptrer i strid med internasjonale konvensjoner som Sverige har gitt sin tilslutning til innenfor miljø og menneskerettigheter. Dokumentasjonsoppgaven er satt ut til det svenske selskapet CaringCompany/Etikanalytikerna. Ved utgangen av 2002 var 41 selskaper utelukket fra investeringsuniverset. Disse bedriftene utgjorde da omlag 9 % av verdien på verdensindeksen til FTSE (FTSE all world).

Den utelukkelsesmekanismen som AP-7 har tatt initiativet til, er senere tatt i bruk av enkelte andre investorer. I Norge er *Kommunal Landspensjonskasses (KLP*) internasjonale aksjeporteføljе underlagt samme mekanisme som AP7 fra årsskiftet 2002/2003. Informasjonsinnhentingen følger samme prosedyre som den som gjelder for AP-7. Bedriftene på KLPs liste over utelukkede selskaper utgjorde omlag 7 % av samlet markedskapitalisering i FTSE All-World ved utgangen av 2002.

De *4 AP-fondene* som inngår som bufferfond i den offentlige ytelsesbaserte delen av det svenske pensjonssystemet, forvaltet ved utgangen av 2002 i alt SEK 468 mrd. kroner i det globale kapitalmarkedet. I den felles lovgivningen for AP-fondene 1-4 og AP 7 heter det at "Hänsyn till miljö och etik ska tas i placeringsverksamheten utan att avkall görs på det övergripande målet om hög avkastning". De 4 AP-fondene har spesifisert nærmere i sin eierskapsstrategi hvordan dette skal tolkes. Det er et gjennomgående trekk i strategidokumentene at eierskap skal unngås dersom selskapene bevisst og gjentatte ganger bryter allment etiske eller miljømessige atferdsnormer, eller dersom selskapene hører hjemme i land som er gjenstand for internasjonale sanksjoner vedtatt av FN eller EU. Det stilles krav i strategidokumentene til god dokumentasjon av regelbrudd før det kan bli aktuelt å vurdere nedsalg. Det fremkommer også at før det er aktuelt å trekke seg ut av selskapene hvor regelbrudd eventuelt er godt dokumentert, skal en ha forsøkt å påvirke selskapene til å endre atferd. Et av fondene, AP3, har inngått en kontrakt med et eksternt konsulentselskap (CoreRatings) om leveranse av etikk/miljøvurderinger av de enkelte selskap. Dette skal være grunnlag for AP3's aktive eierstyring på etikk – og miljøområdet. I dette tilfellet sies det eksplisitt at fondet ikke ønsker å ta ut selskaper av investeringsuniverset på etisk grunnlag, og at påvirkning anses som et mer egnet virkemiddel.

Sveriges og Nordens største enkeltstående pensjonsfond er *Alecta* som forvalter tjenestepensjonsordningen for vel 600000 personer i bedrifter i det private næringsliv tilsluttet avtalen mellom Foreningen Svensk Næringsliv og det private tjenestemannskartellet. I alt er omlag SEK 300 mrd forvaltet av Alecta i denne ordningen. Alecta har ingen etiske regler som begrenser investeringsuniverset, men oppgir i sin eierskapspolitikk at styrene i selskapene bør se til at samarbeidet fungerer godt mellom bedriften, dets ansatte og samfunnet forøvrig. Videre (ifølge eierskapspolitikken) bør årsrapporten dokumentere hvordan styret håndterer sosiale, etiske og miljømessige spørsmål, og at de har vurdert risiki på kort og lang sikt som følge av slike spørsmål.

Den største institusjonelle forvalteren i Danmark er *ATP*, som forvalter DKK 250 mrd. ATP forvalter kapitalen i en obligatorisk, fondert tilleggspensjonsordning for alle lønnsmottakere i Danmark. ATP har formulert en etikk- og miljøpolitikk som er svært lik de formuleringer som en finner hos de svenske AP-fondene 1-4. Etikkspørsmål er ikke eksplisitt nevnt som fokusområde i ATPs strategidokument for utøvelse av eierrettigheter.

I Norge har *Storebrand* vært markedsledende innenfor sosialt ansvarlige investeringer, både i utviklingen av "grønne" fond og i implementering av etiske retningslinjer for den store porteføljen som eies av Storebrand Liv (NOK 103 mrd). Ifølge Storebrands internettsider er følgende etiske kriterier benyttet i denne porteføljen:

- Investeringer i tobakksprodusenter og -forhandlere tillates ikke
- Investering i landmineprodusenter tillates ikke
- investeringer i selskaper som bryter menneskerettigheter, tillates ikke. Storebrand baserer utelukkelse på dette grunnlag på egen innhenting av informasjon
- Innenfor segmentet europeiske kjemikaliebedrifter har Storebrand kun investert i de selskapene som har relativt sett høyest score på en miljørating som Storebrand selv er ansvarlig for. Det er besluttet å avvikle dette kriteriet.

5.1.4 Etiske indekser

Generelt vil aksjeindekser tjene to formål:
- De måler avkastning og risiko på aksjemarkedet generelt
- Det tjener som et sammenligningsgrunnlag for aktiv forvaltning. Aktiv forvaltning vil ha som mål å oppnå en høyere avkastning enn markedet, hensyn tatt til endret risiko.

Alminnelige aksjeindekser er for eksempel S&P 500 i USA, FT 100 i Storbritannia, og MSCI World / FTSE All-World globalt. Aksjeindeksene i USA har lengst historikk, mens de globale aksjeindeksene typisk har avkastningshistorikk som starter på 1980-tallet.

Fremveksten av etisk forvaltning har også skapt behov for aksjeindekser med etisk filtrering. Dersom man aksepterer de etikkvurderingene som ligger til grunn for en etisk screenet aksjeindeks, kan en slik indeks tjene som sammenligningsgrunnlag for aktiv forvaltning med etiske begrensninger. Imidlertid er det ingen allment akseptert standard for hvordan etisk filtrering av aksjeindekser skal gjennomføres.

I USA er *Domini Social Index* som tidligere nevnt den eldste aksjeindeksen med etisk filtrering (1990). Indeksen inneholder omlag 250 av selskapene som inngår i S&P 500. Videre inneholder indeksen ytterligere 100 store amerikanske selskaper som ikke er med i S&P 500, og endelig 50 selskaper med spesielt sterk score på sosiale kriterier. Selskaper med 2 pst. eller mer av sin inntjening fra salg av militære våpensystemer utelukkes. Videre utelukkes selskaper som i det hele tatt har inntjening fra produksjon av alkohol og tobakk, samt selskaper med inntjening fra provisjon på gambling. Kraftselskaper med eierinteresser i atomkraftverk eller som mottar kraft fra atomkraftverk, utelukkes.

I tillegg til disse automatiske utelukkelseskriteriene foretas en kvalitativ vurdering av følgende forhold:

- Økonomiske bidrag fra selskapet til humanitære forhold, særlig støtte til program som fremmer økonomisk og sosial rettferdighet

- Mangfold i selskapet, blant annet i forhold til representasjon av kvinner og etniske minoriteter i styre og ledelse
- Forholdet til ansatte, blant ansattes muligheter til å eie aksjer eller å delta i ledelsesbeslutninger
- Respekten for miljøet
- Rettferdige lønnsvilkår, respekt for menneskerettigheter og respekt for miljøet dersom selskapet opererer i relativt sett mindre utviklede land
- I hvilken grad selskapet legger vekt på å fremstille sikre og nyttige produkter

En samlet vurdering av disse faktorene kan føre til at selskaper blir inkludert i indeksen (dersom bedriften utmerker seg positivt) eller utelukket (dersom bedriften i utgangspunktet utmerker seg negativt, og ellers ville vært en naturlig kandidat for indeksen).

Den første globale etiske indeksen som ble lansert, var *Dow Jones Sustainibility Index, DJSI (1999).* Etter dette er flere andre indekser kommet på markedet. Ved siden av DJSI, er FTSE4GOOD-indeksen(2001) markedsledende blant etiske, globale aksjeindekser. Sustainability Asset Mangement (SAM) er ansvarlig for filtreringen av selskaper i DJSI-indeksen, mens Ethical Investment Research Service (EIRIS) leverer analysen som ligger til grunn for FTSEs etiske indeks.

Filosofien bak DJSI-indeksen er at selskaper som har fokus på bærekraftig økonomisk, sosial og miljømessig utvikling, over tid vil ha størst sannsynlighet for å gi eierne god avkastning. Indeksen søker derfor å måle avkastningen på de beste bedriftene i henhold til kriterier for langsiktig bærekraft. Bedriftene vurderes etter hvor dyktige de er til å integrere langsiktige økonomiske, sosiale og miljømessige forhold i sin strategi. Videre analyseres finansielle resultater og rapporter, investeringer i og fokus på kundepleie, kvaliteten på styringsstrukturer både sett fra eieres og omgivelsenes interesser, forvaltningen av menneskelige ressurser og bruken av risikostyringssystemer som også tar hensyn til langsiktig sosial og miljømessig velferd i de samfunn hvor bedriften er til stede.

Alle bedriftene blir rangert i henhold til en samlet poengsum i hver sine industrielle grupper. Industrigrupper hvor samtlige bedrifter scorer svært lavt, blir ekskludert. Videre ekskluderes selskaper som scorer lavt i forhold til beste selskap i sin industrigruppe.

Fra gjenværende liste velges et visst antall selskaper fra hver industrigruppe. Målet er at de beste 10 pst. av selskapene i hver gruppe skal inngå i den endelige screenede verdensindeks. Disse selskapene skal representere omlag 20 pst av markedsverdien på alle selskapene som inngår i universet før filtrering blir foretatt.

Ingen bedrifter utelukkes altså i utgangspunkter fra DJSI på grunnlag av produkt eller tjeneste. Dow Jones publiserer imidlertid tilleggsindekser til DJSI hvor slike faktorer er tatt inn. Det er da mulig å velge mellom indekser som utelukker produsenter av tobakk, alkohol, våpen, og selskaper involvert i gambling.

FTSE4Good ekskluderer i motsetning til DJSI enkelte industrier ut fra en rent etisk vurdering av produktene. Dette gjelder tobaksprodusenter, selskaper som produserer

hele eller deler av atomvåpensystemer, selskaper som produserer hele våpensystemer, eiere eller operatører av kjernekraftverk, samt selskaper som utvinner uran. Etter dette vurderes hvert enkelt selskap i universet etter hvor godt de tilfredsstiller krav som gjelder:

- Miljømessig bærekraft
- Sosiale forhold og forholdet til sine omgivelser/eksterne interessenter
- Menneskerettigheter

For miljømessig bærekraft rangeres selskapene etter hvilken påvirkning deres virksomhet har på miljøet (høy påvirkning, middels påvirkning, liten påvirkning). Kravene til rapportering, rutiner etc. er sterkest til selskaper som i stor grad påvirker miljøet negativt.

For sosiale forhold vurderes selskapene etter hvilke retningslinjer, rutiner og styringssystemer de har for å ivareta forholdet til interessenter som ansatte, myndigheter og lokalsamfunn. Temaer som likestilling, tilretteleggelse for familie/arbeid kombinasjon, og oppfyllelse av HMS-krav er eksempler på vurderinger som foretas.

For menneskerettigheter vurderes først hvilke selskaper som har virksomheter hvor menneskerettigheter kan bli et aktuelt tema. Disse selskapene vurderes så etter i hvilken grad de lever opp til beste internasjonale standard når det gjelder menneskerettighetspolitikk og arbeidsstandarder, og hvorvidt de har signert frivillige globale initiativ på området som for eksempel FNs Global Compact eller Sullivan-prinsippene.

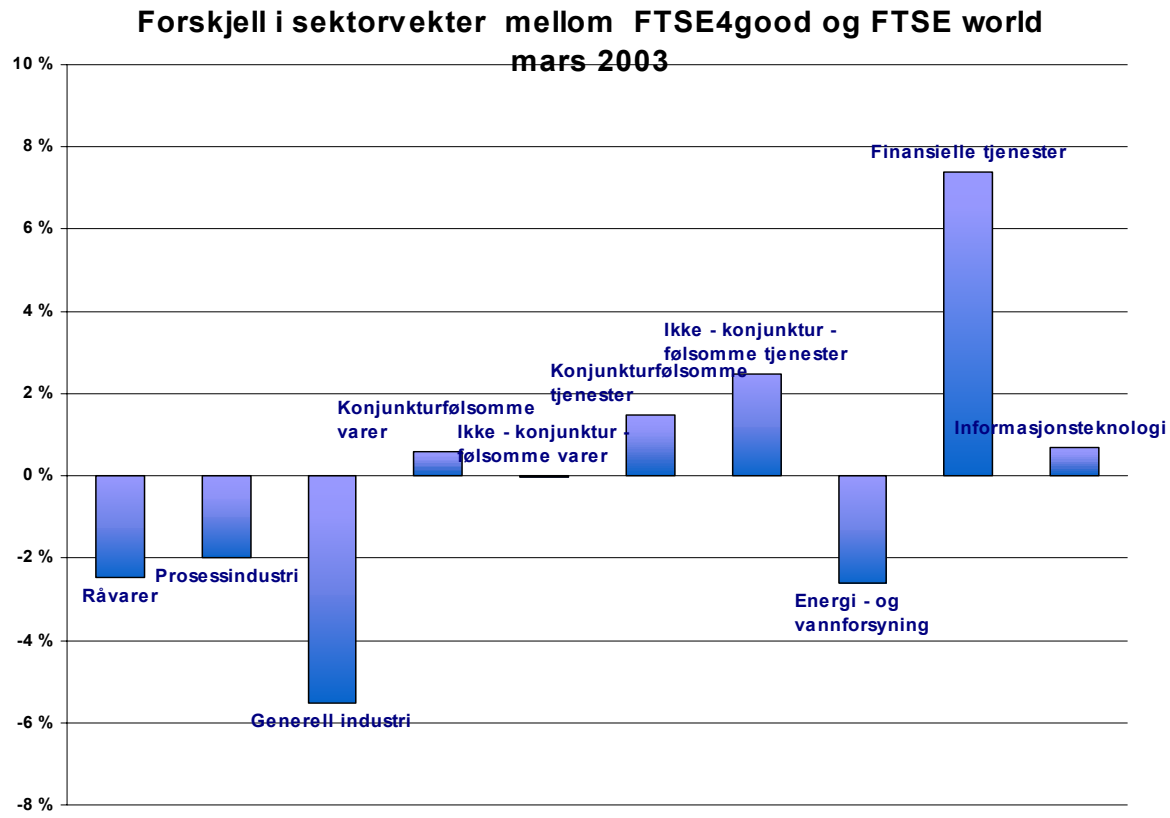
De metodeforskjellene som er til stede mellom de to globale indeksene DJSI og FTSE4Good, fører også til at indeksenes sammensetning blir ulik, selv om begge indeksene søker å ta hensyn til sosial ansvarlighet i valget av aksjer som inngår i indeksene. DJSI har en ”best in class” tilnærming fra et bredere perspektiv enn utelukkende etiske vurderinger. Ordet ”sustainable” i indeksnavnet relateres både til en økonomisk og miljømessig målsetning og tar utgangspunkt i en tro på at bedrifter som har sterk fokus på begge deler, vil være vinnere på lang sikt. FTSE4good er en mer klassisk indeks som søker å måle avkastningen på investeringsuniverset til en investor som investerer i henhold til retningslinjer som utelukker enkeltbedrifter på etisk grunnlag.

Tabell 5.1: Markedsverdi, antall selskaper og landvekten til de 3 største landene i FTSE4good og DJSI månedsskiftet februar/mars 2003

	FTSE4good	DJSI	FTSE world (ikke filtrert verdensindeks)
Antall selskaper	586	310	1827
Markedsverdi (USD mrd)	7319	4445	13558
Vekt USA	52,3 %	36,2 %	56,6 %
Vekt UK	17,5 %	24,1 %	10,8 %
Vekt Japan	5,6 %	5,9 %	8,5 %

Som man ser av tabellen, skaper ulike metoder for filtrering av investeringsuniverset store forskjeller, både mellom filtrerte og ikke-filtrerte indekser og mellom ulike filtrerte indekser. I figur 5.1 vises forskjellen i sektorvekter for en ikke-filtrert verdensindeks (FTSE World) og en filtrert indeks (FTSE4good).

Den etisk filtrerte indeksen har en lavere andel i tyngre industri og kraftselskaper og en høyere andel i finansforetak og ikke-konjunkturfølsomme tjenester som telekommunikasjonsbedrifter i forhold til aksjemarkedet generelt.



Figur 5.1: Forskjell i sektorvekter

AP7 har offentliggjort en liste over 41 selskaper som er utelukket fra deres globale aksjeportefølje ved utgangen av 2002. Det er interessant å registrere at enkelte av selskapene som står på denne listen samtidig inngår i DJSI-indeksen som bedrifter som innenfor sin sektor har relativt sterkest fokus på langsiktig økonomisk bærekraftig utvikling. Siden det ikke er noen automatisk utelukkelse av enkeltselskaper i DJSI-indeksen på grunn av konkrete enkelthendelser eller på grunn av produkter de fremstiller, bør det imidlertid ikke være overraskende at det finnes slike eksempler. Det er kanskje mer overraskende at enkelte bedrifter som inngår på AP-7s liste samtidig inngår i FTSE4good, siden det er større likhetstrekk mellom kriteriene for utelukkelse i dette tilfellet. Det illustrerer at det neppe vil være mulig å finne frem til en måte å konstruere én etisk indeks på som blir alminnelig akseptert hos de fleste aktører i markedet.

Selskaper som er ekskludert av AP-7 pr. 31.12.02, og inkludert i DJSI 31.12.02

BHP Biliton (Australia, Storbritannia)
Nestlè (Sveits)
Nike (USA)
Rio Tinto (Australia, Storbritannia)
Siemens (Tyskland)
Unilever (Nederland, Storbritannia)

Selskaper som er ekskludert av AP7 pr. 31.12.02 og inkludert i FTSE4good 31.12.02

BP Amoco (Storbritannia)
Coca-Cola Enterprises (USA)
Imperial Chemical Industries (Storbritannia)
Johnson Controls (USA)
Liz Claiborne (USA)
Matsushita (Japan)
Nike (USA)
Omron (Japan
Sears (Canada, USA)
Standard Chartered (Storbritannia)
Target (USA)
Total Fina Elf (Frankrike)
Unilever (Nederland, Storbritannia)

5.2 Tilgjengelig informasjon

Filtrering på grunnlag av bransjetilhørighet kan gjennomføres ved å utelukke hele sektorer eller undersektorer fra fondets referanseindeks. Dette vil være et svært grovmasket filter. Et selskap vil bli klassifisert i den sektoren som hoveddelen av omsetningen stammer fra. Et selskap kan således ha en betydelig del av sin omsetning fra "forbudte" sektorer uten at det vil bli utelukket.

Flere analyseselskaper har spesialisert seg på å fremskaffe informasjon om selskaper etter ulike etiske kriterier. Disse selskapene opererer til dels i nettverk og til dels som enkeltstående selskaper. Deres databaser dekker gjerne de store aksjeindeksene. Informasjon om selskaper utenfor indeksene er i mindre grad tilgjengelig. Mens Petroleumsfondets investeringsunivers omfatter over 20 000 selskaper, inngår rundt 2000-6000 av disse i de store indeksene. Det vil ikke være økonomisk eller praktisk mulig på forhånd å gjennomgå alle selskapene Petroleumsfondet kan investere i. Analyseselskaper vil imidlertid trolig kunne gjennomgå de selskapene fondet faktisk er investert i, og hovedindeksene.

Noen av analyseselskapene identifiserer de selskapene som er blant de beste innenfor ulike områder som et grunnlag for positiv utvelgelse. Enkelte av disse tar både tradisjonelle ledelsesindikatorer og miljø- og menneskerettsindikatorer med i beregningen. Andre analyseselskaper har spesialisert seg på negativ filtrering. Det er imidlertid stor bevegelse i bransjen, og utviklingen drives av kundenes etterspørsel. Det finnes også analyseselskaper som har spesialisert seg på å levere informasjon og råd om stemmegivning på generalforsamlinger. Informasjonen vil ikke være av samme kvalitet for alle former for kriterier, og trolig heller ikke like god for alle geografiske områder, bransjer eller selskaper. Det kan likevel være mulig å engasjere analyseselskaper til å filtrere fondet etter kriterier de i dag ikke tilbyr.

Finansdepartementet har allerede en avtale med et av disse selskapene, Ethical Investment Research Service (EIRIS), som leverer data for Miljøfondet. EIRIS leverer ellers data til FTSE til deres etiske indekser. Norske Storebrand leverer også slike tjenester. Ellers kan nevnes amerikanske Kinder, Lydenberg og Domini som er et av de eldste selskapene i bransjen og dessuten ansvarlig for Domini-indeksen, SAM som leverer data til DOW Jones Sustainability-indeksene, og Innovest som har et rangeringssystem der både tradisjonelle ledelsesindikatorer og mer typiske etiske indikatorer er vektet sammen. Det finnes i tillegg til disse liknende analyseselskaper i nær sagt hvert land i Europa og også i andre deler av verden som Japan og Australia.

Det kan være aktuelt å benytte slike konsulenttjenester både ved eierskapspåvirkning, negativ filtrering og positiv utvelgelse. Petroleumsfondet må selv ta stilling til avgrensning av kriteriene og dokumentasjonskrav fordi det har så store konsekvenser for hvilke selskaper som oppfyller eller bryter kriteriene. Kvaliteten på informasjon fra de ulike informasjonsleverandørene varierer. Det bør legges et betydelig arbeid i valg av informasjonsleverandør.

Nedenfor er det en liste over hvilke negative "standardkriterier" EIRIS tilbyr:

Drivhusgasser, herunder energiintensiv industri og utvinning og foredling av fossilt brensel.
Kjernekraft
Ozonødeleggende kjemikalier
PVC
Alkohol
Gambling
Genmodifisering
Tilstedeværelse i land der menneskerettighetsbrudd er vanlige eller tilstedeværelse i omstridte områder
Militærindustri, herunder kjernefysiske våpen
Pornografi
Tobakk
Uetisk markedsføring i den tredje verden

Andre analyseselskaper som f. eks. selskapene i SIRI-Group synes å tilby data for liknende kriterier.

Når det gjelder f. eks. alkohol og tobakk, forsøker EIRIS å bringe på det rene hvilke selskaper som har over 5 prosent eller mer enn 1 mill. GBP av sin totale omsetning fra produksjon eller omsetning av varen. Ved å bruke et slikt filter fanger man altså opp en større del av selskapene enn ved å bruke bransjeinndeling fra aksjeindekser.

I tillegg til typiske negative kriterier tilbyr EIRIS mye informasjon om selskapers menneskerettighets- arbeidstaker- og miljøstrategi eller -rapportering. Slik informasjon kan brukes med sikte på å identifisere de beste selskapene i henhold til ulike kriterier. SAM, Innovest og Storebrand synes ellers å ha mye data som kan benyttes ved "best i klassen"-tilnærminger.

EIRIS arbeider med utforming av negative kriterier for ILOs fire kjernekonvensjoner, men tror ikke at det er mulig å finne systematisk informasjon om virksomhet i strid med internasjonale konvensjoner for øvrig. I et notat til utvalget skriver EIRIS at de tror at man selv for krenkelser av ILOs- kjernestandarder må akseptere at kildene vil bli veldig spredte og at det til en viss grad ikke vil være rettferdig hvilke selskaper

som blir identifisert etter slike kriterier. EIRIS peker på at det er en tendens til at selskaper med internasjonale merkenavn tiltrekker seg mer oppmerksomhet enn andre og at dette ikke nødvendigvis er rettferdiggjort av selskapenes faktiske virksomhet.

Andre analyseselskap tilbyr imidlertid data om selskaper som har virksomhet i strid med en rekke internasjonale konvensjoner. Utvalget har merket seg at analysene bygger på en forutsetning om at FN-organer genererer informasjon om selskapers virksomhet i forhold til slike konvensjoner. Utvalget mener at dette med få unntak ikke er tilfelle.

Utvalget har ikke gått nøye inn i metoder og analyser fra ulike informasjonsleverandører. Det synes imidlertid klart at metodene og resultatene er subjektive og for en stor del basert på skjønn. Behovet for skjønn vil variere, avhengig av hvilke typer negative kriterier man filtrerer etter og det etiske grunnlaget for å utelukke selskaper.

5.3 Effekter av etiske investeringer på miljø, menneskerettigheter og andre sosiale forhold

5.3.1 Tilgjengelige studier

Etiske investeringer er ikke et entydig begrep og kan omfatte ulike krav på forskjellige områder. Miljø, menneskerettigheter og sosiale forhold er områder som gjerne adresseres gjennom etiske investeringer, i tillegg til at spesifikke bransjer eller næringer, slik som våpenproduksjon og alkohol ofte utelukkes.
Dersom målet med etiske investeringer er å bidra til en endring, bør det kunne vises til at disse investeringene faktisk har en virkning i forhold til det formålet de skal tjene, med andre ord at investorenes miljøkrav har en miljøeffekt, og at krav til menneskerettigheter og arbeiderrettigheter faktisk fører til at disse blir bedre ivaretatt.

For å belyse denne problemstillingen har utvalget kartlagt internasjonale utredninger, forskning og annen litteratur innenfor SRI (Social Responsible Investments) feltet. Det foreligger svært mange utredninger og analyser om SRI generelt. Den problemstillingen som har vært viet størst oppmerksomhet, er vurderinger av den økonomiske avkastningen i SRI-fond, SRI-indekser eller konstruerte SRI-porteføljer sammenliknet med avkastningen i porteføljer basert på konvensjonelle investeringsstrategier. På oppdrag fra utvalget, har professorene Thore Johnsen og Ole Gjølberg, gjennomført en litteraturstudie av dette feltet, jf. denne utredningens vedlegg 11. Effektene av etiske investeringer på miljøforhold, menneskerettigheter etc. er imidlertid i liten grad blitt utredet. Det finnes lite forskning på dette området, og det har ikke vært mulig for utvalget å gjennomføre en egen studie innenfor den tiden utvalget har hatt til rådighet.

5.3.2 Forskning om effekter i forhold til formålet

Litteraturen synes i liten grad å ha vært opptatt av om ulike etiske retningslinjer for investeringer faktisk har noen effekt utover den rent økonomiske[15]. Det kan skyldes

15 Kurtz's (2002) updated bibliography gir en god oversikt over SRI feltet: http://www.sristudies.org/bib_frameset.html

mange forhold, ikke minst det faktum at det metodisk er vanskelig å skille mellom effekter knyttet til SRI og andre effekter, og at det er vanskelig å kvantifisere og måle slike effekter.

Det svenske Naturvårdsverkets har i en rapport kartlagt Nordiske miljøfond.[16] Denne rapporten reiser problemstillingen om miljøfondenes miljønytte. Rapporten resonnerer på bakgrunn av intervjuer med bedrifter om hvorvidt investeringer i miljøfond bidrar til en positiv miljøeffekt. I henhold til rapporten består miljøfondenes miljønytte i at man investerer i selskaper som antas å ha en positiv miljønytte. Dette gir selskaper en bekreftelse på at deres miljøarbeide er på rett spor. Dessuten kan miljøfondenes kjøp av aksjer i et selskap bidra til økt etterspørsel etter selskapets aksjer. Videre vil det at et selskap er inkludert i et miljøfond, gi en positiv signaleffekt både internt i selskapet og i forhold til konkurrenter og bransjen forøvrig. Resonnementene er ikke udiskutable, og konklusjonene er i liten grad dokumenterte. Hva den konkrete miljøgevinsten består i (f.eks. i reduserte utslipp, avfall, etc.), er ikke nærmere beskrevet i rapporten.

I forhold til problemstillingen om etiske retningslinjer faktisk skaper endringer kan det også være relevant å se på investorenes strategier for å skape endringer. I en rapport som Forum for the Future (UK) utga i fjor sommer, ble det bl.a. stilt spørsmål om aktivt eierskap (shareholder engagement) kan være et verktøy for å stimulere bedrifter til endring og til å ta et økt samfunnsansvar[17]. Rapporten inneholder også en litteraturoversikt på området. I henhold til denne har det vært to hovedproblemstillinger man har vært opptatt av:

- Bidrar aktivt eierskap til positive endringer i selskapers ledelsesstruktur og beslutningsprosesser?
- Påvirker aktivt eierskap selskapers avkastning på kort og lang sikt?

I litteraturen er det ingen enighet om svarene på disse spørsmålene. Det skyldes både at aktivt eierskap defineres forskjellig i ulike studier, og at forfatternes holdninger til ulike investorstrategier til en viss grad synes å prege resultatet. Det gjør det også vanskelig å generalisere konklusjoner på bakgrunn av de utredningene som er gjort på området.

5.3.3 Rapport fra EIRIS

På oppdrag fra utvalget har EIRIS gitt en vurdering av i hvilken grad etiske investeringer påvirker selskaper til å endre atferd. EIRIS' rapport ligger på utvalgets internettside (www.odin.finansdepartementet) EIRIS bekrefter at det er få studier av virkningene av SRI på selskapers atferd, og viser til en artikkel av Kurz om effekter av SRI på selskapenes adferd:[18]

16 Naturvårdsverket 1999: Nordiske Miljøfond

17 Forum for the Future/CIS 2002: Sustainability Pays. Inneholder omfattende litteraturoversikter og rapporten gir en god litteraturgjennomgang for spesifikke problemstillinger. http://www.forumforthefuture.org.uk/aboutus/default.asp?pageid=266. Se også Goodman, Kron and Little 2002: The Environmental Fiduciary. The Case for Incorporating Environmental Factors into Investment Management Policies. The Rose Foundation for Communitites & the Environment http://www.rosefdn.org/images/EFreport.pdf.

18 Lloyd Kurtz, 2000, Essay published on SRI Studies website [http://www.sristudies.org/essayh.html]

”Noen hevder at SRI har liten effekt på selskapers adferd. Likevel [slik Pain (1997) har observert] bruker selskaper betydelige resurser på kontakt med og informasjon til investorene. Dette tyder på at selskapene verdsetter den marginale investor i aksjemarkedet. En skulle forvente at slike selskaper skulle gjøre det de kan for å forsikre seg om at de tilfredsstiller vanlige etiske kriterier. Det har imidlertid ikke blitt gjort noen omfattende studier av dette.”

EIRIS sammenfatter studier og anekdotisk informasjon på området og trekker følgende konklusjoner:
Enkelte næringslivsledede organisasjoner oppgir at kapitaltilgang og påvirkning fra investorer er en del av den økonomiske begrunnelsen for CSR

- Noen av disse organisasjonene erkjenner at investorer kan ha innflytelse på selskapers samfunnsansvar.
- Noen bedriftsledere erkjenner at investorer kan påvirke selskapers strategiske beslutninger og deres CSR-strategier og prioriteringer.
- Noen selskaper ser verdi i å bli inkludert i etiske indekser eller fond og vil endre adferd eller rapportering for å bli inkludert eller å beholde sin posisjon i slike indekser eller fond.
- Det er vanskelig å knytte endringer i selskapers atferd til en spesiell form for påvirkning som f. eks. SRI.
- Det er vanskelig å påvise konkrete resultater av eierskapspåvirkning, men de som er svært aktive på dette området, er overbevist om at de har innflytelse.
- Eierskapspåvirkning synes særlig virkningsfullt når flere investorer går sammen.
- Eierskapspåvirkning kan ha begrenset effekt f. eks. i forhold til et selskaps kjernevirksomhet og der denne ikke er bærekraftig på lang sikt.
- Det kan være regionale forskjeller på hvor effektiv eierskapspåvirkning er.

De første konklusjonspunktene bygger på undersøkelser foretatt av næringslivsledede organisasjoner som arbeider med å fremme selskapers samfunnsansvar. En av disse organisasjonene, Business in the Community, har underøkt om investorer og analytikere ser miljø og sosiale forhold som viktig for om selskaper er attraktive for investorer. Resultatene av undersøkelsen synes å trekke i retning av at særlig institusjonelle investorer, men også analytikere legger vekt på dette.[19]

Når det gjelder selskapenes holdninger til investorers påvirkningsmuligheter, viser EIRIS til en undersøkelse fra Price Waterhouse Coopers fra 2002.[20] Ifølge denne undersøkelsen foretatt blant administrerende direktører for en rekke selskaper, mente 20 pst. at aksjonærene var den viktigste påvirkningskilden når det gjelder selskapers samfunnsansvar, 26 pst. at kundene var den viktigste kilden, 22 pst. pekte ut styremedlemmene og 13 pst. at selskapenes ansatte var den viktigste påvirkningsfaktoren. Det var ellers vist til noen uttalelser fra selskaper om tilfeller der aksjonærenes påvirkning hadde bidratt til å bedre selskapers sosiale og miljømessige standard.

Når det gjelder effekten av etiske indekser, viser EIRIS til at selskaper synes å legge betydelig vekt på å bli inkludert i etiske indekser, og at dette bidrar til utvikling av selskapenes CSR strategier. Eksempler på forbedringer er at selskaper større åpenhet

19 Business in the Community, December 2002, “Little Book of Facts and Stats” [http://www.bitc.org.uk/resources/publications/index.html]

20 PWC “Corporate Social Responsibility Survey Report 2002”

[http://www.pwcglobal.com/extweb/ncinthenews.nsf/DocID/E384E1712D1495BDCA256BC3002A997B]

og bedre informasjon om selskapet, at selskapet slutter seg til Global Compact eller innføring av en strategi for menneskerettigheter. Det er imidlertid vanskelig å bevise at disse endringene ikke ville ha skjedd uansett.[21]

Når det gjelder effekten av negativ filtrering, er det vist til en studie av boikotten av Sør-Afrika som konkluderer med at aksjeprisene i selskaper der investorer trakk seg ut, ikke ble påvirket av dette[22]. Derimot førte boikott-aksjonen til at selskaper faktisk endret sin holdning til Sør-Afrika til tross for at dette ikke hadde direkte konsekvenser for selskapenes lønnsomhet. Forskerne konkluderer med at boikotter i stor skala er et effektivt virkemiddel til å endre selskapers atferd, men ikke til å straffe selskaper økonomisk.

EIRIS viser også til en undersøkelse fra Just Pensions som et forsøk på å vurdere effektene av eierskapspåvirkning.[23] En rekke fondsforvaltere ble spurt om i hvilken grad de hadde lyktes i å påvirke selskaper. Bare 7 pst. av forvalterne mente at de fleste selskaper viste betydelig endring som følge av påvirkning, mens 86 pst. rapporterte at bare noen få selskaper forandret atferd. Det ble pekt på at den relativt lave andelen av selskaper som viste betydelig forandring, kan skyldes at forandring ofte er et resultat av et vedvarende press der eierskapspåvirkning bare er ett virkemiddel blant flere mulige, at eierskapspåvirkning i mange tilfeller er en nødvendig betingelse for å få satt miljø og sosiale forhold på selskapenes agenda, og at det tar lang tid for et selskap å forandre seg.

EIRIS trekker dessuten frem anekdotisk informasjon fra forvaltere eller selskaper som har pekt på at eierskapspåvirkning har en effekt. Det mest kjente eksempelet er kanskje det felles initiativet blant flere investorer, blant andre ISIS[24] og USS[25], mot farmasiselskaper for å motvirke at industrien gikk til søksmål mot den sør-afrikanske stat for å bryte patentrettigheter for livsviktige medisiner. Et annet kjent eksempel er The Carbon Disclosure Project der en rekke selskaper har gått sammen om å be verdens 500 største selskaper om informasjon om utslipp av drivhusgasser.[26]

5.3.4 Oppsummering

Det er lite forskning på virkningen av etiske investeringer på selskapers samfunnsansvar. Det er på grunnlag av de undersøkelsene som er gjort, ikke mulig å fastslå at etiske investeringer fører til forandring, eller at en form for etiske investeringer er mer virkningsfull enn andre. Til tross for lite forskning på området er det grunn til å merke seg at mange forhold trekker i retning av at etiske investeringer kan føre til endringer i selskaper. Det er et faktum at mange selskaper legger stor vekt på å bli inkludert i etiske indekser eller på andre måter å bli oppfattet som sosialt

21 From Ethical corp magazine - article on business in community http://www.ethicalcorp.com/NewsTemplate.asp?IDNum=460

22 Siew Hong Teoh,, Ivo Welch og Paul Wazzan 1999: The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence From the South African Boycott

23 Just Pensions 2002: Assessing Engagement: A survey of UK practice on Socially Responsible Investment [http://www.justpensions.org/dissertation.shtml]

24 ISIS, tidligere: Friends Provident, "reo® Case Studies" published on the Friends Provident website[http://www.friendsprovident.co.uk/stewardship/]

25 USS, May 2002, "USS and Socially Responsible and Sustainable Investment" published on the USS website [http://www.usshq.co.uk/srsi/FRAMESOC.HTM]

26 http://194.242.156.103/cdproject/downloads/cdp_report.pdf

ansvarlige selskaper. Videre er det en rekke eksempler på at selskaper som har vært utsatt for press fra aksjonærer, har endret atferd i tråd med aksjonærenes ønsker. Inntrykket av at aksjonærer kan bidra til forandring i selskaper, forsterkes ved at både investorer og enkelte selskaper synes å dele denne oppfatningen. Det kan synes som om prosjekter som mange har vært sammen om, har hatt større gjennomslag enn andre.

Vedlegg 6

6 Rettsregler og etisk ansvar i forretningsmessig forvaltning av statlige midler

6.1 Innledning

Etiske retningslinjer for Petroleumsfondet vil gå ut over det som kan sies å være statens og fondets rettslige forpliktelser. Det kan neppe ut fra gjeldende rett i dag stilles særlig vidtgående krav til at fondet skal ta hensyn til etikk i sine investeringer og i sin forvaltning. Det er heller ikke aktuelt å fastsette etiske forpliktelser som rettslige krav til forvalteren gjennom lov eller forskrift. Utvalget legger til grunn at de etiske retningslinjer vil bli fastsatt av departementet som en instruks til Norges Bank.

Selv om det ikke er snakk om rettslige krav, kan det likevel være av interesse å se på forholdet mellom gjeldende rett og krav til etikk i statlig økonomiforvaltning og forretningsførsel. I utgangspunktet er det et klart skille mellom rettsregler og etikk. Rettsregler er normer som håndheves av statlige institusjoner. Innholdet av rettsreglene kan bestemmes av staten både i forkant ved lovgivning og enkeltbeslutning og i etterkant gjennom autoritativ tolkning. Overtredelse av rettsreglene blir møtt med sanksjoner som gjennomdrives av statlige institusjoner gjennom tvang. I noen av tilfellene er sanksjonene av offentligrettslig karakter som straff, pålegg eller tap av posisjon eller stilling. I andre tilfeller kan overtredelse møtes med krav fra private og resultere i dom på opphør av en krenkelse, oppfyllelse av et krav eller erstatning for en skade. Etiske normer på sin side er også sosiale, men ikke knyttet til statlige institusjoner. Staten har ikke myndighet til å fastlegge innholdet av etiske normer og sanksjonerer heller ikke overtredelse av dem. Derfor finnes heller ikke samme muligheter til entydig å fastlegge innholdet av hva som er god etikk som til å fastlegge innholdet av en rettslig forpliktelse. Innholdsmessig faller heller ikke retten og etikken nødvendigvis sammen. Det kan av og til være etisk å bryte loven, og det regnes som god lovgivningspolitikk ikke å forby ved lov alt som er uetisk. Som regel er det slik at etikken tilsier at loven følges samtidig som det å følge loven ofte ikke er tilstrekkelig til at en handling fremstår som etisk. Det er for eksempel både ulovlig og uetisk å skade en annen person. Det er imidlertid (bortsett fra i særlige tilfelle) ikke ulovlig å la være å hjelpe en skadet person. En slik unnlatelse vil imidlertid ofte være uetisk.

Etikken og retten utgjør således to atskilte normative ordner. Likevel finnes det forbindelseslinjer mellom dem. I enkelte tilfeller knyttes innholdet av rettslige forpliktelser til etiske bedømmelser av en handling. Rettsregler som på denne måten får sitt innhold fastlagt gjennom etiske eller moralske bedømmelser, kalles rettslige standarder. Typiske eksempler er regler som henviser til ”god forretningsskikk”, ”urimelige avtalevilkår” og krav til aktsomhet. I slike tilfelle enten *forbyr* rettsreglene en uetisk opptreden eller *påbyr* en etisk opptreden. At avtaleloven åpner for at domstolene setter til side urimelige avtalevilkår, innebærer ikke at domstolene generelt kan gå inn å justere avtaler slik at de blir mest mulig rimelige og balanserte. Denne regelen er med andre ord et eksempel på forbud mot uetisk opptreden. På den annen side har vi en regel som regnskapsloven § 4-6 som bestemmer at registrering av

regnskapsopplysninger og utarbeidelse av årsregnskap skal foretas i samsvar med god regnskapsskikk. Denne bestemmelsen er et påbud om etisk opptreden.

I det følgende gis en oversikt over rettsregler som regulerer markedsaktørers opptreden i forhold til etiske krav knyttet særlig til sosiale hensyn og miljøhensyn. Dette gir en bakgrunn for å vurdere hvilke krav som i dag kan stilles til Statens petroleumsfond og hvilken handlefrihet fondet har til å ta etiske hensyn i forvaltningen.

Det er et generelt utgangspunkt at statlige midler skal forvaltes på en forretningsmessig måte med sikte på å oppnå størst mulig avkastning. Dette fremgår for Statens petroleumsfond av forskriften § 2, hvor det står at "Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning på plasseringene i utenlandsk valuta innenfor de begrensninger som følger av forskriften og de retningslinjer som er gitt i medhold av denne". Lignende formuleringer finnes også i annet statlig regelverk for fondsforvaltning, se for eksempel Folketrygdfondets reglement § 5 som fastsetter at "styret har ansvaret for at fondets midler anbringes med sikte på best mulig avkastning under hensyntaken til betryggende sikkerhet og den nødvendige likviditet." Tilsvarende regler gjelder også for andre sider av forvaltningen av statlige ressurser. Lov om offentlige anskaffelser § 1 bestemmer at "loven og tilhørende forskrifter skal bidra til økt verdiskapning i samfunnet ved å sikre mest mulig effektiv ressursbruk ved offentlige anskaffelser basert på forretningsmessighet og likebehandling."

Slike krav til effektivitet og lønnsomhet har bakgrunn i at statlige organer forvalter offentlige verdier på vegne av fellesskapet. Disponering over offentlige midler til forskjellige samfunnsmessige formål besluttes for staten av Stortinget i statsbudsjettet. Ethvert avvik fra en effektiv og forretningsmessig forvaltning anses som en disponering som må ha grunnlag i en bevilgningsfullmakt.

Rammene for forvaltningen av offentlige midler settes for det første av de spesielle regler som gjelder for vedkommende formue, aktivitet eller organ og for det andre av Stortingets bevilgningsvedtak. For det tredje fremgår rammer for forvaltningen av de rettsregler som gjelder generelt for offentlig virksomhet og endelig av generelle rettslige begrensninger for økonomisk aktivitet bl.a. i skattelovgivningen, konkurranselovgivningen og regler om økonomisk kriminalitet. Innenfor disse generelle og spesifikke rammene, skal forvaltningen ta sikte på å oppnå størst mulig lønnsomhet. Sagt på en annen måte, avvik fra lønnsomhetsmålet i forvaltningen må skje på grunnlag av de rammer som gjelder og ikke på grunnlag av beslutninger truffet under forvaltningen uten grunnlag i disse rammene. Dette innebærer som utgangspunkt at dersom det ikke er fastsatt egne krav til å forvalte verdier ut fra spesielle etiske kriterier, er det ikke grunnlag for å avvike fra lønnsomhetskravet. Som vi skal se straks nedenfor, må det imidlertid gjøre visse modifikasjoner i dette utgangspunktet.

6.2 Generelle regler om sosialt ansvar i næringsvirksomhet

6.2.1 Innledning

Det finnes i de generelle regler som gjelder, visse krav til avvik fra rene lønnsomhetsbetraktninger. Slike regler finnes både i forhold til økonomisk aktivitet generelt enten den utøves av private eller offentlige aktører og i regler som spesifikt kommer til anvendelse for offentlige aktører.

Når det gjelder generelle rettslige rammebetingelser for økonomisk aktivitet, finnes selvsagt en rekke spesifikke begrensninger for lovlig opptreden i markedet. I det følgende ser vi bort fra disse. Av større interesse i vår sammenheng, er regler som setter direkte eller indirekte krav til at virksomhetene skal forfølge andre mål enn lønnsomhet i sin virksomhet, mål som kan sies å være av sosial eller etisk art sammenlignet med økonomiske effektivitetskrav. Reglene kan sies å pålegge virksomheten å ta og utøve et sosial ansvar, både ved å holde seg innenfor de rettslige rammer som gjelder for deres virksomhet, men også ved å strekke seg ut over de rettslige minstekrav.

6.2.2 Internkontroll

Et viktig eksempel på slike rettslige forpliktelser er plikten til internkontroll. Krav til internkontroll er fastsatt i en rekke lover[27]. Kravet er nærmere utdypet internkontrollforskriften (forskrift om systematisk helse-, miljø- og sikkerhetsarbeid i virksomheter). Internkontroll er systematiske tiltak som skal sikre at virksomhetens aktiviteter planlegges, organiseres, utføres og vedlikeholdes i samsvar med krav fastsatt i eller i medhold av lovgivningen. Gjennom krav om systematisk gjennomføring av tiltak, skal internkontroll fremme et forbedringsarbeid i virksomhetene innen arbeidsmiljø og sikkerhet, forebygging av helseskade eller miljøforstyrrelser fra produkter eller forbrukertjenester og vern av det ytre miljø mot forurensning og en bedre behandling av avfall, slik at målene i helse-, miljø- og sikkerhetslovgivningen oppnås. Siden målene i disse lovene aspirerer mot stadige forbedringer av det indre og ytre miljø og med sikte på å redusere skade, innebærer internkontrollkrav at virksomhetene skal ha interne mål og styringssystemer som streber mot sosiale og miljømessige mål i tillegg til økonomisk lønnsomhet (”triple bottom line”). I kommentarene til forskriften sier departementet at ”det er helt sentralt at internkontroll integreres i overordnet styring og planlegging av virksomheten. Stadig flere virksomheter er i dag opptatt av å gjøre forholdet til det ytre miljø til en del av bedriftens organisasjonsstrategi og profil, og internkontroll er et instrument som kan utnyttes for å styrke dette arbeidet innad i bedriften”.

[27] Lov om tilsyn med elektriske anlegg og elektrisk utstyr (lov 24. mai 1929 nr. 4), sivilforsvarsloven §48 jf. §41 (industrivernpliktige virksomheter) (lov 17. juli 1953 nr. 9), brannfarlighetsloven (lov 21. mai 1971 nr. 47), lov om eksplosive varer (lov 14. juni 1974 nr. 39), produktkontrolloven (lov 11. juni 1976 nr. 79), arbeidsmiljøloven (lov 4. februar 1977 nr. 4), forurensningsloven , dersom virksomheten sysselsetter arbeidstaker (lov 13. mars 1981 nr. 6), brannvernloven (lov 5. juni 1987 nr. 26) og genteknologiloven (lov 2. april 1993 nr. 38).

Internkontrollplikten gjelder all aktivitet som går inn under de nevnte lovene, også statlig forretningsvirksomhet, og vil dermed også gjelde for Norges Bank. De konkrete lovene regulerer imidlertid i liten grad rollen til en investor på en slik måte at internkontrollkravet legger føringer på porteføljeforvaltningen til Statens petroleumsfond. Poenget i denne sammenheng er imidlertid bare å illustrere at det finnes visse generelle krav til sosial ansvarlighet i markedet.

6.2.3 Regnskapsloven

Et annet regelsett som kan illustrere krav til sosial ansvarlighet, og som vil ha interesse for en investor i norske selskaper, er reglene i regnskapsloven § 3-3 om årsberetningens innhold. Denne bestemmer om at det i årsberetningen skal gis opplysninger om arten av virksomheten og hvor virksomheten drives og dessuten bl.a. om arbeidsmiljøet og en oversikt over iverksatte tiltak som har betydning for dette. Det skal opplyses særskilt om sykefravær, skader og ulykker. Det skal redegjøres for den faktiske tilstanden når det gjelder likestilling i virksomheten. Det skal også redegjøres for tiltak som er iverksatt og tiltak som planlegges iverksatt for å fremme likestilling og for å forhindre forskjellsbehandling i strid med lov om likestilling mellom kjønnene. Det skal videre gis opplysninger om forhold ved virksomheten, herunder dens innsatsfaktorer og produkter, som kan medføre en ikke ubetydelig påvirkning av det ytre miljø. Det skal opplyses hvilke miljøvirkninger de enkelte forhold ved virksomheten gir eller kan gi, samt hvilke tiltak som er eller planlegges iverksatt for å forhindre eller redusere negative miljøvirkninger.

Et annet eksempel på krav til sosialt ansvar er Norsk RegnskapsStiftelses krav til miljørapportering i sin Foreløpig Norsk RegnskapsStandard for Årsberetning. Her slås det fast at formålet med redegjørelsen er å gi et grunnlag for å vurdere den virksomhet foretaket driver i en miljømessig sammenheng, og å gi et bilde av selskapets miljømessige forpliktelser og utviklingsmuligheter. Det bør fremgå av redegjørelsen hvilke ambisjoner og mål foretaket har på miljøområdet og hvilke miljøkrav som foretaket venter seg fra myndigheter, kunder og leverandører. Kravet til redegjørelsen i årsberetningen bør ses i sammenheng med om virksomheten utarbeider en egen miljørapport. Detaljeringsgraden i årsrapporten vil derfor påvirkes av de opplysninger som gis i en slik miljørapport.

6.2.4 Miljøinformasjon

I den nye miljøinformasjonsloven gjelder krav til åpenhet om miljøinformasjon vedrørende private og offentlige virksomheter. I tillegg er det fastsatt en bestemmelse som innebærer at virksomhetene ikke kan se bort ifra miljøforhold bakover i kjeden hos underleverandører, også når disse befinner seg utenfor Norge. I § 16 slås det fast at rett til miljøinformasjon også gjelder påvirkning på miljøet som følge av produksjon eller distribusjon av produkter utenfor Norges grenser, i den grad slik informasjon er tilgjengelig. En virksomhet som får spørsmål om slike opplysninger skal rette forespørsel til foregående salgsledd dersom dette er nødvendig for å besvare kravet. Selv om denne regelen ikke går spesielt langt med hensyn til å ansvarliggjøre virksomheter i forhold til miljøbelastning hos deres underleverandører, vil den i følge Ot.prp. nr. 116 (2001-2002) støtte opp om en livssyklustilnærming og øke bevisstheten om hvordan forbruket i Norge påvirker miljøtilstanden andre steder i verden. Slik sett vil den støtte opp om et bredere miljøengasjement og etisk forsvarlig

forbruk. Forbruk og næringsliv i Norge er basert på omfattende import, og økt kunnskap og bevissthet om miljøvirkningene av vårt forbruk bør også inkludere virkninger som inntrer utenfor Norges grenser.

6.3 Særlige regler for det offentlige

6.3.1 Offentlige anskaffelser

De regler som er omtalt hittil, er slike som gjelder for all aktivitet og som krever at foretak har oppmerksomhet rettet mot sosiale forhold og miljø og som stimulerer til at virksomhetene utøver et sosialt ansvar. I tillegg gjelder enkelte særregler for staten. For offentlige anskaffelser har vi regler om miljøhensyn i lov om offentlige anskaffelser § 6 om ressurs- og miljøbevisste anskaffelser. Bestemmelsen fastslår at staten og kommuner skal under planleggingen av den enkelte anskaffelse ta hensyn til livssykluskostnader og miljømessige konsekvenser av anskaffelsen. Loven gjelder også egne rettssubjekter som er kontrollert av offentlige organer og som tjener allmennheten og ikke er av industriell eller forretningsmessig karakter. Bestemmelsen er en oppfølgning av miljøpolitikken slik den er trukket opp av Stortinget. Ved at offentlige oppdragsgivere etterspør miljøvennlige produkter og tjenester vil man kunne fremtvinge et større utvalg av mindre miljøbelastende og mer ressurs- og energieffektive varer og tjenester. Dette vil igjen kunne påvirke produksjons- og forbruksmønsteret i en mer bærekraftig retning. Økt fokus på miljøhensyn i innkjøpsprosessen kan også bidra til at det offentlige reduserer miljøproblemer som følge av egen virksomhet. Bestemmelsen tar med andre ord sikte på å redusere miljøbelastninger knyttet både ved det offentliges egen virksomhet og ved virksomheter lenger bak i anskaffelseskjeden.

6.3.2 Saklighet, likebehandling og god forretningsskikk

Det offentlige er også underlagt generelle forvaltningsrettslige regler om krav til saklighet og likebehandling. Et av de eldre eksemplene på dette fra rettspraksis er at en kommune ikke kunne legge vekt på at en restaurant sto i konflikt med fagforeningen i spørsmålet om fastsettelse av åpningstid. Slike generelle saklighetskrav gjelder også ved disposisjoner av forretningsmessig karakter og fører for eksempel til at det offentlige ikke står like fritt i sin ansettelsespolitikk eller til å nekte forretningsforbindelse. Antakelig innebærer ikke reglene om myndighetsmisbruk andre føringer på offentlig forretningsvirksomhet enn dem som er formulert i lov om offentlige anskaffelser § 5 som bestemmer at ”oppdragsgiver skal opptre i samsvar med god forretningsskikk, sikre høy forretningsetisk standard i den interne saksbehandling og sikre at det ikke finner sted forskjellsbehandling mellom leverandører.” I forarbeidene til denne bestemmelsen er det uttalt at den nedfeller enkelte grunnleggende prinsipper som ivaretar hensynet til rettssikkerhet og som allerede må anses å følge av alminnelige prinsipper om forsvarlig saksbehandling, anbudsrettslige prinsipper og prinsipper som følger av EØS- avtalen. I en slik form må saklighetskravet også gjelde egne rettssubjekter som kontrolleres av det offentlige, selv om de er av forretningsmessig karakter.

Disse reglene innebærer at det offentlige har mindre frihet enn private aktører til å vektlegge andre forhold enn de som tjener ren forretningsmessig lønnsomhet. . For det

offentlige vil krav til nøytralitet, saklighet og god forretningsskikk fremstå som rettslige forpliktelser, der de for det private må anses som forpliktelser av mer etisk karakter. Avvik fra denne typen mer etiske forpliktelser kan likevel også for private aktører få rettslig betydning, fordi de er bygget inn i generelle regler som regulerer opptreden i forhold til konkurrenter og kontraktsparter som for eksempel markedsføringsloven § 1 som bestemmer at det i næringsvirksomhet ikke må foretas handling som strider mot god forretningsskikk næringsdrivende imellom, eller som er urimelig i forhold til forbrukere eller som for øvrig strider mot god markedsføringsskikk.

Det vil likevel kunne være en forskjell mellom hvilke konsekvenser brudd på god forretningsskikk vil kunne få for private og offentlige aktører. For private aktører vil konsekvensen av å overtre kravet til god forretningsskikk kunne føre til at en konkurrent kan ha rett til å kreve handlingen stoppet eller få krav på erstatning for eksempel der en virksomhet A i strid med god forretningsskikk har utnyttet et forretningskonsept som er utviklet av virksomhet B.

Siden kravet til god forretningsskikk gjelder som et generelt prinsipp for offentlig forretningsvirksomhet, vil det i tillegg til slike privatrettslige reaksjoner kunne gjøres gjeldende reaksjoner på offentligrettslig grunnlag for den som er ansvarlig for bruddet, og den ansvarlige statsråd vil kunne måtte gå av på grunn av sitt parlamentariske ansvar. Dette ble demonstrert etter Kings Bay ulykken på Svalbard i 1962. Et nyere eksempel har vi i Stortingets granskning våren 1994 som følge av at en agent for salg av produkter fra forsvarsmateriellbedriften Raufoss A/S var anklaget for korrupsjon i Storbritannia (Innst.S.nr.187 (1993-1994) - vedrørende I, Myndighetenes kontrollvirksomhet for norsk våpeneksport og II, Etiske retningslinjer for markedsføring av våpen og oppfølging av slike nasjonalt og internasjonalt). Her la komitéflertallet til grunn at Stortinget kan kontrollere etiske sider ved statlig forretningsdrift. Mindretallet, Arbeiderpartiet i regjeringsposisjon, understreket at bedriften Raufoss A/S ikke var anklaget for noen ulovlig virksomhet og mente at det ikke tilligger Stortinget å kontrollere virksomheten i Raufoss A/S, dets styre eller forretningsdrift.

I korrespondanse med komiteen uttalte Nærings- og energidepartementet at det ”på helt generelt grunnlag (vil) understreke hvor viktig det er at norske industribedrifter i sin eksportvirksomhet er oppmerksom på og overholder både norske og andre lands lovbestemmelser, og allment aksepterte etiske regler. Bedriftene må være oppmerksom på at lovbestemmelser og praksis kan være forskjellig fra land til land”. Komiteen anmodet Regjeringen ”om å vurdere fastsettelse av allmenne forretningsmessige etiske retningslinjer for statlige etater, departementer, direktorater som inngår større kontrakter, slik f.eks. styret i Raufoss A/S nå nedtegner etiske normer og gjør disse kjent for medarbeiderne, såvel som kunder og leverandører. Når staten utøver et aktivt eierskap i selskaper hvor staten er eneeier eller betydelig aksjonær bør det også legges vekt på disse forhold. Dette kan bl.a. skje i forbindelse med utvelgelse av styremedlemmer og medlemmer til bedriftsforsamlinger.”

6.4 Særlig om Statens petroleumsfond

De regler og saker som er gjennomgått her, viser at selv om statlig forvaltning skal ta sikte på lønnsomhet og å maksimere overskudd, står statlige forvaltere ikke fritt til ensidig å forfølge dette målet ut fra en forestilling om at alle handlinger som ikke eksplisitt er rettslig forbudt kan utføres der de ut fra økonomiske betraktninger er lønnsomme. For det første gjelder det visse generelle krav til å bygge inn sosiale og miljømessige hensyn i virksomheten og å rapportere om disse. For det andre er statlig virksomhet forpliktet til å følge allmenne, dvs. ikke-rettslig fastsatte normer for saklighet, god forretningsskikk og allment akseptert etikk. Disse utgangspunktene gjelder også for forvaltningen av Statens petroleumsfond. Det betyr at forskriften § 2 om at "Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning på plasseringene i utenlandsk valuta innenfor de begrensninger som følger av forskriften og de retningslinjer som er gitt i medhold av denne" må leses med den underforståtte tilføyelse "samt de generelle krav som gjelder til saklighet, god forretningsskikk og allment akseptert etikk".

Hva disse begrensninger nærmere innebærer for Statens petroleumsfond på grunnlag av dagens rettstilstand i forhold til utvalgets mandat, kan være noe usikkert. Det er helt på det rene at begrensningene gjelder for Norges Banks egen virksomhet, bl.a. i forhold til ansatte, oppdragsmottakere og kontraktspartnere for øvrig. Det vil ikke være i samsvar med kravet til god forretningsskikk om fondet skulle forskjellsbehandle sine eksterne forvaltere på usaklig grunnlag.

Når det gjelder investeringspraksis og porteføljeforvaltningen, er svaret mer usikkert. Dagens forskrift legger føringer på bankens investeringsunivers og eierskapspraksis. Finansdepartementet er imidlertid bundet av overordnede retningslinjer som forskriftsmyndighet og det kan teoretisk sett tenkes at de rammer forskriften setter er for snevre i forhold til de forpliktelser fondet har. Også det forhold at Stortinget ved flere anledninger har diskutert etiske standarder for fondet kan ha betydning for vurderingen. Stortinget har vært kjent med at fondet forvaltes etter rene finansielle kriterier uten at det er gitt pålegg til regjeringen om å endre på dette. I Stortingets behandling av Revidert nasjonalbudsjett 1999 – Innst. S nr. II understreket komitéflertallet fondets rolle som finansiell investor, og advarte "mot en utvikling der det legges føringer på Petroleumsfondet som kan gjøre det til en form for strategisk investor for å oppnå andre mål enn å sikre statens og fellesskapets finansielle sparing". Flertallet mente også at det var betenkelig å innføre andre krav til Petroleumsfondet enn for forvaltningen av statens formue i form av for eksempel direkte eierskap og Folketrygdfondet innenlands. På den annen side har det gjentatte anledninger vært bred støtte for å utvikle metoder for å sikre en etisk standard for forvaltningen av fondet. Det må på dette grunnlag være på det rene at departementet ikke i dag har noe mandat til på egen hånd å utvikle etiske retningslinjer for forvaltningen som går ut over det å oppnå størst mulig avkastning i henhold til god investorskikk. På den annen side kan det ikke være utelukket å ta etiske hensyn i forvaltningen i den utstrekning dette er i overensstemmelse med god investorpraksis i langsiktig forvaltning.

En viktig faktor for bedømmelse av fondet vil således være det som måtte finnes av "god investorskikk" i forhold til spørsmålet om etiske hensyn i forvaltningen. I den utstrekning det måtte utvikle seg en oppfatning i bransjen om at god investorsskikk

for den typen forvaltning som Statens petroleumsfond utøver, krever en aktiv oppfølgning overfor viktige selskaper i porteføljen med hensyn til å konstatere selskapenes soliditet i mål- og styringssystemer (corporate governance), må fondet anses forpliktet til en slik oppfølgning. Det må også være klart at i den utstrekning god investorskikk tillater siling eller oppfølgning av selskaper i porteføljen med sikte på deres forhold til det omkringliggende samfunn når det gjelder miljøpåvirkning og sosiale krav, må en slik oppfølgning anses tillatt for fondet innenfor rammen av dagens forskrift.

Slik tilstanden i bransjen synes å være i dag, gir en vurdering av fondets forpliktelser og friheter i forhold til gjengse oppfatninger om god investorskikk fondet og departementet en rimelig stor grad av frihet. Det kan neppe være slik at fondet og departementet ut fra kravet til god forretningsskikk kan ha veldig vidtgående eller spesifikke forpliktelser til å utelukke eller søke å påvirke selskaper som selv ikke opptrer på en etisk måte overfor samfunnet. Det er likevel ikke umulig å argumentere for at forpliktelsene går noe lengre enn det som i dag gjøres ved uttrekksmekanismen og miljøfondet. På det nåværende tidspunkt vil en slik argumentasjon antakelig ikke vinne frem, bl.a. fordi oppfatningen om at god investorsskikk tilsier at det tas etiske hensyn i forvaltningen foreløpig har liten utbredelse i bransjen. På den annen side kan forskriften og de generelle kravene til forvaltning av offentlige midler ikke stenge for at det foretas siling av porteføljen for å motvirke at fondets midler knyttes til ulovlig eller ikke etisk næringsvirksomhet, eller utøves aktiv påvirkning av selskaper i porteføljen. Så lenge det ligger innenfor rammene av god investorskikk å gjøre dette, må det også sies å ligge innenfor rammene av det mandat som er gitt for forvaltningen av fondet i loven og forskriften. Generelle regler både innenfor Norges internasjonale forpliktelser og nasjonale offentligrettslige regler kan likevel stille visse krav til måten dette gjøres på både med hensyn til forankring, transparens og prosedyrer.

7 Retningslinjenes etiske grunnlag

7.1 Innledning

Med utgangspunkt i mandatet skal retningslinjene omfatte forhold relatert til miljø, menneskerettigheter og andre sosiale forhold. Siden det kan hevdes at Petroleumsfondet "tilhører" det norske folk, bør retningslinjene ha en klar demokratisk forankring. Retningslinjene bør gjenspeile allmenne holdninger til hva som er riktig og galt innenfor disse områdene og bygge på prinsipper med bred tilslutning i den norske befolkningen.

Forsøk på å utlede norske verdier er beheftet med en rekke prinsipielle og metodiske problemer som det er redegjort nærmere for i utvalgets innstilling.

Retningslinjene for forvaltningen av Petroleumsfondet er i dag forankret i vedtak fattet av Stortinget. Innføringen av etiske retningslinjer i forvaltningen må forankres i stortingsvedtak. For å utlede et verdigrunnlag som skal ligge til grunn for retningslinjene virker det også nærliggende å bygge på vedtak fattet av Stortingets flertall.

Med dette som utgangspunkt finnes det flere muligheter til å identifisere verdigrunnlag som kan gis anvendelse på selskapers virksomhet. Et mulig verdigrunnlag er norske verdier slik de reflekteres i norsk lovgivning. Også fra hovedlinjene i norsk utenrikspolitikk kan det utledes et verdigrunnlag med grunnlag i vedtak og konsultasjoner i Stortinget. Endelig kan veiledning finnes i retningslinjer som anerkjente organisasjoner har etablert eller initiativer der også næringslivet har deltatt, eller en kombinasjon av disse.

Nedenfor gis en kort gjennomgang av alternative verdigrunnlag for utforming av etiske retningslinjer for Petroleumsfondet.

7.2 Norsk lovgivning

Et mulig utgangspunkt er lovgivningen som regulerer norske selskapers virksomhet. Valg av dette utgangspunktet vil tilsi at Petroleumsfondet ikke skal være investert i virksomhet som hadde vært ulovlig dersom den hadde vært drevet i Norge. Den relevante norske lovgivningen er omfattende og omfatter en rekke pålegg som savner en etisk begrunnelse, og bestemmelser der begrunnelsen primært er av en annen art. Et utgangspunkt i norsk lovgivning må derfor begrenses til å omfatte lovgivningen innen de områder som ut fra mandatet anses særlig relevante, dvs. miljø, menneskerettigheter, arbeidstaker- og sosiale forhold.

Også et slikt presisert utgangspunkt vil kreve tillempning, ettersom norske miljø-, bedrifts- og arbeidsmiljøbestemmelser er mer vidtrekkende enn det som er rimelig, ønskelig eller praktisk mulig å anvende som retningsgivende overfor samtlige selskaper i Petroleumsfondets investeringsunivers. Retningslinjer basert på norsk lovgivning vil derfor måtte baseres på et utvalg lovbestemmelser som antas å

gjenspeile særskilt grunnleggende verdier som er relevante i forhold til utvalgets mandat. Å bruke norsk lovgivning som utgangspunkt kan bli oppfattet som et forsøk på å gjøre egne verdier universelt gyldige.

Alle relevante deler av norsk lovgivning har ikke den tilstrekkelige oppslutningen til å tilfredsstille kriteriet om overlappende konsensus. Utvalget er på bakgrunn av vurderingene ovenfor kommet til at norsk lovgivning ikke utgjør noe egnet grunnlag for etiske retningslinjer. Det tillegges for helhetens skyld at Petroleumsfondet, uavhengig av etiske retningslinjer, er forpliktet til å overholde de norske lovbestemmelser som direkte begrenser adgangen til å investere i utlandet. Dette gjelder blant annet begrensninger som følger av internasjonale sanksjoner gjennomført i norsk rett og straffelovens forbud mot hvitvasking og finansiering av terroraktiviteter, se nærmere nedenfor under kapittel 7.3.1.

7.3 Norsk utenrikspolitikk

Et annet mulig utgangspunkt som peker i retning av et allment verdigrunnlag er den norske utenrikspolitikken. Hovedlinjene i utenrikspolitikken er langsiktige, omfattet av bred konsensus og bygget på beslutninger fattet gjennom vedtak og konsultasjoner i Stortinget.

En fremstilling av hovedmålsetningene og verdigrunnlaget i norsk utenrikspolitikk er gitt i innledningen til Utenriksdepartementets kapittel i statsbudsjettet. Her heter det bl.a. om de verdibaserte delene av utenrikspolitikken:

Om de verdibaserte delene av norsk utenrikspolitikk

Regjeringen vil legge økt vekt på fredsbygging som et supplement til vår aktive medvirkning i fredsskapende prosesser og deltakelse i fredsbevarende operasjoner. Fredsbygging forutsetter en bred tilnærming som inkluderer politiske, sikkerhetspolitiske, økonomiske og sosiale virkemidler. Fremme av godt styresett og en klarere rettighetstilnærming, vil stå sentralt i dette arbeidet. Godt styresett innebærer respekt for grunnleggende menneskerettigheter, rettsstatens prinsipper, demokratisk kontroll med forvaltningen og en rettferdig fordeling av ressurser.

Det er en målsetting for regjeringen å utvide og styrke beskyttelsen av sivile i komplekse nødsituasjoner, i samsvar med humanitære prinsipper og folkeretten. Dette omfatter internasjonalt samarbeid og koordinering av humanitær bistand til flyktninger og fordrevne, herunder bistand til repatriering og reintegrering. Regjeringen følger dette opp gjennom egne bevilgninger ved naturkatastrofer og krisesituasjoner, hvor også støtte til menneskerettighetstiltak inngår. Hjelpen kanaliseres gjennom FN-systemet og norske og internasjonale frivillige organisasjoner.

Satsing på fred og humanitær bistand er investering i utvikling og fattigdomsbekjempelse. Samtidig kan fattigdomsbekjempelse og utvikling være en investering for å lindre humanitær nød, hindre konflikt, og bygge fred. Kløften mellom fattige og rike gjør verden utrygg. Sosial nød og urett er uløselig knyttet til utfordringer på områder som fred og sikkerhet, demokrati og godt styresett, menneskerettigheter og miljø.

Det er utvalgets oppfatning at en generell henvisning til norsk utenrikspolitikk som verdigrunnlag for retningslinjene gir begrenset veiledning. Bare deler av utenrikspolitikken er verdibasert, mens andre deler er innrettet mot å forfølge norske strategiske, ressursmessige og økonomiske interesser. Den norske utenrikspolitikken

omfatter derfor en rekke målsetninger som ikke har noen relevans for Petroleumsfondets investeringsbeslutninger.

Ettersom Petroleumsfondet er et statlig fond, vil investeringsbeslutninger fattet på grunnlag av etiske retningslinjer i noen tilfelle kunne oppfattes som utøvelse av norsk utenrikspolitikk. Det er derfor et selvstendig poeng at retningslinjene utformes på en måte som ikke er i motstrid med hovedlinjene i utenrikspolitikken. Dette kravet til konsistens innebærer som et minimum at folkerettsstridige investeringer skal unngås. Dette hensynet ivaretas i dag av uttrekksmekanismen (se vedlegg 10). Innføringen av etiske retningslinjer innebærer imidlertid en ambisjon om etisk atferd utover det lovmessige. Fra avståelse fra ulovlige og folkerettslige investeringer kan linjen trekkes til å anse Petroleumsfondet som et offensivt virkemiddel for å realisere norske utenrikspolitiske målsetninger.

En slik ambisjon vil måtte undergis en effektivitetsbetraktning i forhold til andre virkemidler som er tilgjengelige for å fremme disse målsetningene. *Utvalget antar at flertallet av våre utenrikspolitiske målsetninger ivaretas bedre ved eksisterende virkemidler enn ved å legge føringer på Petroleumsfondets investeringsstrategi.* Eksempelvis må det antas at den norske utviklingspolitikken inneholder mer effektive virkemidler for å bekjempe fattigdom enn de som tilbys gjennom en etisk forvaltning av Petroleumsfondet. På samme måte må Norges målsetning om å fremme respekten for menneskerettigheter og en internasjonal rettsorden som hovedregel antas best realisert gjennom tradisjonelle diplomatiske virkemidler og det internasjonale samarbeid Norge tar del i. Også demokratihensyn og hensynet til finansiell avkastning taler mot på generelt grunnlag å anse Petroleumsfondet som et offensivt virkemiddel i utenrikspolitikken.

Forvaltningen av Petroleumsfondet bør etter utvalgets oppfatning imidlertid samsvare med og understøtte overordnede norske utenrikspolitiske målsetninger i den utstrekning forvaltningen effektivt kan tjene en slik hensikt. Med sikte på å identifisere noen slike overordnede målsetninger er det nedenfor foretatt en gjennomgang av enkelte grunnlag og regelsett som ligger til grunn for den norske utenrikspolitikken. Utenrikspolitikken kan, som et resultat av Norges folkerettslige forpliktelser, i tillegg til å utgjøre et mulig verdigrunnlag, også sette grenser for hvilke investeringer Petroleumsfondet lovlig kan foreta. En gjennomgang av noen relevante slike folkerettslige beskrankninger er gitt i kapittel 7.3.1 nedenfor.

7.3.1 Folkerettslige beskrankninger

Som hovedregel har Norges folkerettslige forpliktelser få implikasjoner for Petroleumsfondets investeringsvirksomhet. Deler av folkeretten inneholder imidlertid visse beskrankninger som direkte eller indirekte begrenser adgangen til å investere i utenlandske selskaper. Slike beskrankninger kan følge av internasjonale sanksjonsregimer som er gjennomført i norsk rett. I tillegg kan konvensjoner med vidtgående forbud mot medvirkning eller med bestemmelser som forplikter Norge til å fremme en ønsket utvikling, unntaksvis legge føringer også på investeringsvirksomhet. Begrensninger kan også følge av folkerettsinstrumenter som regulerer rettsstillingen i visse områder, herunder havområder og områder med omstridt eller blandet jurisdiksjon.

Det anses å ligge utenfor utvalgets mandat å gi en uttømmende oversikt over de begrensninger folkeretten setter for Petroleumsfondets investeringer. I dag utelukkes selskaper hvis man gjennom investeringer i disse selskapene bryter Norges folkerettslige forpliktelser. Norges folkerettslige forpliktelser følger blant annet av internasjonale konvensjoner Norge er part i. Det er ikke nødvendigvis sammenfall mellom alminnelige internasjonale forbud og det som er forbudt for Norge. For de fleste menneskerettighetskrenkelsers vedkommende er det bare de som forekommer innenfor norsk jurisdiksjon som fører til ansvar for Norge. Enkelte andre internasjonale konvensjoner har et slikt innhold at brudd som foregår utenfor norsk jurisdiksjon kan føre til at Norge blir ansvarlig for bruddet. Bare unntaksvis er disse konvensjonene formulert slik at de kan begrense partenes adgang til å investere i utenlandske selskaper, selv om disse selskapene har virksomhet i strid med konvensjoner investorlandet har undertegnet.

Som hovedregel vil Norges folkerettslige forpliktelser følgelig ikke medføre begrensninger på Petroleumsfondets finansielle investeringer. Fra dette utgangspunktet gjelder som nevnt enkelte unntak. I tillegg kan hensynet til lojal oppfølging av folkeretten tilsi at det utvises tilbakeholdenhet med hensyn til visse former for investeringer.

Nedenfor er det gitt noen eksempler på folkerettslige regler som setter forbud mot, eller legger føringer for, statlige investeringer.

Forpliktelser som følger av Norges medlemskap i FN
Gjeldende sanksjonsregimer vedtatt av FN setter skranker for investeringer og økonomisk samkvem. Pr. juni 2003 er det med hjemmel i lov om gjennomføring av bindende vedtak av FNs Sikkerhetsråd gitt forskrifter om sanksjoner mot Irak, Somalia, Liberia, og Sierra Leone.

Videre er det ved forskrift av 22. desember 1999 innført sanksjoner mot Taliban, Usama Bin Laden, Al-Qaida og tilknyttede personer og enheter. Sanksjonene er begrensede og målrettede, og omfatter finansielle sanksjoner, reiserestriksjoner, våpenembargo og forbud mot teknisk assistanse og opplæring for militære formål. De personer og enheter som sanksjonene rettes mot, er angitt på en særlig navneliste utarbeidet av FN.

Det kan videre reises spørsmål om ønskeligheten av investeringer i selskaper med virksomhet i ikke-selvstyrte-, omstridte eller okkuperte områder. Basert på en konkret vurdering av området og virksomhetens art, kan det være grunn til å vise tilbakeholdenhet med slike investeringer. Utenriksdepartementet har eksempelvis i ett konkret tilfelle frarådet investeringer i selskaper med virksomhet på kontinentalsokkelen utenfor Vest-Sahara.

FNs havrettskonvensjon av 1982, implementeringsavtalen om "Området" av 1994 og FN-avtalen om fiske på det åpne hav av 1995
FNs havrettskonvensjon av 1982 gir statene suverene rettigheter over marine ressurser i de økonomiske sonene og på kontinentalsokkelen. Implementeringsavtalen av 1994 fastsetter dessuten detaljerte regler for investeringer og aktivitet i det såkalte "Området" på havbunnen. Norge er folkerettslig forpliktet til å sikre at norske

investeringer i selskaper som driver aktivitet i andre staters økonomiske soner og på sokkelen skjer i samsvar med Havrettskonvensjonens jurisdiksjonsregler og de regler som konvensjonen og Den internasjonale havbunnsmyndighetens setter for virksomhet i "Området". Det samme gjelder for fiskefartøyer og selskaper som opererer disse på det åpne hav eller i andre staters økonomiske soner. Både havrettskonvensjonen og FN-avtalen, samt partsforhold som følger av Norges deltakelse i regionale ressursforvaltningsorganisasjoner, forplikter Norge til å samarbeide med andre stater om en forsvarlig ressursutnyttelse.

Aktivitet knyttet til rettigheter og plikter etter Havrettskonvensjonen i områder som ennå ikke har oppnådd full uavhengighet eller annen selvstyrestatus anerkjent av FN, skal skje til beste for territoriets befolkning. Ved tvist om et territoriums suverenitet skal holdes konsultasjoner mellom partene med hensyn til utnyttelse av marine ressurser. I disse konsultasjonene skal det fundamentale prinsipp være det ikke-selvstyrte områdets interesser. Videre må ikke utøvelsen av rettigheter etter konvensjonen prejudisere noen av partenes posisjoner og heller ikke skje på en måte som risikerer å hemme en endelig løsning av konflikten.

Uavgrensede marine områder (Barentshavet, Svartehavet, Kaspiske hav)
Næringsaktivitet i uavgrensede områder der jurisdiksjonsspørsmålene ikke er avklart gir opphav til særlige spørsmål. Dette løses ofte gjennom kontrakter med jurisdiksjonsklausuler, eller ulike "fellesarrangementer" i forhold til den konkrete lisens, slik som det f.eks. er vanlig i Det kaspiske hav. Investeringer i selskaper som opererer i slike områder bør undergis en konkret vurdering.

Forpliktelser som følge av tilslutning til EUs handels- og sanksjonstiltak
Det er gitt lovhjemmel (ved lov av 27. april 2001 nr. 14) for norsk gjennomføring av handels- og sanksjonstiltak vedtatt av EU. Hjemmelen har så langt ikke vært benyttet. Norge har imidlertid på politisk grunnlag og i medhold av lov 25. juni 1999 nr. 43 vedtatt tiltak mot den føderale republikken Jugoslavia som i det vesentlige er i samsvar med EUs sanksjoner. Tiltakene påbyr frysing av midler i Norge som tilhører navngitte personer, samt forbud mot å investere i Jugoslavia til fordel for de nevnte personer eller å gjøre midler tilgjengelig for disse.

Norge har siden 1996 vært tilsluttet EUs felles holdning til Burma (Myanmar)**.** Denne fastsetter bl.a. våpenembargo, frystiltak, suspensjon av ikke-humanitær bistand, samt oppfordring til stopp av turistreiser til Burma.

Utenriksdepartementet har nylig fremlagt en odelstingsproposisjon om særlige tiltak mot Zimbabwe. Norge har allerede med hjemmel i eksisterende lovgivning gjennomført flere tiltak i samsvar med de internasjonale straffetiltakene mot Zimbabwe. Formålet med det aktuelle lovforslaget er å etablere et rettslig grunnlag for også å kunne fryse eventuelle midler som personer i Zimbabwes lederskap måtte ha i Norge.

Antarktistraktaten og Miljøprotokollen av 1991
Miljøprotokollen til Antarktistraktaten av 1991 forbyr enhver aktivitet knyttet til mineralressurser i Antarktis i uoverskuelig fremtid. Investeringer i selskaper som driver slik virksomhet i Antarktis kan derfor ikke tilrås. Det samme gjelder selskaper

som ønsker å drive virksomhet i strid med Antarktis-traktatens formål, herunder kravet om at all virksomhet skal være sivil. Også forøvrig setter Miljøprotokollen begrensninger som bl.a. kan komme i konflikt med økende turistvirksomhet i dette området. Norge er en av nasjonene som har fremmet territorielle krav i Antarktis. Norske interesser kan derfor tilsi økt norsk aktivitet både på Antarktis fastland og i marine områder, men denne aktiviteten må være i samsvar med det internasjonale forvaltningsregimet.

Menneskerettighetskonvensjoner
Menneskerettighetene regulerer individets rettigheter overfor staten, og statens forpliktelser overfor individet. Som utgangspunkt er statens forpliktelser knyttet til handlinger overfor personer innenfor deres jurisdiksjon. De personer som arbeider i eller berøres av selskaper som Petroleumsfondet investerer i, vil normalt befinne seg utenfor Norges grenser, og derfor ikke være under norsk jurisdiksjon. Statene har ikke noen umiddelbar forpliktelse til å sikre gjennomføringen av menneskerettighetene i andre land. Statenes menneskerettslige forpliktelser omfatter heller ikke plikt til å unnlate medvirkning til andre staters brudd på menneskerettighetene. Eventuelle indirekte bidrag til andre staters slike brudd via investeringer utgjør således ikke brudd på Norges konvensjonsforpliktelser.

På enkelte områder modifiseres imidlertid dette utgangspunktet. Enkelte konvensjoner inneholder forpliktelser til internasjonalt samarbeid *på bestemte områder* som kan tilsi at statene også har et ansvar for fremme av menneskerettighetene på andre staters territorium.

En vil vanskelig kunne påvise brudd på slike bestemmelser om internasjonalt samarbeid. Bestemmelsene er normalt generelle og angir ikke konkret hvilket omfang eller innhold det internasjonale samarbeidet skal ha. Dessuten betyr ikke mangelfullt samarbeid på ett felt at kravet til samarbeidet generelt ikke er oppfylt. Det vil likevel kunne hevdes å være inkonsistent å bruke statlige midler til å investere i virksomhet man har en forpliktelse til å inngå samarbeid om å bekjempe. Bestemmelser om plikt til samarbeid kan derfor være ett argument i en helhetsvurdering av konkrete investeringer.

Også en konvensjons formål kan være et argument for at statene anses for å ha et visst ansvar for å fremme menneskerettighetene også utenfor statens territorium. En lojal oppfyllelse av en konvensjons formål vil kunne tilsi at man også tilstreber å handle i tråd med konvensjonsbestemmelsene i forhold til norsk innsats på andre staters territorium. Selv om det vanskelig kan påvises brudd på forpliktelsene som følge av investeringer, kan formålsbestemmelser være et argument som tilsier at bestemte investeringer ikke bør foretas.

Nedrustningskonvensjoner
Mange nedrustningskonvensjoner setter kun forbud mot bruk, eventuelt også overføring, av visse våpentyper. Forbudet kan gjelde generelt eller kun i visse situasjoner. Disse vil etter sitt innhold ikke innebære rettslige forpliktelser i forhold til Petroleumsfondets investeringer.

De nedrustningskonvensjonene som vil kunne innebære aktuelle rettslige forpliktelser, er de som inneholder bestemmelser som også setter forbud mot utvikling og produksjon. Særlig sentrale vil de konvensjoner være som etablerer et klart ansvar for medvirkning til slik utvikling og produksjon.

Eksempler på internasjonale nedrustningskonvensjoner som anses relevante i forhold til Petroleumsfondets investeringer er Konvensjon om forbud mot bruk, lagring, produksjon og overføring av antipersonellminer og om ødeleggelse av slike miner (Minekonvensjonen) av 3. desember 1997, Konvensjon om forbud mot utvikling, produksjon, lagring og bruk av kjemiske våpen samt tilintetgjørelse av slike våpen (Kjemivåpenkonvensjonen) av 13. januar 1993, og Konvensjon om forbud mot utvikling, fremstilling og lagring av bakteriologiske (biologiske) våpen og toksinvåpen samt tilintetgjørelse av slike våpen (Biovåpenkonvensjonen) av 10. april 1972.

De sentrale bestemmelsene i disse konvensjonene er i denne forbindelse forbudene mot å utvikle og produsere våpen som er i strid med konvensjonen, kombinert med meget vidt formulerte medvirkningsbestemmelser.

Konvensjonene har en meget vidtrekkende ordlyd som sikter mot å omfatte alle grupper av aktører fra produksjon til bruk. Videre har man gjennom den vide formuleringen av konvensjonenes medvirkningsbestemmelser søkt å omfatte ikke bare medvirkning etter tradisjonell juridisk definisjon, men også det å bistå, oppmuntre eller påvirke noen til å delta i konvensjonsstridig aktivitet.

Utviklings- og produksjonskriteriet retter seg mot den som foretar denne aktive handlingen. Det antas at man her i noen utstrekning vil måtte legge en vesentlighetsvurdering til grunn, slik at ikke enhver perifer involvering omfattes. På bakgrunn av det som er anført ovenfor, må det imidlertid legges til grunn at det skal lite til for å oppfylle kriteriet. Når det gjelder medvirkningskriteriet, omfatter bestemmelsen den som "på noen som helst måte" bistår, oppmuntrer eller påvirker noen til å fremstille miner, kjemiske eller biologiske våpen. Sett på bakgrunn av bestemmelsenes formål, taler mye for at investeringer på eiersiden må anses som medvirkning i konvensjonenes forstand.

Det legges etter dette til grunn at investeringer gjennom Petroleumsfondet i visse virksomheter kan rammes av medvirkningsforbudene i de tre ovennevnte konvensjoner.

Miljøkonvensjoner og alminnelig folkerett på miljøområdet
Internasjonal miljørett er både traktatbasert og sedvanebasert. Den sedvanebaserte miljøretten pålegger trolig ikke den enkelte stat rettslige forpliktelser ut over statens eget territorium. Dette gjelder også i tilknytning til områder som anses som menneskehetens felles arv. Med hensyn til slike områder kan det imidlertid reises spørsmål om mer etiske og prinsipielle betraktninger tilsier at man ikke investerer i virksomheter som kan skade disse ressursene.

Miljøkonvensjoner kan være bilaterale, regionale eller globale, og rette seg mot et vidt spekter av miljøproblemer. Miljøproblemets karakter vil til en viss grad innvirke på

formuleringen av forpliktelsene, og på spørsmålet om forpliktelsene gjelder ut over en stats egen jurisdiksjon. Utgangspunktet er imidlertid at statene kun forplikter seg til å sikre gjennomføringen av konvensjonsforpliktelsene *innenfor eget territorium*.

Til dette utgangspunktet finnes imidlertid visse unntak og modifikasjoner. Et klart unntak er miljøkonvensjoner som eksplisitt pålegger partene forpliktelser også på andre parters territorium. Et eksempel på dette er Konvensjonen for beskyttelse av verdens kulturarv art 6 (3), som forplikter partene til å avstå fra tiltak som direkte eller indirekte kan skade beskyttet natur- eller kulturarv. Investeringer vil trolig kunne anses som tiltak i henhold til denne bestemmelsen. Investeringer i selskaper som ved sin virksomhet kan skade beskyttet natur- eller kulturarv, vil etter omstendighetene kunne anses som et brudd på Norges forpliktelser etter konvensjonen.

Biodiversitetskonvensjonen art 4 (b) innebærer at konvensjonsbestemmelsene for hver part vedrørende "processes and activities, regardless of where their efforts occur, carried out under its jurisdiction or control" gjelder "within the area of its national jurisdiction or beyond the limits of national jurisdiction". Konvensjonens art 7 (c) pålegger partene en forpliktelse til å "identify processes and activities which have or are likely to have significant adverse impacts on the conservation and sustainable use of biological diversity and monitor their effects." I den grad investeringer har eller kan ha "significant adverse impacts on the conservation and sustainable use of biological diversity", har Norge en plikt til å overvåke effektene av investeringene. Ettersom Petroleumsfondets eierandeler i det enkelte selskap er svært begrenset, kan fondets investeringer neppe sies å utløse noen slik overvåkningsplikt.

Det kan hevdes at også andre typer bestemmelser må innebære en viss modifisering av hovedregelen om at statene i utgangspunktet kun forplikter seg til å sikre avtalegjennomføringen på eget territorium. Mange miljøkonvensjoner har bestemmelser om *internasjonalt samarbeid*. Slike bestemmelser kan tolkes i retning av at statene har et visst ansvar for å fremme avtalens formål i andre stater og/eller i områder utenfor noen stats jurisdiksjon. Dette reduserer likevel ikke de andre statenes ansvar for egen gjennomføring. Det vil imidlertid være vanskelig å påvise brudd på bestemmelser om internasjonalt samarbeid, da denne typen bestemmelser normalt er vage med hensyn til hva samarbeidet konkret skal innebære.

I samme kategori kommer en miljøavtales *formål*. Dersom man ønsker å gjennomføre formålet på en lojal måte, vil det kunne bety at Norges opptreden på andre staters territorium og i områder utenfor noen stats jurisdiksjon bør skje i samsvar med bestemmelsene i avtalen. Det vil imidlertid neppe kunne fastslås avtalebrudd på denne bakgrunn.

Anti-terror instrumenter
Kriminalisering av terrorhandlinger og av finansiering av terrorhandlinger, samt effektive tiltak for å hindre at økonomiske midler tilflyter terrorister utgjør kjernen i FNs rettslige virkemidler mot terrorhandlinger.

Ni internasjonale FN-konvensjoner og to protokoller som rammer ulike typer av terrorhandlinger er trådt i kraft. Norge er part i samtlige. Disse omhandler blant annet flykapring, sikkerhet på flyplasser, forbrytelser mot internasjonalt beskyttede

personer, bortføring, fysisk beskyttelse av kjernefysisk materiale, maritim sikkerhet og sikkerhet på innretninger på kontinentalsokkelen. Konvensjonene forplikter partene til enten selv å straffeforfølge de handlinger som rammes, eller å utlevere den mistenkte til en annen statspart som anmoder om utlevering.

FNs internasjonale konvensjon av 9. desember 1999 om bekjempelse av finansiering av terrorisme er det seneste folkerettslige instrument på dette feltet, og inneholder nye elementer. Konvensjonen trådte i kraft for Norge i august 2002. Mens de øvrige terrorismeavtalene i FNs regi retter seg direkte mot utførelsen av ulike terrorhandlinger, tar denne konvensjonen sikte på å bekjempe finansieringen av terrorhandlinger. Konvensjonen pålegger statene å gjøre det straffbart direkte eller indirekte forsettlig å bringe til veie eller samle inn midler i den hensikt at de skal brukes til å utføre en handling som rammes av noen av de ni globale avtalene om bekjempelse av terrorisme. I tillegg forplikter partene seg til å gjøre det straffbart forsettlig å finansiere enhver annen handling som har til formål å forårsake død eller alvorlig legemsskade på sivile, når hensikten er å tvinge, true eller presse en regjering eller en internasjonal organisasjon til å utføre eller avstå fra en handling. Det er ikke påkrevd at midlene som er stilt til rådighet eller samlet inn, faktisk har blitt brukt til å utføre terrorhandlinger. Likestilt med fullbyrdet overtredelse rammes forsøk på slik overtredelse og flere former for medvirkning.

I relasjon til spørsmålet om Petroleumsfondets investeringer innebærer konvensjonens forbud mot terrorfinansiering at forsettlige investeringer i selskaper som har til formål å utøve terrorvirksomhet rammes av konvensjonens bestemmelser. Siden det ikke eksisterer børsnoterte selskaper med formål å drive terrorvirksomhet, er imidlertid dette ikke av praktisk interesse for Petroleumsfondet.

Mer usikkert er imidlertid spørsmålet om eventuelle investeringer av Petroleumsfondet i bedrifter som delvis eies av terroristgrupperinger kan ansees som indirekte finansiering av terrorhandlinger eller medvirkning til dette.

Utgangspunktet for vurderingen er at konvensjonen kun rammer forsettlig fremskaffelse eller innsamling av midler i den hensikt eller med kjennskap til at midlene skal benyttes til terrorhandlinger. Dette innebærer at investeringer i selskaper der man ikke vet om terrornettverk har eierandeler i selskapet ikke rammes av bestemmelsene. I motsatt fall kan det ikke utelukkes at investeringer vil kunne rammes av konvensjonens forbud om å indirekte fremskaffe midler med kjennskap til at midlene skal benyttes helt eller delvis til å utføre terrorvirksomhet. Problemstillingen antas imidlertid ikke å være særlig praktisk, da både sikkerhetsrådsresolusjon 1373 og konvensjonen selv forplikter statene til å identifisere og båndlegge aktiva tilhørende personer som bedriver terrorvirksomhet.

Korrupsjon
Norge har undertegnet og ratifisert OECDs konvensjon mot bestikkelser av utenlandske tjenestemenn av 21. november 1997, og i løpet av 2003 vil Norge ratifisere Europarådets strafferettslige konvensjon mot korrupsjon av 27. januar 1999. OECD-konvensjonen gjelder personer under norsk jurisdiksjon, og har følgelig ingen relevans i forhold til utenlandske investeringer. Europarådets konvensjon inneholder bestemmelser om internasjonalt samarbeid, noe som gir visse forpliktelser også for

handlinger på andre staters territorium. Dette er særlig aktuelt i forbindelse med hvitvasking. Det vil likevel trolig være vanskelig å påvise brudd på bestemmelsene om internasjonalt samarbeid. Korrupsjonsproblematikken vil, også av finansielle grunner, normalt inngå i vurderinger av konkrete investeringer.

7.3.2 Internasjonale konvensjoner som grunnlag for etiske retningslinjer

Utover spørsmålet om folkerettslige beskrankninger på investeringsvirksomhet, oppstår spørsmålet om forpliktelsene Norge har påtatt seg ved tiltredelse til internasjonale konvensjoner kan utgjøre et mulig verdigrunnlag for utforming av etiske retningslinjer for Petroleumsfondet. I forhold til utvalgets mandat er det særlig relevant å ta utgangspunkt i konvensjonene som regulerer miljø, menneskerettigheter, arbeidstakeres rettigheter samt styre og ledelse av selskaper.

Folkeretten regulerer forholdet mellom stater. Dette innebærer at folkeretten ikke skaper juridiske forpliktelser for private rettssubjekter som selskaper eller investeringsfond. Folkeretten som uttrykk for interesseavveininger mellom stater gjør det vanskelig å avlede handlingsnormer for markedsaktører fra folkerettslige kilder. Internasjonale konvensjoner konkretiserer på den annen side hva som ligger innenfor rammen av en internasjonal konsensus med hensyn til minstekrav som bør stilles til respekt for grunnleggende rettigheter globalt, og de standarder som bør gjelde for beskyttelse av miljøet og menneskers liv og helse.

7.3.2.1 Menneskerettigheter

Fremme av menneskerettigheter utgjør en overordnet norsk politisk målsetning og dermed et naturlig verdigrunnlag for etiske retningslinjer. Blant mange internasjonale menneskerettighetsinstrumenter synes det naturlig å ta utgangspunkt i Verdenserklæringen om menneskerettighetene av 1948. Erklæringen omfatter de fleste universelle menneskerettighetene og står i en særstilling hva angår legitimitet. Alle FNs medlemsland anses for å ha sluttet seg til prinsippene i Verdenserklæringen.

I årene etter at Verdenserklæringen ble vedtatt arbeidet man i internasjonale fora som FN og Europarådet med å vedta rettslig bindende konvensjoner om menneskerettighetene. Dette arbeidet resulterte bl.a. i de to FN-konvensjonene om politiske og sivile rettigheter, og økonomiske, sosiale og kulturelle rettigheter av 1966, og Den europeiske menneskerettighetskonvensjon i 1950. Disse tre konvensjonene, med protokoller, er inkorporert i norsk rett gjennom menneskerettsloven av 1999, og er gitt forrang framfor norsk lovgivning ved motstrid. De peker seg derfor også ut som naturlige utgangspunkt som grunnlag for etiske retningslinjer.

Disse tre konvensjonene inneholder forpliktelser for statene til å sikre og respektere alle individers rettigheter på en rekke områder. De omfatter f.eks. retten til liv og forbud mot vilkårlige eller utenrettslige henrettelser, forbudet mot tortur og nedverdigende eller umenneskelig behandling eller straff, forbud mot tvangsarbeid og slaveri, forbud mot vilkårlig og urettmessig frihetsberøvelse og varetekt, garantier om en rettferdig og forsvarlig rettergang, forbud mot tilbakevirkende lover og bruk av straff uten lovhjemmel, retten til privatliv, religions- og livssynsfrihet, ytrings- og talefrihet, organisasjonsfrihet, rett til valgdeltakelse ved frie og hemmelige valg,

forbud mot diskriminering pga kjønn, rase, religion mv., retten til utdanning, helse, arbeid og sikkerhet på arbeidsplassen, rette til å danne og være med i fagforeninger, for å nevne noen av de mest sentrale rettighetene. Mange av rettighetene har ikke bare verdi i form av garantier for den enkelte borger, men er også forutsetninger for demokrati som politisk system.

Andre menneskerettighetskonvensjoner det er naturlig å nevne her er FN-konvensjonene om barns rettigheter, kvinners rettigheter, tortur og rasediskriminering, ILO-konvensjonen om urfolks rettigheter, og Europarådskonvensjonen om nasjonale minoriteter. Disse konvensjonene inneholder mer spesifiserte regler på sine respektive områder og utfyller de tre førstnevnte konvensjonene på en rekke områder. Det eksisterer videre en lang rekke andre internasjonale konvensjoner innenfor menneskerettighetsområdet, og Norge er part til langt de fleste av disse. De gir derfor uttrykk for et visst etisk grunnsyn fra den norske stat. [28]

Menneskerettighetskonvensjoner og tekster av tilsvarende type kan være vanskelig å omsette direkte i handlingsnormer for markedsaktører. Tekstene retter seg primært til stater og politiske aktører og ikke mot selskaper. Flere av de tema som omfattes av de sentrale menneskerettighetskonvensjonene er imidlertid konkretisert gjennom retningslinjer og prinsipper for selskaper utarbeidet av internasjonale organisasjoner. Det er redegjort nærmere for innholdet i slike retningslinjer nedenfor i kapittel 7.4.

7.3.2.2 Våpen og internasjonal humanitær rett

Internasjonale konvensjoner som forbyr visse typer våpen og konvensjoner om hvordan ulike aktører skal opptre i krig og konfliktsituasjoner, kan utgjøre aktuelle grunnlag for etiske retningslinjer. Det er i utgangspunktet humanitære hensyn som ligger til grunn for rettslige begrensninger i adgangen til å bruke ulike våpen, ammunisjon og krigføringsmetoder. Derfor kalles denne delen av folkeretten internasjonal humanitær rett, og det er beskyttelse mot unødige lidelser for både soldater og sivilbefolkning som er begrunnelsen for utviklingen av slike regler[29]. På dette feltet kan man derfor si at etikken og rettsreglene i stor grad er sammenfallende.

Disse reglene, som bl.a. er nedfelt i de fire Geneve-konvensjonene av 1949 og deres to tilleggsprotokoller av 1977, samt en rekke særlige konvensjoner som regulerer ulike våpen- og ammunisjonstyper, er også i hovedsak rettet til stater, men i noen grad også til ikke-statlige parter til en konflikt. På samme måte som annen folkerett er de ikke rettet mot selskaper eller virksomheter. I den grad reglene tar sikte på å beskytte individer fra overgrep, kan man likevel hevde at selskaper bør forsøke å opptre slik at de ikke blir medansvarlige for brudd på internasjonal humanitær rett. Slik medvirkning kan tenkes å forekomme på ulike måter. Etter annen verdenskrig ble f.eks. personer fra selskaper som Krupp og andre dømt for medvirkning til forbrytelser mot menneskeheten fordi hadde forsynt utryddelsesleirene med gass og bidratt til finansieringen av utryddelsene.

Videre kan selskaper tenkes å være inne i konfliktområder hvor de tjener penger på krigsforbrytelser eller andre overgrep mot sivilbefolkningen. Det arbeides nå med å ta ut tiltale mot flere selskaper som var involvert i diamanthandel i ly av borgerkrigen i Sierra Leone. Selv om ikke selskaper er part til konvensjoner, kan de altså likevel, på samme måte som enkeltpersoner, bli strafferettslig ansvarlige for brudd på

28 En oversikt over de viktigste FN-konvensjonene om menneskerettigheter er gitt på http://www.unhchr.ch/html/intlinst.htm

29 En oversikt over konvensjoner på dette området finner man på ICRCs (den Internasjonale Røde Kors-komiteens) hjemmesider: http://www.icrc.org/ihl.nsf/PRES?OpenView

internasjonal humanitær rett. Men selskapers opptreden i slike situasjoner kan lett oppfattes som klart uetiske lenge før man når terskelen for straffeansvar.

Man kan også tenke seg at selskaper kan være involvert i produksjon av våpen eller ammunisjonstyper som er forbudt etter den internasjonale humanitære retten. Petroleumsfondets investeringer i et selskap som produserte antipersonell landminer ble trukket ut fordi man anså at dette var brudd på antipersonellminekonvensjonens medvirkningsbestemmelse. Men selv uten den typen medvirkningsbestemmelser vil man kunne legge til grunn at investeringer i visse våpentyper er uetiske, selv om de ikke strengt talt er i strid med Norges folkerettslige forpliktelser. Et eksempel på at Norge har en klar etisk holdning til et våpen uten at dette våpenet er forbudt, er arbeidet fra norsk side internasjonalt mot klasebomber.

De etiske problemstillingene med hensyn til produksjon av visse typer våpen og forholdet til den internasjonale humanitære retten er nærmere omtalt i vedlegg 9 om negativ filtrering og vedlegg 10 om uttrekksmekanismen.

7.3.2.3 Arbeidstakerforhold

Den internasjonale arbeidstakerorganisasjonen, ILO, arbeider for å fremme sosial rettferdighet og internasjonalt anerkjente menneskerettigheter og arbeiderrettigheter. ILO utformer konvensjoner og anbefalinger og setter minimumsstandarder for fundamentale arbeidstakerrettigheter. Disse omhandler avskaffelse av tvangsarbeid, rett til organisering og forhandlinger, barnearbeid, og forbud mot diskriminering. I tillegg er det fastsatt en rekke andre standarder og anbefalinger som regulerer et vidt spekter av arbeidstakerforhold. ILO har identifisert åtte konvensjoner som særlig sentrale - og som fundamentale for rettigheter i arbeidslivet, uavhengig av den enkelte stats utviklings- og industrialiseringsnivå. Oppfyllelse av disse rettighetene regnes som en forutsetning for gjennomføring av de øvrige arbeidstakerrettighetene. De åtte konvensjonene omfatter fire områder, nemlig tvangsarbeid, organisasjonsfrihet, barnearbeid og diskriminering.[30]

Konvensjonene om tvangsarbeid definerer og fastsetter forbud mot tvangsarbeid og bruk av tvangsarbeid som sanksjonsmiddel mot politisk opposisjonelle.[31] Konvensjonene om organisasjonsfrihet og rett til kollektive forhandlinger omhandler retten til å etablere fagforeninger, til å forhandle kollektivt og beskyttelse mot å diskriminere fagforeningsrepresentanter eller hindre dem i å utføre sitt fagforeningsarbeid.[32] Konvensjonene om barnearbeid omhandler forbud mot de verste former for barnearbeid (definert som slaveri, prostitusjon og pornografi, illegale aktiviteter, spesielt produksjon og handel med narkotika og for øvrig arbeid som er farlig for barns helse, sikkerhet og moral.) Dessuten settes minimumsalder for barnearbeid: barn under 18 år skal ikke utføre arbeid som setter helse eller sikkerhet i fare, inkludert nattarbeid. Barn under 15 år skal ikke utføre arbeid som kan være til skade for deres utdanning.[33] Konvensjonene om diskriminering omhandler forbud mot diskriminering av arbeidstakere på grunn av rase, hudfarge, kjønn, religion,

30 En oversikt over ILO konvensjoner finnes på http://www.ilo.org/ilolex/english/convdisp1.htm

31 ILO-konvensjoner 29 og 105

32 ILO-konvensjoner 87 og 98

33 ILO-konvensjonene 138 og 182

politisk eller sosial tilhørighet og nasjonalitet, og fastsetter retten til lik lønn for likeverdig arbeid. [34]

I forbindelse med selskapers mulige ansvar i forbindelse med menneskerettighetskrenkelser er det også her viktig å nevne ILOs konvensjon om urfolks rettigheter, som bl.a. skal bidra til å sikre urfolks tradisjonelle levevei og kultur.[35]

ILOs fundamentale arbeidstakerrettigheter er internasjonalt anerkjente, selv om en del land ikke har ratifisert alle konvensjonene. De er i mange sammenhenger mer relevante for selskaper enn mange andre internasjonale konvensjoner, ettersom de i stor grad omhandler arbeidstakerrettigheter. ILOs trepartserklæring om grunnleggende prinsipper for multinasjonale selskaper inngår også som et grunnlag i flere av de frivillige retningslinjer som omtales i kapittel 7.4.

7.3.2.4 Miljø

Det finnes en rekke internasjonale miljøkonvensjoner og avtaler som Norge har sluttet seg til innenfor ulike områder som luftforurensninger og klimaendringer, havforurensninger, ferskvann, avfall, naturvern og kulturminnevern og mer generelle miljøforhold.[36] I tillegg finnes det mange andre internasjonale konvensjoner og avtaler som berører andre land og regioner og andre forhold enn de som er omtalt her, og som Norge ikke har sluttet seg til, hovedsakelig fordi de har liten relevans for norske forhold.

Avtalene er dels regionale og dels globale. Regionale miljøavtaler opprettes for områder som har likeartede miljøproblemer og som kan løses i fellesskap. De mest omfattende internasjonale miljøreglene finnes innenfor EØS-området. Miljøavtalene rundt Nordsjøen og innenfor FNs Economic Commission for Europe (ECE) er også utviklet langt i retning av felles handlingsforpliktelser. Globale avtaler opprettes der utslipp eller inngrep i ett land rammer de fleste andre land uansett beliggenhet. Dette gjelder klimapåvirkning, skader på det stratosfæriske ozonlaget, utslipp av en rekke miljøgifter og på lang sikt, tap av biologisk mangfold uansett hvor det finner sted.

Som hovedregel må tiltak under avtalene bekostes av dem som forårsaker skadene og hvert land må sikre at deres lovverk, avgiftsordninger og rammebetingelser for øvrig fremmer de målene de slutter seg til. For å få i gang prosjekter i Øst-Europa og utviklingsland som stimulerer til mer miljøvennlige løsninger har de globale miljøavtalene egne bestemmelser om hvordan prosjektene under avtalene skal finansieres. Nedenfor er noen av miljøkonvensjonene kort beskrevet.

Konvensjoner om klimaendringer og langtransporterte luftforurensninger

FNs konvensjon om klimaendringer (1992) er en rammekonvensjon som etablerer mål og prinsipper for hvordan stater skal adressere klimaendringer og utslipp av drivhusgasser. Den gir et institusjonelt rammeverk for videre forhandlinger og videre utvikling av klimakonvensjonen, herunder også kontroll med implementeringen.

34 ILO-konvensjoner 100 og 111

35 ILO-konvensjon 169

36 En oversikt finnes på (http://odin.dep.no/md/norsk/internasjonalt/avtaler/index-b-n-a.html)

Kyoto-protokollen (1997) setter forpliktende mål for landenes reduksjon av klimagasser, og pålegger partene å implementere virkemidler og tiltak for å nå målene. Nasjonale myndigheter kan benytte seg av ulike tiltak, bl.a. mekanismene for felles gjennomføring (Joint Implementation), den grønne utviklingsmekanismen (clean development mechanism) og handel med utslippskvoter, for å få kreditt for utslippsreduksjoner som gjennomføres i andre land til en lavere kostnad enn hjemme.

Konvensjonen om langtransportert grenseoverskridende luftforurensninger (1979) omhandler slik forurensning som bidrar til sur nedbør, eutrofiering, dannelsen av bakkenært ozon og spredning av miljøgifter innenfor ECE regionen Den er siden blitt utvidet med 8 protokoller, bl.a. to miljøgiftprotokoller, Protokoll om persistente organiske forbindelser (Persistent Organic Pollutants, POP) og Protokoll om tungmetaller. Protokollene innebærer forpliktelser til å innføre henholdsvis utfasing, restriksjoner og reduksjonsmål for 16 POPer og tungmetallene kvikksølv, kadmium og bly.

Konvensjoner som regulerer produksjon, forbruk av og handel med spesifiserte produkter
En rekke konvensjoner regulerer produksjon, forbruk av og handel med spesifiserte stoffer eller ressurser, slik som f.eks. Wien-konvensjonen for å beskytte ozonlaget (1985) og den tilhørende Montreal-protokollen om vern av ozonlaget fra 1987. Montreal-protokollen konkretiserer statenes forpliktelser med konkrete mål om tidspunkt for reduksjon og stans av hvert enkelt ozonreduserende stoff. Utviklingslandene har 10 års utsettelse for sine utfasingsplaner i forhold til kravene for industrilandene. Montreal-protokollen har en økonomisk støtteordning til U-land, det multilaterale fond, som skal bistå landene økonomisk og teknisk med utfasing av ozonreduserende stoffer.

Rotterdam-konvensjonen, også kalt PIC-konvensjonen (Prior Informed Consent) av 1998 regulerer informasjon og forhåndssamtykke i handel med visse farlige kjemikalier, og der prinsippet er at intet land må eksportere farlige kjemikalier og pesticider uten mottagerlandets samtykke. Konvensjonen er viktig i arbeidet med en bedre global kontroll med farlige kjemikalier. Hensikten er først og fremst å forhindre uønsket eksport av disse kjemikaliene til utviklingsland.

Stockholm-konvensjonen om persistente organiske miljøgifter fra 2001 er en global konvensjon som er opprettet for å beskytte helse og miljø mot tungt nedbrytbare organiske miljøgifter (POPer). Konvensjonen innebærer forpliktelser til å fase ut 12 av de farligste POPene, blant annet PCB og dioksiner. På sikt vil flere POPer kunne bli innlemmet i konvensjonen. Konvensjonen er svært viktig i arbeidet med å stanse tilførslene til miljøet av noen av de farligste kjemikaliene.

Basel-konvensjonen om kontroll av grensekryssende transport og behandling av farlig avfall (1989), med tilleggsdokumenter og protokoller har som hovedformål å redusere grensekryssende transport av farlig avfall til et minimum. Konvensjonen skal også bidra til miljømessig forsvarlig behandling av avfall, samt minimere generering av farlig avfall og støtte utviklingsland i miljømessig forsvarlig behandling av farlig avfall og annet avfall som dannes. Konvensjonen forbyr transport av farlig avfall til

OECD land. Forbudet er ikke trådt i kraft internasjonalt, men er gjennomført av flere land, herunder EU.

Konvensjoner med formål å beskytte arter, leveområder og landskap
Det er fastsatt en rekke konvensjoner der formålet er beskyttelse av arter, leveområder, landskap eller kulturminner. Den mest sentrale konvensjonen er konvensjonen om biologisk mangfold, som er den første globale avtale om vern og bærekraftig bruk av alt biologisk mangfold. Avtalen er en rammekonvensjon som tar sikte på å oppnå videre oppfølging gjennom forhandlinger om oppfølgende forpliktelser for partene, men inneholder også konkrete forpliktelser. Konvensjonen har tre likeverdige målsettinger, som er bevaring av biologisk mangfold, bærekraftig bruk av biologiske ressurser og en rimelig og likeverdig fordeling av fordelene som følger av utnyttelsen av biologiske ressurser. På hvilken måte partene gjennomfører konvensjonens bestemmelser, overlates i stor grad til partene selv, men et sentralt punkt er at partene skal sørge for integrering av ansvaret i de ulike sektorene for å nå konvensjonens målsettinger. Konvensjonen slår fast statenes suveren rett til sine biologiske ressurser, men de er også ansvarlige for å bevare sitt eget biologiske mangfold og for å benytte de biologiske ressursene på en bærekraftig måte. Viktige tema i konvensjonen er også eiendomsrettigheter til biologisk mangfold, herunder patentspørsmål, og sikkerhet ved bruk av og handel med genmodifiserte produkter. Bestemmelsene under konvensjonen er blant annet videreutviklet gjennom etablering av en egen protokoll som omhandler sikkerhet ved bruk av og handel i genmodifiserte organismer, den såkalte Cartagena-protokollen.

Cartagena-protokollens formål er å bidra til å sikre tilstrekkelig beskyttelse ved overføring, håndtering og bruk av levende genmodifiserte organismer (GMO), som kan ha skadelige effekter på vern og bærekraftig bruk av biologisk mangfold og menneskelig helse. Protokollen fokuserer særlig på grensekryssende overføring av genmodifiserte organismer og etablering av systemer for merking og gjenkjenning av GMO i internasjonal handel. Protokollen anses også som viktig for U-landenes mulighet til å regulere handelen med GMO til og fra landene.[37]

CITES (Convention on International Trade of Endangered Species), også kalt Washington-konvensjonen, trådte i kraft i 1975 for å regulere den internasjonale handelen med ville dyr og planter som står i fare for å bli utryddet. Konvensjonen spesifiserer hvilke arter og deres produkter hvor handel er forbudt eller sterkt begrenset for å sikre artenes overlevelse, og for hvilke arter det skal følge med et opprinnelsessertifikat eller eksporttillatelse ved innførsel.

Listen over konvensjoner og avtaler er ikke fullstendig, men reiser, etter utvalgets oppfatninger, likevel noen problemstillinger knyttet til bruken av miljøkonvensjoner som grunnlag for utformingen av etiske retningslinjer. De sentrale spørsmålene er:
- Er det mulig å bruke konvensjonene som grunnlag for å stille krav til selskaper som Petroleumsfondet skal investere i?
- Hvilke typer konvensjoner er i så fall egnet for å stille krav til?
- Hva skal tilsi at det foreligger brudd i forhold til konvensjonene?

37 http://www.stortinget.no/inns/200001-115-001.html

Utgangspunktet for at miljøkonvensjoner kan benyttes for å stille krav til selskaper må være at konvensjonene regulerer miljøforhold som er direkte knyttet til selskaper og som selskapene selv har kontroll over. Klimakonvensjonen f.eks. identifiserer at utslipp av drivhusgasser er et problem, men den regulerer ikke hvilke utslipp eller hvordan utslippene skal reduseres innen det enkelte land. Det er opp til nasjonale myndigheter å velge strategi og virkemidler. Det vil derfor være meget vanskelig å bruke konvensjoner med en slik utforming for å begrense utslipp knyttet til det enkelte selskap. I tilfellet med klimagasser, kunne et alternativ være at Petroleumsfondet utelukker selskaper som har høye utslipp av drivhusgasser. Det vil imidlertid både være vanskelig å definere et nivå for dette samtidig som å vurdere brudd på konvensjonen her vil være irrelevant og umulig konstatere.

Konvensjoner som regulerer produksjon, forbruk og handel av spesifikke kjemiske stoffer og miljøfarlig avfall, vil derimot kunne være et konkret utgangspunkt for å stille krav. Det gjelder særlig protokollene som regulerer miljøfarlige stoffer, som Montreal-protokollen, Stockholm-konvensjonen og miljøgift protokollene under Konvensjonen om langtransportert grenseoverskridende luftforurensninger. Her vil det være mulig å kontrollere brudd både i forhold til nasjonal lovgivning (som kan være strengere) og i forhold til internasjonal lov. Konvensjonene som har mål om utfasing, kan gi et grunnlag for å vurdere negativ filtrering, dvs. om selskaper som produserer slike stoffer skal utelukkes fra porteføljen.

Konvensjoner som tar sikte på å beskytte natur – eller kulturverdier vil kunne være aktuelle i forhold til utbygging eller utnyttelse av naturressurser, der begge deler vil kunne komme i konflikt med forhold som tas opp i disse konvensjonene. I forhold til internasjonal næringsaktivitet er konvensjonen om biologisk mangfold den mest kompliserte. Konvensjonen fastslår at hvert land disponerer over egne naturressurser, og brudd betinger at nasjonale myndigheter i respektive land har nedfelt konvensjonene i et nasjonalt lovverk. Det kan både være komplisert å definere krav basert på konvensjonen og vurdere i hvilken grad de brytes, dersom man ønsker å gå utover nasjonal lovgivning.

7.3.2.5 Tobakk og alkohol

Verdens helseorganisasjon, WHO, vedtok 21. mai i år rammekonvensjonen om forebygging av tobakksskader. Dette og andre initiativer innen WHO og nasjonalt viser en sterk og økende oppmerksomhet omkring de negative helse- og samfunnsmessige konsekvenser av tobakksbruk.

Konvensjonen er verdens første globale avtale som i sin helhet er viet tobakkskontroll. Norge har jobbet for en sterk konvensjonstekst med klare føringer og forpliktelser. Konvensjonen omhandler flere områder. Sentralt står forpliktelser til å innføre omfattende forbud mot tobakksreklame og bestemmelser om merking av tobakksvarer - et minimumskrav for helseadvarsler er 30 % av pakken. Andre tema er aldersgrensebestemmelser for salg av tobakk, informasjonstiltak til befolkningen om skadevirkningene av tobakk, betydningen av tobakksavgifter og internasjonal utveksling av informasjon og ansvarliggjøring av tobakksindustrien.[38]

38 http://www.shdir.no/assets/4797/rammekonvensjonen.pdf

Når det gjelder alkohol, finnes det ingen bindende internasjonale avtaler rettet inn mot forbud eller redusert bruk av alkohol. Innenfor WHO er det etablert en egen arbeidsgruppe for alkohol som arbeider med WHO's globale strategi vedrørende alkohol (Task Force on Alcohol Policy). I tillegg er det tatt flere initiativer og iverksatt flere aksjoner for å adressere de særlig store alkoholproblemene i Europa. Det Europeiske Charter om alkohol ble vedtatt av medlemslandene i WHOs Europaregion i 1995, og gir mål og prinsipper for å forebygge alkoholmisbruk og for å beskytte spesielt unge mennesker mot konsekvensen av alkoholmisbruk. På sitt møte i Stockholm i februar 2001 vedtok WHOs Europaregion en erklæring om unge mennesker og alkohol, som fokuserer på drikkepress og direkte og indirekte skadevirkninger knyttet til alkohol og tiltak for å motvirke dette.[39] WHO er også i ferd med å innlede konsultasjoner med alkoholindustrien og andre interesserte parter for å vurdere tiltak for å redusere skadevirkninger ved bruken av alkohol.[40]

Innenfor tobakk og alkohol er det bare konvensjonen om tobakk som gir en internasjonal forpliktelse for Norge som kan være relevant i forhold til Petroleumsfondet. Selv om konvensjonen forplikter stater, omhandler den forhold som har direkte relevans for tobaksprodusenter, spesielt når det gjelder merking og markedsføring av tobaksprodukter. Den kan derfor gi et grunnlag for å avgjøre om produsenter etterlever intensjonene i disse bestemmelsene. Konvensjonen kan også gi et grunnlag for å vurdere om tobaksprodusenter bør utelukkes fra Petroleumsfondet. For alkohol er det ikke etablert et tilsvarende grunnlag.

7.3.2.6 Korrupsjon

Et økende antall internasjonale konvensjoner retter seg mot korrupsjon og ulike former for grenseoverskridende økonomisk og annen kriminalitet. Det er innenfor rammen av OECD forhandlet en konvensjon mot bestikkelser av offentlige tjenestemenn. OECD har også utarbeidet en rekke retningslinjer med relevans i forhold til etisk økonomisk atferd. Europarådets medlemsland har vedtatt en sivilrettslig og en strafferettslig konvensjon mot korrupsjon. Norge er i ferd med å ratifisere disse og vil i denne forbindelse innføre et norsk straffebud som rammer korrupsjon. I FN forhandles for øyeblikket en anti-korrupsjons konvensjon. Konvensjonsutkastet favner videre tematisk enn eksisterende instrumenter og representerer trolig det mest omfattende forsøk på internasjonal normdannelse innenfor dette feltet.

Norge ratifiserte OECD-konvensjonen den 18. desember 1998. Som en følge av dette ble bestemmelsen om aktiv korrupsjon i strl. § 128 endret til også gjelde for utenlandske offentlige tjenestemenn og tjenestemenn i mellomstatlige organisasjoner. Pr. dags dato er alle OECDs 29 medlemsland konvensjonsparter, samt Argentina, Brasil, Bulgaria, Chile og Slovakia.

Formålet med konvensjonen er å innføre et globalt forbud mot korrupsjon ved å kriminalisere bestikkelser i forbindelse med internasjonale forretningstransaksjoner. Ved konvensjonen forplikter de deltagende stater seg til, på grunnlag av en felles definisjon av bestikkelse av utenlandske tjenestemenn, å betrakte sådan atferd som en

[39] http://www.rusdir.no/rapporter/who_alko_plan/stockholm_erklering.htm
40 http://www.euro.who.int/AboutWHO/Policy/20030204_1

straffbar handling og til å fastsette effektive, forholdsmessige og avskrekkende sanksjoner.

Konvensjonen retter seg mot den aktive part, dvs. den som bestikker. Et av hensynene bak konvensjonen, foruten bekjempelse av korrupsjon som et onde i seg selv, er å sørge for «a level playing field» for OECD landene i forbindelse med konkurranse om kontrakter.

I konvensjonen defineres bestikkelse og hvilke handlinger konvensjonen rammer. Den fastslår også at medvirkning til bestikkelse og forsøk på bestikkelse er straffbart, og at foretak også kan holdes ansvarlige for aktiv korrupsjon. Det er straffbart å hvitvaske penger mottatt som bestikkelse, og konvensjonen har bestemmelser om krav til regnskapsførsel som skal hindre at bestikkelser blir dekket over i regnskapene. Prinsipielt er det de nasjonale reglene for etterforskning og påtale som skal gjelde. Konvensjonen pålegger partene å samarbeide om informasjon og rettshjelp, og angir retningslinjer for hvordan kontroll og oppfølging av konvensjoner skal skje, nasjonalt og sentralt i OECD.[41]

7.3.2.7 Konklusjon
Internasjonale konvensjoner retter seg i all hovedsak til stater i egenskap av stater. Det vil si at de ikke skaper juridiske forpliktelser for private rettssubjekter som selskaper eller investeringsfond, og selskaper kan derfor generelt ikke bli holdt ansvarlig for brudd på konvensjoner. På den annen side gir konvensjonene en konkretisering av hva som ligger innenfor rammen av en internasjonal konsensus med hensyn til minstekrav som bør stilles til respekt for grunnleggende rettigheter overalt i verden, og de standarder som bør gjelde for beskyttelse av miljøet og menneskers liv og helse. De kan dermed være et utgangspunkt for å identifisere hvilke problemstillinger det er relevant å fokusere på når etiske retningslinjer for Petroleumsfondet skal utformes.

7.3.3 FNs Tusenårsmål

Tusenårsmålene ble vedtatt på FNs generalforsamling i 2000. De har senere fått tilslutning fra Verdensbanken, Det internasjonale valutafondet (IMF) og OECD. Norge har i likhet med de øvrige av FNs medlemsland gitt politisk tilslutning til tusenårsmålene. Målene må anses som omforente målsetninger for global utvikling på mellomlang sikt og står i dag sentralt i det internasjonale utviklingssamarbeidet. Det kan derfor argumenteres for at målene bør utgjøre et mulig verdigrunnlag for etiske retningslinjer.

Tusenårsmålene omfatter:

Fattigdom: Andelen mennesker som lever i ekstrem fattigdom i utviklingsland og andelen underernærte barn skal halveres i perioden 1990 til 2015.

Utdanning: Grunnutdanning til alle i alle land bør kunne gis innen 2015.

41 http://odin.dep.no/jd/norsk/publ/otprp/012005-050027/index-hov003-b-n-a.html

Likhet mellom kjønnene: Framskritt i retning mer likhet mellom kjønnene og økt innflytelse for kvinner bør bli demonstrert gjennom avskaffelse av forskjeller mellom kjønnene når det gjelder primær- og sekundærutdannelse innen 2005.

Spedbarns- og barnedødelighet: Dødeligheten for barn under 5 år bør reduseres med 2/3 i forhold til 1990 i hvert enkelt utviklingsland innen 2015.

Dødelighet blant mødre: Dødeligheten blant mødre bør reduseres med 3/4 mellom 1990 og 2015.

Reproduktiv helse: Tilgang til tjenester knyttet til reproduktiv helse bør gjøres tilgjengelig for alle i relevant alder gjennom landenes systemer for grunnleggende helsetjenester, og spredningen av HIV/AIDS skal ha begynt tilbakegangen ikke senere enn i 2015.

Miljø: Det bør være en gyldig nasjonal strategi for bærekraftig utvikling, under utvikling eller iverksettelse, i alle land innen 2005, for å sikre at den nåværende trenden med tap av miljømessige ressurser effektivt blir snudd både på globalt og nasjonale nivå innen 2015. Andelen mennesker uten tilgang til rent vann bør reduseres med minst halvparten mellom 1990 og 2015.

Tusenårsmålene har karakter av politiske målsetninger og forplikter ikke FNs medlemsstater rettslig, men de gir uttrykk for hva FN anser som prioriterte områder for global utvikling. Hva det internasjonale samfunnet legger vekt på, vil også kunne være en rettesnor for selskaper atferd og opptreden. Det er likevel vanskelig å omsette målene til konkrete handlingsnormer for selskaper. Flere av temaene som Tusenårsmålene tar opp, inngår imidlertid i frivillige prinsipper og retningslinjer for selskaper som er nærmere omtalt nedenfor (kap.7.4).

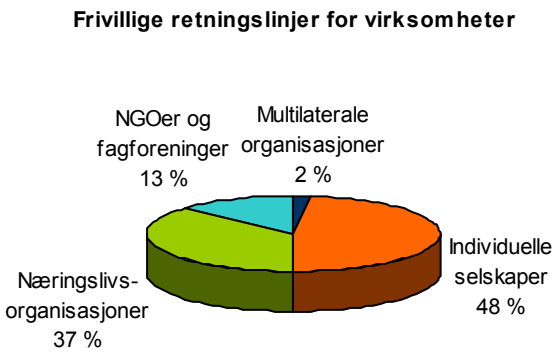
7.4 Frivillige prinsipper, retningslinjer (Codes of conduct) og standarder

Mange av de temaene som konvensjonene omhandler i forhold til menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljø og korrupsjon er reflektert i og konkretisert gjennom frivillige retningslinjer, såkalte Codes of conduct, for ansvarlig virksomhetsatferd på tvers av landegrenser og kulturer. Slike retningslinjer kan ofte ha stor praktisk betydning selv om de ikke er rettslig bindende. *Det er utvalgets oppfatning at disse konkretiseringene kan danne utgangspunkt for de etiske retningslinjene for Petroleumsfondet. Gjennom dette sikrer man at blant annet de relevante menneskerettighets- arbeidstakerrettighets- og miljøkonvensjonene tematisk inngår i grunnlaget for retningslinjene, samtidig som man kan bygge på det arbeidet som er gjort for å omsette disse normene i konkrete handlingsregler for selskaper.*

OECD har gjennomgått i underkant av 250 frivillige retningslinjer.[42] Disse varierer betydelig, både med hensyn til innhold og detaljeringsgrad og hvem som har utviklet retningslinjene. Oversikten inkluderer retningslinjer som selskaper selv har utviklet spesifikt for sin virksomhet, og disse utgjør ca halvparten av retningslinjene, se figur

42 OECD 2001: Codes of Corporate Conduct: Expanded Review of their Contents. Working Papers on International Investment Number 2001/6.

7.1. Mellomstatlige organisasjoner inkluderer FN, herunder UNCTAD og UNCED,[43] ILO, og OECD, mens kategorien NGOer og fagforeninger også inneholder retningslinjer utviklet av utdanningsinstitusjoner og myndighetsorganisasjoner i tillegg til frivillige organisasjoner



Figur 7.1: Frivillige retningslinjer for virksomheter fordelt etter hvilke organisasjoner som har utviklet retningslinjene
Kilde: OECD[44]

OECDs oversikt dekker OECD land fram til slutten av 1998. Flere initiativer og retningslinjer er kommet til etter dette. Oversikten gir likevel en indikasjon både på det store antallet retningslinjer som finnes, hvem som tar initiativ til utvikling av slike og hva retningslinjene adresserer. I oversikten dominerer miljø og arbeidstakerforhold, men også forbrukervern, bestikkelser og korrupsjon vies betydelig oppmerksomhet. Enkelte tar bare opp ett enkelt aspekt (f.eks. miljø), mens andre adresserer flere. Enkelte er rettet mot spesielle bransjer eller sektorer, mens andre har selskaper som utgangspunkt.

Gitt det investeringsuniverset som Petroleumsfondet opererer i og at Petroleumsfondet er et statlig fond, vil det være viktig at retningslinjene:

- er rettet mot selskaper
- er globale, dvs. ikke rettet mot et spesifikt land, eller en spesifikk bransje, dvs. at de kan anvendes av de fleste selskaper uavhengig av land og bransje
- adresserer miljø, menneskerettigheter og /eller andre relevante sosiale spørsmål
- bygger på internasjonalt aksepterte lover og normer
- er utviklet i en prosess der flere parter og interessenter er involvert
- har internasjonal aksept, ved at både innhold og organisasjoner som har utviklet disse har internasjonal støtte

Med utgangspunkt i disse kriteriene har utvalget valgt å fokusere på følgende retningslinjer:

- FNs Global Compact
- OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

43 UNCED: United Nations Conference On Environment And Development. UNCTAD: United Nations Conference on Trade and Development

44 OECD 2001: Codes of Corporate Conduct: Expanded Review of their Contents. Working Papers on International Investment Number 2001/6.

- ILOs trepartserklæring om prinsipper og retningslinjer for multinasjonale selskaper og sosiale hensyn
- FNs Underkommisjons utkast til retningslinjer for menneskerettigheter for flernasjonale selskaper

Disse retningslinjene har alle en forankring i mellomstatlige organisasjoner. Mange NGOer har også utviklet frivillige retningslinjer for næringslivet innenfor sine interessefelt. Den eldste blant disse er Global Sullivan Principles for Social Responsibility fra 1977, som i utgangspunktet ble utviklet for virksomheter i apartheid Sør-Afrika, men senere utvidet til generelle prinsipper ansvarlig virksomhetsatferd. Amnesty International har utviklet "Human Rights Guidelines" for selskaper og for forvaltere av pensjonsfond. Den internasjonale føderasjonen av frie fagforeninger og dets internasjonale sekretariat (ICFTU/ITS) har utviklet en "Basic code of labour practice". Det internasjonale handelskammeret har utarbeidet " rules of conduct to combat extortion and bribery, og Transparency International, en NGO som arbeider mot korrupsjon i alle land, har sin egen " Checklist of good practice". Som OECDs oversikt indikerer, kan listen gjøres mye lengre. Utvalget har valgt ikke å beskrive disse nærmere her. Det skyldes ikke at innholdet i disse retningslinjene er irrelevant, men heller det faktum at mange av retningslinjene i stor grad overlapper hverandre, henviser til hverandre og delvis bygger på hverandre. Mange henviser også til f.eks. ILO-konvensjoner og FNs menneskerettighetserklæring. Innholdsmessig reflektere mange av NGOenes Code of Conduct de multilaterale retningslinjene.

7.4.1 Global Compact (FN)

Global Compact ble lansert av FNs generalsekretær Kofi Annan i Davos i januar 1999. Generalsekretæren utfordret her internasjonalt næringsliv til å samarbeide med FN om å sikre en bærekraftig internasjonal handel og bidra til at globaliseringen får positive konsekvenser for et flertall av verdens befolkning. Fem FN-organer har vært involvert i utviklingen av prinsippene, FN-sekretariatet, ILO, UNEP, UNDP[45] og FNs Høykommissær for menneskerettigheter. I tillegg har NGOer, arbeidstakerorganisasjoner, ICFTU[46], næringslivsorganisasjoner, World Business Council for Sustainable Development, Det internasjonale handelskammer og andre nasjonale, regionale og sektorinitiativer bidratt.

Global Compact gir anvisning på ni overordnede prinsipper utledet fra FNs Verdenserklæring om menneskerettigheter, ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet og Rio-erklæringen om miljø og utvikling. Hvert av de 9 prinsippene er utdypet med anbefalinger til selskaper om hvordan de kan gå frem for å implementere prinsippene.

Global Compacts 9 prinsipper

Human rights
Principle 1: Businesses should support and respect the protection of internationally proclaimed human rights within their sphere of influence; and
Principle 2: Businesses should make sure that they are not complicit in human rights

45 UNEP: United Nations Environment Programme. UNDP: United Nations Development Programme

46 International Confederation of Free Trade Unions

abuses.

Labour rights
Principle 3: Businesses should uphold the freedom of association and the effective recognition of the right to collective bargaining;
Principle 4: Businesses should uphold the elimination of all forms of forced and compulsory labour;
Principle 5: Businesses should uphold the effective abolition of child labour; and
Principle 6: Businesses should eliminate discrimination in respect of employment and occupation.

Environment
Principle 7: Businesses should support a precautionary approach to environmental challenges;
Principle 8: Businesses should undertake initiatives to promote greater environmental responsibility; and
Principle 9: Businesses should encourage the development and diffusion of environmentally friendly technologies

Private selskaper er oppfordret til å forplikte seg til å etterleve prinsippene, noe blant annet Norsk Hydro og Statoil og et femtitalls andre internasjonale selskaper har gjort. Prinsippene stiller ikke krav til hvordan bedrifter skal dokumentere at de følger prinsippene. Selskapene oppfordres imidlertid til å rapportere om "Compact-relaterte aktiviteter" i sine årsrapporter og andre dokumenter.

Til forskjell fra konvensjonstekster og andre mellomstatlige instrumenter er Global Compact-prinsippene skrevet med selskaper som "subjekter". Dette gjør det mulig å utlede handlingsnormer for selskaper fra prinsippene. Samtidig gir forhandlingen og vedtakelsen av disse prinsippene i FN-systemet noe av den legitimitet og aksept som omgir de sentrale konvensjonstekstene. Fra norsk side er det uttrykt bred støtte til prinsippene.

Selve Global Compact-samarbeidet har fra giverland og NGOer m.fl. blitt kritisert for manglende overvåknings- og sanksjonsmuligheter for å sikre at prinsippene etterleves. Kritikere hevder at Global Compact tilknytning utnyttes av selskaper for markedsføringsformål uten at selskapenes praksis endres. Dette svekker mulighetene for å kunne følge med på om selskapene etterlever prinsippene og troverdigheten til prinsippene, noe som også FN selv har erkjent som en utfordring fremover. Fra FNs side har man holdt fast ved at samarbeidets frivillige karakter vanskelig lar seg forene med et tilsynssystem. Et effektivt slikt system lar seg heller neppe realisere. Det har også vært reist kritikk mot måten arbeidet organiseres og drives på fra FNs side. Dette har rammet samarbeidets omdømme og kan i noen grad også ha diskreditert selve prinsippene. Innholdsmessig må imidlertid prinsippene anses som bredt aksepterte normer for internasjonale selskapers atferd.

7.4.1.1 Nærmere om innholdet i prinsippene
Prinsippene er nærmere utdypet og forklart i en egen veiledning til Global Compact. [47]

Principle 1: Businesses should support and respect the protection of internationally proclaimed human rights within their sphere of influence
Denne fastslår at bedrifter har et ansvar for å ivareta menneskerettigheter på arbeidsplassen og innenfor sin innflytelsessfære. Dette innebærer at:

- lokal og internasjonal lovgivning oppfylles,
- bedrifter bør fremme rettssikkerhet og menneskerettigheter i stater hvor slik beskyttelse for individene ikke er tilstrekkelig
- bedrifter bør gjennom fremme av menneskerettigheter også bedre forbrukerrettigheter
- det vies oppmerksomhet til menneskerettigheter i leverandørkjeden og valg av forretningspartnere bør skje under hensyntaken til deres praksis på dette området

Videre gis det argumenter for hvorfor dette er viktig og anbefalinger til hvordan bedriftene kan gå frem for å implementere dette i organisasjonen.

Principle 2: Businesses should make sure that they are not complicit in human rights abuses.
Her utdypes det hvordan medvirkning til menneskerettighetskrenkelser kan oppfattes og forekomme i en næringslivskontekst, med eksempler som refererer til flytting av lokalbefolkningen f.eks. ved utbygginger, bruk av sikkerhetsstyrker eller stilltiende aksept til brudd på menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter fra samarbeidspartnere. Betydningen av informasjon og åpenhet om virksomheten vektlegges også. Det beskrives noen mulige tiltak for hvordan bedrifter kan møte disse utfordringene, bl.a. viktigheten av å ha en strategi for menneskerettigheter.

Principle 3: Businesses should uphold the freedom of association and the effective recognition of the right to collective bargaining
Denne utdyper hva organisasjonsfrihet og kollektive forhandlinger innebærer og begrunner hvorfor det er viktig, også ut i fra økonomiske hensyn. Det angis noen mulige strategier med konkrete anbefalinger til hva bedriftene kan gjøre på arbeidsplassen, ved forhandlingsbordet og i forhold til det lokalsamfunnet de opererer i.

Principle 4: Businesses should uphold the elimination of all forms of forced and compulsory labour;
Det gis en nærmere beskrivelse av hva tvangsarbeid er og hva det innebærer basert på definisjonene i de relevante ILO konvensjonene. I den grad de er berørt av dette, må bedrifter sette seg inn i de underliggende årsaker til tvangsarbeid og bedriften må arbeide aktivt for å avskaffe tvangsarbeid. Det gis konkrete råd for hva bedriftene kan gjøre i en slik situasjon både på arbeidsplassen og i lokalsamfunnet.

Principle 5: Businesses should uphold the effective abolition of child labour;

47 Guide to Global Compact. APpractical Understanding of the Vision and the 9 Principles. Tilgjengelig på:
http://www.unglobalcompact.org/irj/servlet/prt/portal/prtroot/com.sapportals.km.docs/documents/Public_Documents/gcguide.pdf

I utdypingen av prinsippet problematiseres det hva barnearbeid er, hvorfor det oppstår og hvorfor bedrifter skal unngå barnearbeid. Definisjonen av barnearbeid er basert på ILO konvensjonen om de verste former for barnearbeid. Mulige strategier for hvordan bedrifter skal gå frem for å unngå barnearbeid, også i leverandørkjeden, er beskrevet med forslag til konkrete tiltak på arbeidsplassen og i lokalsamfunnet, herunder også støtte til utdannelse og opplæring, helsearbeid og ernæring.

Principle 6: Businesses should eliminate discrimination in respect of employment and occupation.
Det gis en gjennomgang av hva diskriminering er og i hvilke former det kan oppstå. Under strategier og tiltak legges det vekt på at diskriminering ikke må forekomme og at bedrifter bør utvikle en likestillingspolicy og tiltak som kan hindre dette. Eksempler på konkrete tiltak er gitt.

Principle 7: Businesses should support a precautionary approach to environmental challenges;
Her tar man utgangspunkt i Rio-deklarasjonen om miljø og utvikling og definerer hva føre var prinsippet er, og hva det innebærer. Dette er så relatert til næringslivets virksomhet gjennom "a business approach to the concept of precaution", der forebygging framfor reparasjon og opprydding av miljøskader vektlegges, man tar et livssyklus perspektiv på sin virksomhet og benytter seg av metoder som risikovurdering, livsløpsanalyser og konsekvensanalyser

Principle 8: Businesses should undertake initiatives to promote greater environmental responsibility;
Bakgrunnen for dette prinsippet er utdypet med utgangspunkt i Agenda 21 der næringslivets rolle i en bærekraftig utvikling er tatt opp. Det beskrives hvilke strategier selskaper kan benytte seg av for å ta et større miljøansvar, herunder implementering av føre var prinsippet i virksomheten, bruk av samme miljøstandard uavhengig av lokalisering, bidra til teknologioverføring m.m.

Principle 9: Businesses should encourage the development and diffusion of environmentally friendly technologies
Det gis en forklaring på hva som menes med miljøvennlig teknologi, nødvendigheten av utvikling og spredning av slik teknologi (på et generelt grunnlag) og hvordan bedrifter kan benytte seg av dette. Her betones den forebyggende strategi, der teknologiforbedringer bør ta sikte på å hindre at miljøproblem oppstår gjennom endringer i produksjonsprosesser, substitusjon av innsatsfaktorer, produktendringer eller resirkulering. Videre beskrives forslag til hvordan bedriften kan gå frem for å gjennomføre dette.

7.4.1.2 Vurdering av Global Compact som et grunnlag for etiske retningslinjer for Petroleumsfondet
Global Compacts prinsipper og retningslinjer har selskaper over hele verden som målgruppe. De favner de fleste av områdene som er definert i utvalgets mandat, som arbeidstakerrettigheter, menneskerettigheter og miljø, og de har en bred internasjonal forankring, både gjennom FN systemet og ved at de bygger på internasjonale konvensjoner og overenskomster. Norske myndigheter har uttrykt bred støtte til prinsippene.

Prinsippene er universelle, men utdypet og konkretisert med anbefalinger for hva selskaper skal legge vekt på og hvordan de kan ta hensyn til disse. I forhold til Petroleumsfondet, som investerer i et meget stort antall selskaper i mange ulike sektorer og geografiske områder, kan nettopp retningslinjene allmenngyldighet være en fordel som gjør at de kan anvendes uavhengig av sektor og bransje.

Det er opp til selskapene selv å velge hvor høyt listen skal ligge når det gjelder den faktiske etterlevelsen av prinsippene, og det er ingen håndhevelse av retningslinjene. Dette har vært kritisert, blant annet fra mange NGOers side, fordi de mener at mange selskaper som har sluttet seg prinsippene ikke følger dem, og at det undergraver Global Compacts troverdighet. En måte å motvirke dette på er å stille krav til selskapenes rapportering. Global Compact har nylig inngått en samarbeidsavtale med Global Reporting Initiative (GRI) som gir retningslinjer for hvordan selskaper skal rapportere om økonomiske, miljømessige og sosiale forhold som har betydning for bedriften (se egen omtale i kapittel 7.5).[48] Intensjonen er å skape en tettere kopling mellom prinsippene og selskapers rapportering om hvordan de etterlever dem.

7.4.2 OECD retningslinjer for flernasjonale selskaper

OECD retningslinjer for flernasjonale selskaper er anbefalinger fra regjeringer til flernasjonale selskaper som driver virksomhet i eller fra tilsluttede land.[49] I dag omfatter dette alle OECD landene i tillegg til Argentina, Brasil, Chile og Den slovakiske republikk. Retningslinjene er frivillige prinsipper og standarder for ansvarlig forretningsførsel på mange ulike områder i samsvar med gjeldende lover. Overholdelse av retningslinjene er frivillig for selskapene og kan ikke håndheves rettslig. Regjeringene som er tilsluttet retningslinjene, oppfordrer selskapene som driver virksomhet på deres territorier, til å overholde retningslinjene overalt der de driver virksomhet, samtidig som de tar hensyn til særlige forhold i hvert enkelt vertsland. Selv om det finnes mange regelverk for forretningsførsel som nå er offentlig tilgjengelige, er retningslinjene det eneste multilateralt anerkjente og detaljerte regelverket som regjeringer er forpliktet til å fremme. Regjeringene som er tilsluttet retningslinjene, skal altså fremme dem og oppmuntre til at de blir brukt overfor nasjonale selskaper. De skal opprette nasjonale kontaktutvalg som skal fremme retningslinjene og fungere som forum for alle saker som gjelder retningslinjene, herunder også anklager om brudd på retningslinjene.

Den institusjonelle rammen rundt retningslinjene består av to organer: Nasjonale kontaktutvalg og OECDs komité for internasjonale investeringer og flernasjonale selskaper (CIME).

De nasjonale kontaktutvalg har som oppgave å gjennomføre informasjonsvirksomhet, behandle forespørsler og drøfte med berørte parter alle saker som omfattes av retningslinjene, slik at de kan bidra til å løse problemer som måtte oppstå i denne forbindelse. Kontaktutvalgene skal årlig rapportere om sine aktiviteter og resultater til OECD (CIME). De har også muligheten til å offentliggjøre klagesaker der det ikke

48 http://www.unglobalcompact.org/irj/servlet/prt/portal/prtroot/com.sapportals.km.docs/documents/Public_Documents/gcguide.pdf

49 http://odin.dep.no/ud/norsk/handelspolitikk/032061-990009/index-dok000-b-n-a.html

oppnås enighet mellom partene. Det norske kontaktutvalget er et samarbeidsorgan sammensatt av representanter for flere departementer, arbeidstakere (LO) og næringslivet (NHO).

CIME har som oppgave, jevnlig eller på forespørsel fra et tilsluttet land, å holde meningsutvekslinger om saker som omfattes av retningslinjene, og om erfaringene fra gjennomføringen av dem. Komiteen skal jevnlig invitere OECDs rådgivende komité for næringslivet (BIAC) og OECDs rådgivende komité for fagforeningene (TUAC) samt andre ikke-statlige organisasjoner til å uttrykke sine meninger om saker som omfattes av retningslinjene.

7.4.2.1 Forhold som retningslinjene adresserer

Innenfor rammen av nasjonal lovgivning gir retningslinjene frivillige prinsipper og standarder for ansvarlig forretningsførsel med hensyn til økonomiske, sosiale og miljømessige forhold. Retningslinjenes kapitler omhandler:

1. Begreper og prinsipper
2. Generelle politiske retningslinjer
   - Respektere menneskerettigheter og bidra til bærekraftig utvikling
3. Offentliggjøring av opplysninger
   - Gi informasjon om sin virksomhet, oppbygning, økonomiske situasjon og sine prestasjoner jevnlig
4. Sysselsetting og forholdet mellom arbeidsgiver og arbeidstaker
   - Respektere de ansattes faglige rettigheter, samarbeide med de ansattes representanter og motarbeide barnearbeid og tvangsarbeid
5. Miljøvern
   - Ta tilbørlig hensyn til behovet for å verne miljøet og folks helse og sikkerhet
6. Bekjemping av bestikkelser
   - Ikke gi bestikkelser, fremme åpenhet og de ansattes bevissthet om selskapets politikk mot bestikkelser.
7. Forbrukerinteresser
   - Gi opplysninger om produkter til forbrukerne og etablere rutiner for å løse forbrukertvister
8. Vitenskap og teknologi
   - Bidra til å overføre teknologi og kunnskap til vertslandet
9. Konkurranse
   - Avstå fra å inngå eller gjennomføre konkurransebegrensende avtaler mellom konkurrenter
10. Beskatning
    - Betale skatter til rett tid

Retningslinjene ble revidert i 2000 basert på innspill fra næringsliv, arbeidstakerorganisasjoner, myndigheter og frivillige organisasjoner, herunder World Wildlife Fund, Amnesty International og Friends of the Earth. Retningslinjene inneholder anbefalinger om avskaffing av barne- og tvangsarbeid som er basert på ILOs kjernekonvensjoner. Avsnittet om miljø oppfordrer flernasjonale selskaper til å øke sin miljøinnsats gjennom tiltak som forbedret intern miljøforvaltning, mer

offentliggjøring av miljøopplysninger og bedret beredskapsplanlegging for innvirkninger på miljøet. For å bekjempe korrupsjon gir retningslinjene anbefalinger om hvordan selskaper skal unngå å bli involvert i korrupsjon, bl.a. gjennom bevisstgjøring av ansatte, ledelses- og kontrollsystemer og åpenhet om sin etiske policy. Når det gjelder forbrukervern bør selskapene utvise god forretnings-, markedsførings- og reklameskikk og bør treffe alle rimelige tiltak for å sikre at varene eller tjenestene de leverer, er sikre og har god kvalitet, gjennom bl.a. produktinformasjon og produktmerking, åpenhet og samarbeid med myndighetene om produktsikkerhet. Kapittelet om offentliggjøring og innsyn avspeiler OECDs prinsipper for virksomhetsstyring (Corporate governance) og anerkjenner og oppmuntrer til framgang med hensyn til bedring av selskapers sosiale og miljømessige ansvarlighet. Det er også tatt inn en generell anbefaling om å respektere menneskerettigheter (konsistent med vertslandenes internasjonale forpliktelser).

7.4.2.1 Nærmere om generelle politiske retningslinjer

Generelle politiske retningslinjer (utdyping av pkt. 2 ovenfor):
Selskapene bør ta tilbørlig hensyn til den fastlagte politikken i de landene der de driver virksomhet, og ta hensyn til andre interessenters synspunkt. I denne sammenhengen bør selskapene:

1. bidra til økonomisk, sosial og miljømessig framgang med sikte på å skape en bærekraftig utvikling,

2. respektere menneskerettighetene til dem som berøres av virksomheten deres, i samsvar med vertsregjeringens internasjonale forpliktelser,

3. oppmuntre til lokal kapasitetsbygging gjennom nært samarbeid med lokalsamfunnet, herunder næringsinteresser, og utvikle selskapets virksomhet på hjemme- og utemarkeder, i samsvar med behovet for sunn handelspraksis,

4. oppmuntre til oppbygging av menneskelig kapital, særlig ved å skape muligheter for arbeid og ved å legge til rette for opplæringsmuligheter for arbeidstakere,

5. avstå fra å søke eller godta unntak som ikke er nevnt i lover eller forskrifter om blant annet miljø, helse, sikkerhet, arbeidsforhold, beskatning, økonomiske oppmuntringer eller andre forhold,

6. støtte og opprettholde gode prinsipper for foretaksledelse og utvikle og følge en god praksis med hensyn til foretaksledelse,

7. utvikle og følge effektive, frivillige praksisformer og ledelsessystemer som fremmer et forhold bygd på tiltro og gjensidig tillit mellom selskapene og samfunnene der de driver virksomhet,

8. fremme bevissthet om og overholdelse av selskapets politikk blant arbeidstakerne ved behørig formidling av denne politikken, blant annet i opplæringsprogrammer,

9. avstå fra diskriminerende eller disiplinære tiltak mot arbeidstakere som i god tro gir

opplysninger til ledelsen eller til vedkommende offentlige myndigheter om forhold som er i strid med lover, retningslinjene eller selskapets politikk,

10. oppmuntre, der det er praktisk mulig, forretningspartnere, herunder leverandører og underleverandører, til å følge prinsipper for forretningsførsel som er i samsvar med retningslinjene,

11. avstå fra enhver upassende innblanding i lokal politisk virksomhet.

Denne delen av retningslinjene omtaler selskapenes forhold til lokal lovgivning og gir i tillegg noen prinsipper for omfanget av selskapers ansvar for utviklingen i de lokalsamfunn de driver virksomhet. I kommentarene til retningslinjene vises det til forpliktelsen til å følge hjemlandets lover. Retningslinjene er ikke noen erstatning for og bør heller ikke anses å stå over lokale lover og forskrifter. Selskapene oppfordres til å ta i betraktning synspunktene til andre interesser i samfunnet.

Om målsetningen om bærekraftig utvikling sies det at den ikke bør stå i motsetning til selskapenes virksomhet og at forbindelsene mellom økonomisk, sosial, og miljømessig framgang er et viktig middel for å fremme denne. Selskapene oppfordres også til å respektere menneskerettighetene i samsvar med vertsregjeringenes internasjonale forpliktelser. Retningslinjene anerkjenner og oppmuntrer også til det bidraget som flernasjonale selskaper kan gi til lokal kapasitetsbygging.

7.4.2.2 Nærmere om offentliggjøring av opplysninger

Offentliggjøring av opplysninger (utdyping av pkt. 3 ovenfor):

1. Selskapene bør forsikre seg om at de offentliggjør pålitelige og relevante opplysninger om sin virksomhet, oppbygning, økonomiske situasjon og sine prestasjoner jevnlig og innen rimelig tid. Disse opplysningene bør offentliggjøres for selskapet som helhet og eventuelt for forretningsområder eller geografiske områder. Selskapenes politikk for offentliggjøring av opplysninger bør tilpasses selskapenes art, størrelse og beliggenhet, samtidig som det tas tilbørlig hensyn til kostnadene, kravet til fortrolighet innen forretningsvirksomhet og andre konkurransehensyn.

2. Selskapene bør anvende høye kvalitetsstandarder for offentliggjøring, regnskapsførsel og revisjon. Selskapene oppfordres også til å anvende høye kvalitetsstandarder for ikke-økonomisk opplysning, herunder for eventuell opplysning om miljømessige og sosiale forhold. Det bør opplyses om hvilke standarder eller hvilken politikk som ligger til grunn for utarbeiding og offentliggjøring av både økonomiske og ikke-økonomiske opplysninger.
Selskapene bør offentliggjøre grunnleggende opplysninger som viser navn, beliggenhet og oppbygning samt morselskapets navn, adresse, telefonnummer, viktigste tilknyttede selskaper og direkte og indirekte eierandeler i prosent i disse tilknyttede selskapene, herunder eierandeler dem imellom.
Selskapene bør også offentliggjøre vesentlige opplysninger om:
-selskapets finans- og driftsresultater,
-selskapets formål,
-store aksjonærer og stemmerett,

-styremedlemmer og toppledere samt deres vederlag,
-vesentlige forutsigbare risikofaktorer,
-vesentlige spørsmål som gjelder arbeidstakere og andre interessenter,
-ledelsesoppbygning og ledelsespolitikk.

3. Selskapene oppfordres til å offentliggjøre også andre opplysninger, blant annet: verdierklæringer eller erklæringer om forretningsførsel ment for offentliggjøring, herunder opplysninger om selskapets politikk for sosiale spørsmål, etikk og miljø og andre regler for atferd som selskapet følger. I tillegg kan datoene da disse erklæringene ble vedtatt, landene og enhetene som disse erklæringene gjelder for, og selskapets resultater i forhold til disse erklæringene også offentliggjøres, opplysninger om systemer for risikohåndtering og etterleving av lover, og om erklæringer eller regler for forretningsførsel, opplysninger om forholdet til arbeidstakere og andre interessenter.

Denne delen av retningslinjene omtaler selskapenes plikt til å offentliggjøre relevante opplysninger om virksomheten. I sine kommentarer til retningslinjene vektlegger OECD at klare og fullstendige opplysninger om selskaper er viktig for mange ulike brukere, fra aksjeeiere og finansverden til andre aktører som arbeidstakere, lokalsamfunn, særinteressegrupper, regjeringer og samfunnet i sin alminnelighet.

Retningslinjene tar for seg offentliggjøring på to områder. Første sett med anbefalinger om offentliggjøring er identisk med punktene om offentliggjøring skissert i OECDs prinsipper om foretaksledelse. Retningslinjene oppfordrer også til en annen kategori rutiner for offentliggjøring eller kommunikasjon på områder der rapporteringsstandardene fremdeles er på utviklingsstadiet, for eksempel innen rapportering av sosiale, miljømessige, og risikomessige forhold, se nærmere i kapittel 7.6 nedenfor.

Selskapene oppfordres til å gi lett og rimelig tilgang til offentliggjorte opplysninger og til å vurdere og gjøre bruk av informasjonsteknologi for å nå dette målet. Kravene til offentliggjøring er ikke ment å legge urimelige byrder av administrativ eller kostnadsmessig art på selskapene. Det forventes heller ikke at selskapene offentliggjør opplysninger som kan sette deres konkurransemessige stilling i fare med mindre offentliggjøring kreves for å gi investorene fullstendige opplysninger og for å unngå å villede investorene.

7.4.2.3 Nærmere om sysselsetting og forholdet mellom arbeidsgiver og arbeidstaker

Sysselsetting og forholdet mellom arbeidsgiver og arbeidstaker(utdyping av pkt. 4 ovenfor)
Selskapene bør, i samsvar med gjeldende lover og forskrifter og de rådende forhold mellom partene i arbeidslivet og praksis i arbeidsforhold:
1.
a) respektere sine arbeidstakeres rett til å la seg representere av fagforeninger og andre rettmessige representanter for arbeidstakere, og delta i konstruktive forhandlinger, enten enkeltvis eller gjennom arbeidsgiverorganisasjoner, med slike representanter med sikte på å komme fram til avtaler om arbeidsforhold,
b) bidra til effektiv avskaffing av barnearbeid,

c) bidra til avskaffing av alle former for tvangsarbeid,
d) ikke forskjellsbehandle arbeidstakerne i saker om arbeids- eller yrkesforhold på grunnlag av rase, farge, kjønn, religion, politiske meninger, nasjonal tilhørighet eller sosial bakgrunn med mindre visse preferanser for arbeidstakernes egenskaper er i tråd med en fastlagt statlig politikk som har til hensikt å fremme økt likestilling på arbeidsmarkedet, eller gjelder arbeidets art,

2.
a) gi arbeidstakernes representanter de ressurser som kreves for å bidra til at det utvikles effektive tariffavtaler,
b) gi arbeidstakernes representanter de opplysningene som kreves for å kunne føre meningsfylte forhandlinger om arbeidsforhold,
c) fremme samråd og samarbeid mellom arbeidsgivere og arbeidstakere og deres representanter om saker av felles interesse,

3. gi arbeidstakere og deres representanter opplysninger slik at de kan danne seg et pålitelig bilde av foretakets resultater eller eventuelt av selskapet i sin helhet,

4.
a) overholde standarder for arbeidsforhold og forholdet mellom arbeidsgiver og arbeidstaker som ikke er mindre gunstige enn dem som følges av tilsvarende arbeidsgivere i vertslandet,
b) treffe tilstrekkelige tiltak for å sikre arbeidervern og arbeidsmiljø i sin virksomhet,

5. i sin virksomhet, så langt det lar seg gjøre, bruke og lære opp lokal arbeidskraft slik at de kan bedre sine kvalifikasjoner, i samarbeid med arbeidstakernes representanter og eventuelt med vedkommende statlige myndigheter,

6. dersom det vurderes å foreta endringer i virksomheten som kan få store virkninger for arbeidstakernes levekår, særlig ved nedlegging av enheter som innebærer massepermitteringer eller masseoppsigelser, gi varsel i rimelig tid om slike endringer til arbeidstakernes representanter og eventuelt til aktuelle statlige myndigheter, og samarbeide med arbeidstakernes representanter og aktuelle statlige myndigheter for, i størst mulig utstrekning, å dempe de negative følgene. I lys av de særlige forholdene i hver enkel sak bør ledelsen gi slikt varsel før den endelige beslutningen tas. Andre framgangsmåter kan også benyttes for å få til et meningsfylt samarbeid om å minske følgene av slike beslutninger,

7. i forbindelse med forhandlinger i god tro med arbeidstakernes representanter om arbeidsvilkår eller når arbeidstakerne bruker sin rett til å organisere seg, ikke true med flytting av hele eller deler av en enhet fra vedkommende land eller overføre arbeidstakere fra selskapets enheter i andre land for på utilbørlig vis å påvirke forhandlingene eller hindre arbeidstakerne i å bruke sin rett til å organisere seg,

8. legge forholdene til rette slik at arbeidstakernes representanter kan forhandle om tariffavtaler eller om spørsmål som gjelder forholdet mellom arbeidstakere og ledelsen, og tillate at partene drøfter saker av felles interesse med representanter for ledelsen som har myndighet til å ta avgjørelser i disse sakene.

I sine kommentarer til retningslinjene skriver OECD at kapitlet om sysselsetting og relasjoner mellom arbeidsgiver og arbeidstaker gjenspeiler de aktuelle bestemmelsene i ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet av 1998 (se kapittel 7.4.3) og ILOs Trepartserklæring om prinsipper for flernasjonale selskaper og sosiale hensyn av 1977 (se kapittel 7.5.3).

De fire grunnleggende prinsippene og rettighetene i ILO-erklæringen av 1998, og som også er inkludert i Trepartserklæringen fastsetter prinsipper på områdene avskaffing av barnearbeid, avskaffing av alle former for tvangsarbeid, og likebehandling i arbeids- eller yrkesforhold og rett til organisering og frie forhandlinger. Listen over ikke-tillatte grunnlag for forskjellsbehandling, som er tatt fra ILO-konvensjon nr. 111 av 1958, gir uttrykk for at all sondring, utelukking eller favorisering på grunnlag av rase, hudfarge, kjønn, religion, politisk oppfatning, nasjonal eller sosial opprinnelse er i strid med konvensjonen. OECD presiserer at listen over diskrimineringsgrunnlag i konvensjonen ikke er uttømmende. Det forventes at selskapene fremmer like muligheter for kvinner og menn, med særlig vekt på like kriterier for utvelging, vederlag og forfremmelse og lik bruk av disse kriteriene. Videre forventes det at selskapene hindrer forskjellsbehandling eller oppsigelse på grunn av ekteskap, graviditet eller foreldreskap.

Både OECDs retningslinjer og ILOs trepartserklæring omhandler atferd som forventes av selskapene. Henvisningen til samrådsformer for medbestemmelse er tatt fra ILO-anbefaling nr. 94 av 1952 om samråd og samarbeid mellom arbeidsgivere og arbeidstakere på selskapsplan. Den samsvarer også med en bestemmelse i ILOs Trepartserklæring om prinsipper for flernasjonale selskaper og sosiale hensyn av 1977. OECD påpeker videre at standarder for arbeidsforhold og forholdet mellom arbeidsgiver og arbeidstaker også omfatter lønns- og arbeidstidsordninger. Henvisningen til arbeidervern og arbeidsmiljø innebærer at flernasjonale selskaper forventes å følge gjeldende påbudte standarder og industrinormer for å minske faren for ulykker og helseskader som følge av, i forbindelse med eller som skjer under arbeidet.

7.4.2.4 Nærmere om miljøvern

Miljøvern (Utdyping av pkt.5 ovenfor)
Selskapene bør, innenfor rammen av lover, forskrifter og administrativ praksis i de land der de driver virksomhet, og under henvisning til aktuelle internasjonale avtaler, prinsipper, mål og standarder, ta tilbørlig hensyn til behovet for å verne miljøet og folks helse og sikkerhet, og generelt drive sin virksomhet på en slik måte at de bidrar til det overordnede målet om bærekraftig utvikling. Selskapene bør særlig:

1. opprette og vedlikeholde et miljøforvaltningssystem som høver for selskapet, med blant annet:
   a) innsamling og vurdering av tilstrekkelige og aktuelle opplysninger om de miljømessige, helsemessige og sikkerhetsmessige følgene av sin virksomhet,
   b) fastsetting av målbare mål og eventuelt mål for bedre miljømessige prestasjoner, herunder en jevnlig vurdering av om målene fortsatt er aktuelle, og
   c) jevnlig overvåking og verifikasjon av utviklingen mot de miljømessige, helsemessige og sikkerhetsmessige målene,

2. idet det tas hensyn til kostnader, kravet til fortrolighet innen forretningsvirksomhet og vernet av eiendomsretten til åndsverk:
   a) gi offentligheten og arbeidstakerne tilstrekkelige og aktuelle opplysninger om mulige miljømessige, helsemessige og sikkerhetsmessige følger av selskapets virksomhet, som for eksempel kan omfatte en redegjørelse om framdriften i miljøarbeidet, og
   b) kommunisere med og rådspørre i tilstrekkelig grad og til rett tid samfunnene som blir direkte berørt av selskapets miljø-, helse- og sikkerhetspolitikk og gjennomføringen av den,

3. vurdere å ta i betraktning i sin beslutningsprosess de forutsigbare miljømessige, helsemessige og sikkerhetsmessige følgene av selskapets prosesser, varer og tjenester gjennom hele deres levetid. Dersom den foreslåtte virksomheten kan få betydelige miljømessige, helsemessige og sikkerhetsmessige følger, og dersom den må godkjennes av vedkommende myndighet, må det utarbeides en høvelig miljøkonsekvensanalyse,

4. i samsvar med den vitenskapelige og tekniske oppfatningen av risikoen og i de tilfeller det er fare for alvorlig skade på miljøet, tatt i betraktning også folks helse og sikkerhet, ikke bruke mangel på full vitenskapelig sikkerhet som argument for å utsette kostnadseffektive tiltak som kan forebygge eller minske slik skade,

5. ha beredskapsplaner for å forebygge, dempe og begrense alvorlige miljøskader og helseskader som har oppstått på grunn av deres virksomhet, blant annet i forbindelse med ulykker og nødssituasjoner, og rutiner for øyeblikkelig melding til vedkommende myndigheter,

6. kontinuerlig søke å bedre selskapets miljøprestasjoner, ved å oppmuntre, der det høver, til for eksempel:
   a) bruk, i alle deler av selskapet, av teknologi og driftsmetoder som avspeiler

standardene for miljøprestasjonene i den delen av selskapet som har de beste resultatene,

b) utvikling og levering av varer eller tjenester som ikke skader miljøet unødig, er sikre å bruke på den måten det er ment, er energi- og ressursbesparende, kan brukes på nytt, kan gjenvinnes eller kan disponeres på en sikker måte,
c) fremming av et høyere bevissthetsnivå blant kunder om de miljømessige følgene ved å bruke varene og tjenestene til selskapet, og
d) forsking på hvordan man på sikt kan bedre selskapets miljøprestasjoner.

7. gi arbeidstakerne tilstrekkelig utdanning og opplæring i miljømessige, helsemessige og sikkerhetsmessige forhold, blant annet håndtering av farlige stoffer og forebygging av miljøulykker, samt mer allmenne områder av miljøforvaltning, for eksempel framgangsmåter for å gjennomføre miljøkonsekvensanalyser, publikumskontakt og miljøteknologi,

8. bidra til å utvikle en miljømessig meningsfylt og økonomisk effektiv offentlig politikk, for eksempel gjennom samarbeid eller tiltak som vil øke bevisstheten om og vern av miljøet.

Kapitlet om Miljøvern reflekterer, i henhold til OECD, stort sett prinsippene og målene i Rio-erklæringen om miljø og utvikling, i Agenda 21 (som er innenfor rammen av Rio-erklæringen) og i Århus-konvensjonen om tilgang til miljøinformasjon, allmenn deltaking i beslutningsprosesser og tilgang til rettsmidler i saker som angår miljøet og gjenspeiler standarder i andre instrumenter, for eksempel ISO-standarden for miljøforvaltningssystemer.

For å forbedre miljøprestasjonene kreves det en forpliktelse til en systematisk tilnærming og til en stadig forbedring av systemet. Et miljøforvaltningssystem gir den interne rammen for å kontrollere et selskaps miljøvirkninger og å integrere miljøhensyn i forretningsvirksomheten. Det bør omfatte aktiviteter og tiltak som tar sikte på å kontrollere både direkte og indirekte miljøvirkninger av selskapets virksomhet over lang tid, forurensningskontroll og ressursforvaltning. Å ha et slikt system på plass bør, i henhold til OECD, bidra til å forsikre aksjeeiere, arbeidstakere og samfunnet om at selskapet arbeider aktivt for å verne miljøet mot virkningene av selskapets virksomhet.

Flere instrumenter som allerede er vedtatt av ulike land tilsluttet retningslinjene, blant annet prinsipp 15 i Rio-erklæringen om miljø og utvikling, henviser til "føre var - prinsippet". Selv om ingen av disse instrumentene er uttrykkelig rettet mot selskaper, er den grunnleggende forutsetningen i retningslinjene at selskapene bør handle så snart som mulig og på en forutseende måte for å unngå for eksempel alvorlige eller ugjenkallelige miljøskader forårsaket av deres virksomhet. Retningslinjene er ikke ment å gjenfortolke noe eksisterende instrument eller å skape nye forpliktelser eller presedenser for regjeringene. De er bare ment å anbefale hvordan føre var - tilnærmingen bør gjennomføres på selskapsplan.

Retningslinjene oppfordrer også selskapene til å arbeide for å heve miljøprestasjonene i alle deler av sin virksomhet, selv der dette kanskje ikke formelt kreves i eksisterende

praksis i de landene der de driver virksomhet. For eksempel har flernasjonale selskaper ofte tilgang til teknologi eller driftsmetoder som ved anvendelse kan bidra til å heve miljøprestasjonene over alt. Å sikre at miljøet i de landene der flernasjonale selskaper driver virksomhet, også nyter godt av tilgjengelig teknologi, er et viktig middel til å bygge opp støtte til internasjonal investeringsvirksomhet mer generelt.

7.4.2.5 Nærmere om korrupsjon

Bekjemping av bestikkelser (Utdyping av pkt.6 ovenfor)
Selskapene bør ikke, verken direkte eller indirekte, tilby, love, gi eller kreve bestikkelser eller andre urettmessige fordeler for å skaffe seg eller beholde forretninger eller andre utilbørlige fordeler. Selskapene bør heller ikke anmodes om eller forventes å gi bestikkelser eller andre urettmessige fordeler. Selskapene bør særlig:

1. ikke tilby, eller gi etter for krav om, å betale offentlige tjenestemenn eller arbeidstakere hos forretningspartnere noen del av et kontraktsbeløp. De bør ikke bruke underleveranser, innkjøpsordrer eller konsulentoppdrag som middel til å kanalisere betaling til offentlige tjenestemenn, arbeidstakere hos forretningspartnere, eller til deres slektninger eller forretningsforbindelser.

2. forsikre seg om at vederlaget til dets representanter er passende og bare er for legitime tjenester. Dersom det er aktuelt, bør man føre en liste over representanter som er benyttet i forbindelse med transaksjoner med offentlige organer og statseide selskaper, og stille den til rådighet for vedkommende myndigheter.

3. gi mer innsyn i virksomheten som ledd i kampen mot bestikkelser og pengeutpressing. Man kan for eksempel forplikte seg offentlig mot bestikkelser og pengeutpressing og opplyse om ledelsessystemer som selskapet har vedtatt for å oppfylle disse forpliktelsene. Selskapet bør også fremme åpenhet og dialog med offentligheten for å øke dens oppmerksomhet om og samarbeid i kampen mot bestikkelser og pengeutpressing.

4. fremme arbeidstakernes bevissthet om og etterleving av selskapets politikk mot bestikkelser og pengeutpressing ved å kunngjøre denne politikken og ved hjelp av opplæringsprogram og disiplinærtiltak.

5. vedta ledelseskontrollsystemer som motvirker bestikkelser og korrupte framgangsmåter, og vedta rutiner for føring av finans- og skatteregnskap og revisjonsrutiner som hindrer at det kan opprettes uoffisielle eller hemmelige kontoer, eller at det kan lages dokumenter som ikke på en rett og riktig måte beskriver de transaksjonene de gjelder.

6. ikke gi ulovlige bidrag til kandidater for offentlige stillinger eller til politiske partier eller til andre politiske organisasjoner. Bidrag bør oppfylle alle krav til offentlighet og bør meldes til den øverste ledelsen

I sine kommentarer til retningslinjene skriver OECD at framgangen med å forbedre den politiske rammen og med å heve selskapenes bevissthet om bestikkelser som en ledelsessak har vært betydelig. OECD-konvensjonen om bekjemping av bestikkelser av utenlandske offentlige tjenestemenn ("konvensjonen") er undertegnet av 34 land og trådte i kraft 15. februar 1999 (se egen omtale i kapittel 7.4.6). Konvensjonen, sammen med anbefalingen om bekjemping av bestikkelser i internasjonale forretningstransaksjoner, som ble endret i 1997, og anbefalingen om retten til skattefradrag for bestikkelser til utenlandske offentlige tjenestemenn av 1996, er kjerneinstrumentene som medlemmene i antikorrupsjonsgruppen samarbeider på grunnlag av for å stoppe strømmen av bestikkelser som har som mål å få eller beholde internasjonale oppdrag. Et overvåkningsprogram er opprettet for å sikre effektiv og konsekvent gjennomføring og håndheving av konvensjonen.

7.4.2.6 Nærmere om forbrukerinteresser

Forbrukerinteresser (Utdyping av pkt. 7 ovenfor)
Når selskapene har med forbrukere å gjøre, bør de vise god forretnings-, markedsførings- og reklameskikk og bør treffe alle rimelige tiltak for å sikre at varene eller tjenestene de leverer, er sikre og har god kvalitet. De bør særlig:

1. sikre at varene eller tjenestene de leverer tilfredsstiller alle avtalte eller fastsatte standarder for helse og sikkerhet for forbrukerne, blant annet helseadvarsler og produktsikkerhets- og produktopplysningsetiketter.

2. gi tilstrekkelig av relevante, nøyaktige og tydelige opplysninger om innholdet i og sikker bruk, vedlikehold, lagring og disponering av varene eller tjenestene til at forbrukerne kan ta beslutninger grunnet på kunnskap.

3. opprette klare og effektive ordninger som kan behandle klager fra forbrukere, og som bidrar til rettferdige og hurtige løsninger på forbrukertvister uten utilbørlige kostnader eller byrder.

4. avstå fra påstander, fortielser og andre handlinger som er villedende, misvisende, svikaktige eller illojale, respektere forbrukernes privatliv og beskytte personlige opplysninger.

5. samarbeide fullt ut og åpent med offentlige myndigheter om å forebygge eller fjerne alvorlige farer for folks helse og sikkerhet som har oppstått på grunn av forbruk eller bruk av deres varer.

OECD peker på at forbrukerhensyn med sikte på å bidra til å øke forbrukernes helse og sikkerhet har fått økt betydning i lys av globaliseringen av markedsplassen og en økende elektronisk handel. Det ble derfor tatt inn et kapittel om forbrukerinteresser i revisjonen av retningslinjene. Ordlyden i dette kapittelet trekker på arbeidet til OECD-komiteen for forbrukerpolitikk og på arbeidet nedlagt i ulike enkeltstående og internasjonale regler for forretningsførsel (for eksempel reglene til Det internasjonale handelskammeret), FNs retningslinjer for forbrukerpolitikk og OECDs retningslinjer for forbrukervern i samband med elektronisk handel.

Med hensyn til nr. 5 henvises selskapene til OECDs retningslinjer for beskyttelse av personlig integritet og internasjonal trafikk av persondata som et nyttig grunnlag for beskyttelse av persondata.

7.4.2.7 Vurdering av OECD retningslinjer i forhold til etiske retningslinjer for Petroleumsfondet

Norge har i likhet med 33 andre land gitt sin tilslutning til retningslinjene og forpliktet seg til å fremme dem. Det betyr at retningslinjene har en formell forankring både i Norge og internasjonalt. Det betyr også at myndighetens gjennom sin tilslutning i prinsippet har forpliktet seg til å følge opp "sine" multinasjonale selskaper. Gjennom de nasjonale kontaktpunktene i hvert land finnes det en mekanisme som skal kunne fange opp brudd på retningslinjene, selv om den i praksis synes å være lite brukt.

På samme måte som Global Compact spenner også OECDs retningslinjer over et bredt spekter av relevante tema. De inkluderer retningslinjer for korrupsjon, miljø og sosiale forhold knyttet til relasjoner mellom arbeidsgiver og arbeidstaker, samt forbrukerinteresser, basert på internasjonale konvensjoner og overenskomster. Det tema som er minst konkretisert er menneskerettigheter (utover arbeidstakerrettigheter)

Retningslinjene er ikke bindende for selskapene og virksomheten skal vurderes ut i fra lokale normer. Dvs. at lovgivningen i det landet som virksomheten opererer i, er minimumsstandard. Retningslinjene er relativt konkrete i sine anbefalinger om hvilke forhold selskapene skal adressere i ledelse og ledelsessystemer, og først og fremst rettet mot multinasjonale selskaper. Også disse retningslinjene har vært kritisert av bl.a. NGOer på grunn av manglende oppfølging fra myndighetens side, at enkelte land har en mer rigid praksis enn andre for hvem som har klagerett på selskapene, og manglende innsyn i klageprosessene.

For Petroleumsfondet vil det være en fordel med retningslinjer som favner flere tema og som har en nasjonal og internasjonal forankring. OECD retningslinjene vil på enkelte områder kunne supplere prinsippene i Global Compact.

7.4.3 ILO Trepartserklæring om grunnleggende prinsipper for multinasjonale selskaper og sosiale hensyn

ILO skiller seg fra andre mellomstatlige organisasjoner ved at tre parter, statlige myndigheter, arbeidstakerorganisasjoner og arbeidsgiverorganisasjoner er representert i de formelle styringsorganene. ILO trepartserklæring for multinasjonale selskaper ble vedtatt i 1977 og revidert i 2000. I henhold til ILO er trepartserklæringen det eneste settet av globale retningslinjer for policy og praksis knyttet til investeringer som myndigheter, arbeidsgiver- og arbeidstakerorganisasjoner er enige om.[50]

Retningslinjene er frivillige og har som mål å fremme sosial og økonomisk fremgang, og bidra til utvikling av arbeidsplasser i utviklingsland, herunder å skape forståelse for fundamentale prinsipper og arbeidstakerrettigheter, fremme sysselsetting og inntekt, fremme sosial beskyttelse og sosial sikkerhet og styrke dialogen mellom

50 http://www.ilo.org/public/english/employment/multi/index.htm

partene – myndigheter, næringsliv og arbeidstakere. I henhold til ILO utgjør retningslinjene et globalt minimumsnivå for forhandlinger om og forståelse av investeringer, utforming av lover og politikk, fastsetting av felles mål og etablering av metoder for samråd og samarbeid mellom partene

Erklæringen innholder anbefalinger rettet mot multinasjonale selskaper og myndigheter innenfor områdene:
- Sysselsetting
  - Fremme sysselsetting, spesielt i utviklingsland
  - Like muligheter for og lik behandling av arbeidstakere (ikke diskriminering)
  - Trygghet/sikkerhet for arbeidstakerne (security of employment)
  - Opplæring
- Arbeidstakerforhold og levevilkår
  - Lønn, goder og arbeidstakerforhold
  - Minimumsalder
  - Sikkerhet og helse
- Forholdet mellom arbeidsgiver og arbeidstaker
  - Rett til organisering
  - Rett til kollektive forhandlinger

Alle stater som er medlem av ILO er pliktig til å rapportere om hvordan erklæringen implementeres. Rapporteringen er offentlig. Statene og organisasjonene i arbeidslivet kan be om klargjøring av punkter i erklæringen. Disse anmodningene blir diskutert av ILO under streng konfidensialitet for å bidra til deltakelse fra multinasjonale selskaper. ILO har ingen sanksjonsmuligheter overfor selskapene, verken i forhold til retningslinjene (som er frivillige) eller ILO konvensjoner som retningslinjene er basert på.

7.4.3.1 Nærmere om retningslinjene

Trepartserklæringen, som ble revidert i 2000, integrerer ILOs fundamentale prinsipper og arbeidstakerrettigheter. I tillegg er den basert på en rekke andre, nærmere spesifiserte ILO- anbefalinger og konvensjoner som dekker helse og sikkerhet, arbeidstid, sosiale forhold, sysselsettingspolitikk, etc. Retningslinjene oppfordrer også alle partene til å respektere FNs menneskerettighetskonvensjon, samt internasjonale overenskomster vedtatt av FN og ILO knyttet til ytringsfrihet og organisasjonsfrihet.

I følge ILO er erklæringen ment å være en global målestokk for multinasjonale selskaper, arbeidstaker- og arbeidsgiverorganisasjoner, og statlige myndigheter. Ordlyden i retningslinjene er relativt generell. Den gir overordnede anbefalinger for hva selskaper og myndigheter bør søke å arbeide mot innenfor de ulike områdene, med henvisning til relevante ILO konvensjoner.

Employment

Employment promotion
- With a view to stimulating economic growth and development, raising living standards, meeting manpower requirements and overcoming unemployment and underemployment, governments should declare and pursue, as a major goal, an

active policy designed to promote full, productive and freely chosen employment.

- This is particularly important in the case of host country governments in developing areas of the world where the problems of unemployment and underemployment are at their most serious. In this connection, the general conclusions adopted by the Tripartite World Conference on Employment, Income Distribution and Social Progress and the International Division of Labour (Geneva, June 1976) should be kept in mind.
- Paragraphs 13 and 14 above establish the framework within which due attention should be paid, in both home and host countries, to the employment impact of multinational enterprises.
- Multinational enterprises, particularly when operating in developing countries, should endeavour to increase employment opportunities and standards, taking into account the employment policies and objectives of the governments, as well as security of employment and the long-term development of the enterprise.
- Before starting operations, multinational enterprises should, wherever appropriate, consult the competent authorities and the national employers' and workers' organizations in order to keep their manpower plans, as far as practicable, in harmony with national social development policies. Such consultation, as in the case of national enterprises, should continue between the multinational enterprises and all parties concerned, including the workers' organizations.
- Multinational enterprises should give priority to the employment, occupational development, promotion and advancement of nationals of the host country at all levels in cooperation, as appropriate, with representatives of the workers employed by them or of the organizations of these workers and governmental authorities.
- Multinational enterprises, when investing in developing countries, should have regard to the importance of using technologies which generate employment, both directly and indirectly. To the extent permitted by the nature of the process and the conditions prevailing in the economic sector concerned, they should adapt technologies to the needs and characteristics of the host countries. They should also, where possible, take part in the development of appropriate technology in host countries.
- To promote employment in developing countries, in the context of an expanding world economy, multinational enterprises, wherever practicable, should give consideration to the conclusion of contracts with national enterprises for the manufacture of parts and equipment, to the use of local raw materials and to the progressive promotion of the local processing of raw materials. Such arrangements should not be used by multinational enterprises to avoid the responsibilities embodied in the principles of this Declaration.

Equality of opportunity and treatment

- All governments should pursue policies designed to promote equality of opportunity and treatment in employment, with a view to eliminating any discrimination based on race, colour, sex, religion, political opinion, national extraction or social origin.
- Multinational enterprises should be guided by this general principle throughout their operations without prejudice to the measures envisaged in paragraph 18 or to government policies designed to correct historical patterns of discrimination and thereby to extend equality of opportunity and treatment in employment.

Multinational enterprises should accordingly make qualifications, skill and experience the basis for the recruitment, placement, training and advancement of their staff at all levels.

- Governments should never require or encourage multinational enterprises to discriminate on any of the grounds mentioned in paragraph 21, and continuing guidance from governments, where appropriate, on the avoidance of such discrimination in employment is encouraged.

Security of employment

- Governments should carefully study the impact of multinational enterprises on employment in different industrial sectors. Governments, as well as multinational enterprises themselves, in all countries should take suitable measures to deal with the employment and labour market impacts of the operations of multinational enterprises.
- Multinational enterprises equally with national enterprises, through active manpower planning, should endeavour to provide stable employment for their employees and should observe freely negotiated obligations concerning employment stability and social security. In view of the flexibility which multinational enterprises may have, they should strive to assume a leading role in promoting security of employment, particularly in countries where the discontinuation of operations is likely to accentuate long-term unemployment.
- In considering changes in operations (including those resulting from mergers, take-overs or transfers of production) which would have major employment effects, multinational enterprises should provide reasonable notice of such changes to the appropriate government authorities and representatives of the workers in their employment and their organizations so that the implications may be examined jointly in order to mitigate adverse effects to the greatest possible extent. This is particularly important in the case of the closure of an entity involving collective lay-offs or dismissals.
- Arbitrary dismissal procedures should be avoided.
- Governments, in cooperation with multinational as well as national enterprises, should provide some form of income protection for workers whose employment has been terminated.

Training

- Governments, in cooperation with all the parties concerned, should develop national policies for vocational training and guidance, closely linked with employment. This is the framework within which multinational enterprises should pursue their training policies.
- In their operations, multinational enterprises should ensure that relevant training is provided for all levels of their employees in the host country, as appropriate, to meet the needs of the enterprise as well as the development policies of the country. Such training should, to the extent possible, develop generally useful skills and promote career opportunities. This responsibility should be carried out, where appropriate, in cooperation with the authorities of the country, employers' and workers' organizations and the competent local, national or international institutions.
- Multinational enterprises operating in developing countries should participate, along with national enterprises, in programmes, including special funds,

encouraged by host governments and supported by employers' and workers' organizations. These programmes should have the aim of encouraging skill formation and development as well as providing vocational guidance, and should be jointly administered by the parties which support them. Wherever practicable, multinational enterprises should make the services of skilled resource personnel available to help in training programmes organized by governments as part of a contribution to national development.

– Multinational enterprises, with the cooperation of governments and to the extent consistent with the efficient operation of the enterprise, should afford opportunities within the enterprise as a whole to broaden the experience of local management in suitable fields such as industrial relations.

Denne delen av trepartserklæringen omhandler henholdsvis myndigheters og selskapers ansvar for å fremme sysselsetting, likestilling, jobbsikkerhet og yrkesopplæring. Disse forholdene omtales primært som et myndighetsansvar, men med en plikt for selskapene til å innrette sin virksomhet lojalt for å fremme de målsetningene som følger av offentlige tiltak på disse områdene.

Conditions of work and life

Wages, benefits and conditions of work

- Wages, benefits and conditions of work offered by multinational enterprises should be not less favourable to the workers than those offered by comparable employers in the country concerned.
- When multinational enterprises operate in developing countries, where comparable employers may not exist, they should provide the best possible wages, benefits and conditions of work, within the framework of government policies. These should be related to the economic position of the enterprise, but should be at least adequate to satisfy basic needs of the workers and their families. Where they provide workers with basic amenities such as housing, medical care or food, these amenities should be of a good standard.
- Governments, especially in developing countries, should endeavour to adopt suitable measures to ensure that lower income groups and less developed areas benefit as much as possible from the activities of multinational enterprises.

Minimum age

- Multinational enterprises, as well as national enterprises, should respect the minimum age for admission to employment or work in order to secure the effective abolition of child labour.

Safety and health

- Governments should ensure that both multinational and national enterprises provide adequate safety and health standards for their employees. Those governments which have not yet ratified the ILO Conventions on Guarding of Machinery (No. 119), Ionising Radiation (No. 115), Benzene (No. 136) and Occupational Cancer (No. 139) are urged nevertheless to apply to the greatest extent possible the principles embodied in these Conventions and in their related Recommendations (Nos. 118, 114, 144 and 147). The Codes of Practice and Guides in the current list of ILO publications on Occupational Safety and Health should also be taken into account.
- Multinational enterprises should maintain the highest standards of safety and

health, in conformity with national requirements, bearing in mind their relevant experience within the enterprise as a whole, including any knowledge of special hazards. They should also make available to the representatives of the workers in the enterprise, and upon request, to the competent authorities and the workers' and employers' organizations in all countries in which they operate, information on the safety and health standards relevant to their local operations, which they observe in other countries. In particular, they should make known to those concerned any special hazards and related protective measures associated with new products and processes. They, like comparable domestic enterprises, should be expected to play a leading role in the examination of causes of industrial safety and health hazards and in the application of resulting improvements within the enterprise as a whole.

– Multinational enterprises should cooperate in the work of international organizations concerned with the preparation and adoption of international safety and health standards

In accordance with national practice, multinational enterprises should cooperate fully with the competent safety and health authorities, the representatives of the workers and their organizations, and established safety and health organizations. Where appropriate, matters relating to safety and health should be incorporated in agreements with the representatives of the workers and their organizations.

Denne delen av trepartserklæringen omhandler arbeidsvilkår og oppstiller en plikt for multinasjonale selskaper til ikke å la lønnsnivået og vilkårene for ansatte være lavere enn gjennomsnittet for lik virksomhet i vertslandet. I fravær av et slikt veiledende lønnsnivå skal selskapene tilstrebe best mulige lønninger og arbeidsvilkår, og lønnen skal som et minimum kunne tilfredsstille arbeidernes grunnleggende behov. Når det gjelder helse, miljø og sikkerhet oppfordres selskapene til å opprettholde de høyest mulige standarder i samsvar med nasjonale krav.

Industrial relations

- Multinational enterprises should observe standards of industrial relations not less favourable than those observed by comparable employers in the country concerned.

Freedom of association and the right to organize

– Workers employed by multinational enterprises as well as those employed by national enterprises should, without distinction whatsoever, have the right to establish and, subject only to the rules of the organization concerned, to join organizations of their own choosing without previous authorisation. They should also enjoy adequate protection against acts of anti-union discrimination in respect of their employment.
– Organizations representing multinational enterprises or the workers in their employment should enjoy adequate protection against any acts of interference by each other or each other's agents or members in their establishment, functioning or administration.
– Where appropriate, in the local circumstances, multinational enterprises should

support representative employers' organizations.

- Governments, where they do not already do so, are urged to apply the principles of Convention No. 87, Article 5, in view of the importance, in relation to multinational enterprises, of permitting organizations representing such enterprises or the workers in their employment to affiliate with international organizations of employers and workers of their own choosing.
- Where governments of host countries offer special incentives to attract foreign investment, these incentives should not include any limitation of the workers' freedom of association or the right to organize and bargain collectively.
- Representatives of the workers in multinational enterprises should not be hindered from meeting for consultation and exchange of views among themselves, provided that the functioning of the operations of the enterprise and the normal procedures which govern relationships with representatives of the workers and their organizations are not thereby prejudiced.
- Governments should not restrict the entry of representatives of employers' and workers' organizations who come from other countries at the invitation of the local or national organizations concerned for the purpose of consultation on matters of mutual concern, solely on the grounds that they seek entry in that capacity.

Collective bargaining

- Workers employed by multinational enterprises should have the right, in accordance with national law and practice, to have representative organizations of their own choosing recognized for the purpose of collective bargaining.
- Measures appropriate to national conditions should be taken, where necessary, to encourage and promote the full development and utilization of machinery for voluntary negotiation between employers or employers' organizations and workers' organizations, with a view to the regulation of terms and conditions of employment by means of collective agreements.
- Multinational enterprises, as well as national enterprises, should provide workers' representatives with such facilities as may be necessary to assist in the development of effective collective agreements.
- Multinational enterprises should enable duly authorized representatives of the workers in their employment in each of the countries in which they operate to conduct negotiations with representatives of management who are authorized to take decisions on the matters under negotiation.
- Multinational enterprises, in the context of bona fide negotiations with the workers' representatives on conditions of employment, or while workers are exercising the right to organize, should not threaten to utilize a capacity to transfer the whole or part of an operating unit from the country concerned in order to influence unfairly those negotiations or to hinder the exercise of the right to organize; nor should they transfer workers from affiliates in foreign countries with a view to undermining bona fide negotiations with the workers' representatives or the workers' exercise of their right to organize.
- Collective agreements should include provisions for the settlement of disputes arising over their interpretation and application and for ensuring mutually respected rights and responsibilities.
- Multinational enterprises should provide workers' representatives with

information required for meaningful negotiations with the entity involved and, where this accords with local law and practices, should also provide information to enable them to obtain a true and fair view of the performance of the entity or, where appropriate, of the enterprise as a whole.

– Governments should supply to the representatives of workers' organizations on request, where law and practice so permit, information on the industries in which the enterprise operates, which would help in laying down objective criteria in the collective bargaining process. In this context, multinational as well as national enterprises should respond constructively to requests by governments for relevant information on their operations.

Consultation

– In multinational as well as in national entrprises, systems devised by mutual agreement between employers and workers and their representatives should provide, in accordance with national law and practice, for regular consultation on matters of mutual concern. Such consultation should not be a substitute for collective bargaining.

Examination of grievances

– Multinational as well as national enterprises should respect the right of the workers whom they employ to have all their grievances processed in a manner consistent with the following provision: any worker who, acting individually or jointly with other workers, considers that he has grounds for a grievance should have the right to submit such grievance without suffering any prejudice whatsoever as a result, and to have such grievance examined pursuant to an appropriate procedure This is particularly important whenever the multinational enterprises operate in countries which do not abide by the principles of ILO Conventions pertaining to freedom of association, to the right to organize and bargain collectively and to forced labour.

Settlement of industrial disputes

– Multinational as well as national enterprises jointly with the representatives and organizations of the workers whom they employ should seek to establish voluntary conciliation machinery, appropriate to national conditions, which may include provisions for voluntary arbitration, to assist in the prevention and settlement of industrial disputes between employers and workers. The voluntary conciliation machinery should include equal representation of employers and workers.

Denne delen av trepartserklæringen omhandler forholdet mellom arbeidslivets parter og forplikter multinasjonale selskaper til å, som et minimum, overholde nasjonale regler. Organisasjonsretten oppstilles som en absolutt rettighet. Selskapene pålegges også innenfor rammen av nasjonal lovgivning å tillate kollektive forhandlinger. Det gis også retningslinjer for konsultasjoner mellom arbeidslivets parter og for tvisteløsningsmekanismer.

7.4.3.2 Vurdering av ILO trepartserklæring i forhold til etiske retningslinjer for Petroleumsfondet

ILOs trepartserklæring fokuserer på forhold som hører inn under ILOs ansvarsområde og bygger også på spesifiserte ILO konvensjoner og anbefalinger. Det betyr i hovedsak forhold knyttet til sysselsetting, arbeidsvilkår og relasjoner mellom arbeidsgiver og arbeidstaker. Andre forhold som miljø, etikk, god virksomhetsstyring etc. er ikke inkludert, slik at disse retningslinjene er mindre omfattende enn Global Compact og OECD's retningslinjer.

På samme måte som i de andre retningslinjene vurderes virksomheten til selskapene ut fra lokale normer ved at lovgivningen i det landet som virksomheten opererer i, er minimumsstandard. Retningslinjene er ikke bindende, og det er ikke etablert noe system for oppfølging av selskapene. Landrapportene som myndigheten avgir, synes mer å være en vurdering av om i hvilken grad det er konflikt mellom retningslinjer og nasjonalt lovverk. I forhold til Petroleumsfondet fokuserer retningslinjene bare på ett område. De er derfor mindre egnet som et selvstendig grunnlag for utforming av etiske retningslinjer, men vil eventuelt kunne benyttes som et tillegg til de andre retningslinjene, og i den grad forankringen i ILO har særskilt betydning. Det henvises til Trepartserklæringen både i OECD retningslinjene og i FNs forslag til prinsipper for menneskerettigheter for selskaper (se nedenfor, 7.4.4)

7.4.4 FNs underkommisjon for menneskerettigheter – utkast til erklæring om ansvar for flernasjonale selskaper

FNs Underkommisjon for menneskerettigheter har utviklet et forslag til prinsipper/retningslinjer for hvordan flernasjonale selskaper og andre virksomheter skal ta hensyn til menneskerettigheter i land de er virksomme i. Forslaget, som denne beskrivelsen er basert på, (datert april 2003), skal etter planen behandles på underkommisjonens møte 30-31. juli i Geneve.[51]

Forslaget er ment å etablere et forpliktende minimumsnivå for hva alle selskaper, uavhengig av størrelse, lokalisering eller bransje bør leve opp til. Forslaget er ment som et tillegg til FNs menneskerettighetserklæring og bygger på :

- en rekke globale og regionale konvensjoner på områdene menneskerettigheter, internasjonal humanitær rett, internasjonal strafferett, og miljø.
- frivillige retningslinjer og erklæringer fra internasjonale organisasjoner som FN, ILO, WHO og OECD, herunder ILOs trepartserklæring for multinasjonale selskaper, OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og FNs Global Compact
- dessuten:
  - bransjespesifikke intitativer (f.eks. Clean Clothes Campaign),
  - rammeavtaler mellom multinasjonale selskaper og arbeidstakerorganisasjoner (f.eks. Tobacco and Allied Workers' Association)
  - retningslinjer som selskaper selv utvikler for sin virksomhet (F.eks. H&M Code of Conduct)

51 http://www1.umn.edu/humanrts/links/NormsApril2003.html

– retningslinjer utviklet av NGOer eller fagforeninger slik som Amnesty International Human Rights Guidelines for companies og the ICFTU Basic Code of Labour Practice.

7.4.4.1 Nærmere om prinsippene

Forslaget består av 8 hovedprinsipper, samt definisjoner. Hvert av hovedprinsippene inneholder underavsnitt der prinsippene er spesifisert og med retningslinjer for hva selskapene bør forholde seg til. I en kommentarutgave er disse prinsippene ytterligere utdypet og konkretisert.[52] Prinsippene omfatter:

A. Generelle forpliktelser (General obligations)

– Fastslår at selv om stater har det primære ansvaret for å sikre menneskerettigheter har også selskaper en forpliktelse til å fremme internasjonale menneskerettigheter innenfor sitt virksomhetsområde og innflytelsessfære.

B. Retten til like muligheter og ikke diskriminerende behandling (Right to equal opportunity and Non-Discriminatory Treatment)

- Selskaper skal sikre like muligheter og behandling, i den hensikt å fjerne all diskriminering basert på rase, hudfarge, kjønn, språk, religion, polisk oppfatning, nasjonal eller sosial opprinnelse, sosial status, status som urfolk, funksjonshemming, alder (unntak for barn) eller andre forhold som ikke påvirker individets evne til å gjennomføre sin jobb.

C. Retten til personlig sikkerhet (Right to Security of Persons)

– Fastslår at selskaper ikke skal engasjere seg i eller tjene på krigsforbrytelser, forbrytelser mot menneskeheten, folkemord, tortur, forsvinninger, tvangsarbeid, gisseltaking, utenrettslige eller vilkårlige henrettelser, andre brudd på den internasjonale humanitære retten eller andre regler som tar sikte på beskyttelse av individer i folkeretten. I kommentarene er dette utdypet til at selskaper som produserer våpen eller tilbyr sikkerhetstjenester aktivt skal motvirke at slike blir benyttet på en måte at menneskerettigheter brytes, og at selskaper ikke skal produsere våpen som er ulovlige i henhold til internasjonal lov.
– Selskapets sikkerhetstiltak, inkl. bruk av sikkerhetsstyrker skal ta hensyn til internasjonale normer for menneskerettigheter og respektere nasjonal lovgivning i de land de er virksomme i. Dette er i kommentarene presisert til også å omfatte selskapets underleverandører, lisensinnehavere, kontraktører og andre som har avtaler med selskapet. Videre bør selskapene ha en dialog med myndighetene i vertslandet og andre interessenter om virkninger av selskapets sikkerhetsarrangementer for lokalsamfunnet.

D. Arbeidstakerrettigheter (Rights of workers)

– Setter krav til at selskaper ikke skal benytte seg av tvangsarbeid. Selskapene skal videre bidra til å eliminere barnearbeid, sørge for sunt og sikkert arbeidsmiljø og skal avlønne ansatte slik at de kan oppnå en verdig levestandard for seg og sine familier i forhold til lokale forhold. Selskaper skal også sikre retten til organisering og erkjenne retten til kollektive forhandlinger. Denne er i stor grad basert på bestemmelser slik de er presisert i ulike ILO konvensjoner. Det fremheves i kommentarene at selskaper har en spesiell forpliktelse til å ivareta

52 http://www1.umn.edu/humanrts/links/CommentApril2003.html

arbeidstakerrettigheter i land som ikke har integrert slike rettigheter i nasjonal lovgivning.

E. Respekt for nasjonal suverenitet og menneskerettigheter (Respect for National Sovereignty Human Rights)

- Selskaper skal respektere internasjonale og nasjonale lover og regler, administrativ praksis, alminnelig rettsikkerhet, samfunnets interesser, utviklingsmål, sosiale, økonomiske og kulturelle strategier, herunder transparens, etterrettelighet og forbud mot korrupsjon; og respektere myndighetene i de landene der selskaper har virksomhet. I kommentarene fremheves blant annet urfolks rettigheter, samt selskapenes plikt til å beskytte intellektuell eiendomsrett på en slik måte at den kan bidra til teknologisk innovasjon og teknologioverføring og til gjensidig nytte for brukere og produsenter av teknologien som kan lede til sosial og økonomisk velferd, herunder befolkningens helse.
- Selskaper skal ikke ta del i korrupsjon eller på et utilbørlig vis dra fordel av personers politiske posisjon eller stilling hos myndighetene. Selskaper skal avstå fra aktiviteter som kan støtte, påvirke eller oppmuntre stater til å misbruke menneskerettigheter. Dette er i kommentarene utdypet som at selskaper skal være åpne på pengeoverføringer til myndighetene og ikke motta utbetalinger eller kompensasjon knyttet til utvinning av naturressurser uten at det er godkjent av den regjeringen som er anerkjent som "eier" av slike ressurser.
- Selskapene skal respektere sivile, kulturelle, økonomiske, politiske og sosiale rettigheter og bidra til at disse rettighetene realiseres, spesielt med hensyn til helse, mat og bolig. Selskaper skal også respektere andre rettigheter som retten til utdannelse, hvile og fritid, deltakelse i lokalsamfunnets kulturelle liv, samt sivile og politiske rettigheter som ytringsfrihet, religionsfrihet og trosfrihet. Selskaper skal avstå fra handlinger som kan hindre realiseringen av slike rettigheter. Dette avsnittet er basert på FN-konvensjonen om økonomiske sosiale og kulturelle rettigheter, FN-konvensjonen om sivile og politiske rettigheter samt overvåkningsorganenes tolkningsuttalelser [53] og WHO standarder.

F. Forpliktelser med hensyn til forbrukersikkerhet (Obligations with regard to Consumer Protection)

- Det fastslås at selskaper skal handle i samsvar med god forretningsskikk (fair business), også i forhold til markedsføring og reklame, og at de har et ansvar for produktsikkerhet og kvalitet for produkter og tjenester som selskapet leverer. De skal observere føre var prinsippet, og de skal ikke produsere, markedsføre eller distribuere produkter som er skadelige eller potensielt skadelige for forbrukere. I kommentarene nevnes spesielt FNs Guidelines for Consumer Protection, og relevante internasjonale standarder for promoveringen av spesifikke produkter, som WHA International Code of Marketing of Breast-milk Substitutes og WHO Ethical Criteria for Medical Drug Promotion. Videre påpekes selskapenes spesielle ansvar i land som ikke har et tilstrekkelig lovverk til å ivareta forbrukernes krav på produktkvalitet og produktsikkerhet.

G. Forpliktelser med hensyn til miljøvern (Obligations with regard to Environmental Protection)

53 General Comments

– Stiller krav om at selskaper skal følge nasjonale lover, regler og administrative praksis. I tillegg skal virksomheten drives i samsvar med internasjonale avtaler, prinsipper, mål og standarder relatert til miljø, samt menneskerettigheter, allmennhetens helse og sikkerhet, bioetikk og føre var prinsippet, og generelt arbeidet mot målet om en bærekraftig utvikling. I kommentarene påpekes det at produsenter skal ta ansvar for helse- og miljøeffekter fra hele sin virksomhet, inklusive produkter som blir introdusert på markedet. De skal gjennomføre konsekvensanalyser og risikovurderinger, og skal respektere føre var prinsippet og prinsippet om forebyggende miljøvern (prevention principle). Selskapene skal ha miljøledelsessystemer og anvende beste teknologi for å minimere risiko for uhell.

H. Implementering

– Selskaper skal sette i verk interne prosedyrer og opplæring som sikrer at prinsippene blir implementert i virksomheten. Spesielt skal det legges vekt på de prinsippene som tar sikte på å gi beskyttelse. Selskapene skal påse at også deres underleverandører etterlever normene og påvirke andre virksomheter som de er i kontakt med til å gjøre det samme.
– Det forutsettes vider at FN eller andre internasjonale eller nasjonale organer skal kontrollere at selskapene etterlever retningslinjene. Denne kontrollen skal være uavhengig, åpen og ta hensyn til klager fra andre interessenter (inklusive NGOer) på at selskaper ikke etterlever retningslinjene. Selskapene skal selv sørge for periodisk evaluering og kontroll for å vurdere konsekvensen av sin virksomhet på menneskerettighetene beskrevet i prinsippene. I kommentarene foreslås det at FNs overvåkningskomiteer (”human rights treaty bodies”) kan overvåke gjennomføringen av retningslinjene gjennom etablering av ytterligere rapporteringskrav til statene. Videre mener man at FNs Menneskerettighetskommisjon bør etablere en egen ekspertgruppe og spesialrapportører, som kan ta imot informasjon om og gjennomføre tiltak ovenfor selskaper som bryter retningslinjene. Selskaper bør også legge til rette for at arbeidstakere kan klage på selskapet uten at det fører til represalier.
– Nasjonale myndigheter skal etablere og håndheve det nødvendige lovgrunnlag og administrative rammeverk for at retningslinjene blir implementert av transnasjonale selskaper og tilknyttede selskaper.
– Selskaper skal sørge for rask, effektiv og tilstrekkelig kompensasjon til de som er blitt negativt berørt fordi selskaper ikke har etterkommet prinsippene.

7.4.4.2 Vurdering av FNs Underkommisjons prinsipper for transnasjonale selskaper i forhold til etiske retningslinjer for Petroleumsfondet

Prinsippene vektlegger menneskerettigheter knyttet til arbeidstakere, og til lokalsamfunnet som selskaper er en del av, herunder for eksempel bruk av sikkerhetsstyrker. De omhandler også korrupsjon, forbrukersikkerhet og miljøhensyn, og favner derfor relativt vidt, selv om fokus er menneskerettigheter i vid forstand. Prinsippene referer til ILOs Trepartserklæring for multinasjonale selskaper, OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper og FNs Global Compact, og bygger på bindende konvensjoner for menneskerettigheter, internasjonal humanitær rett og miljø i tillegg til frivillige retningslinjer utviklet av selskaper og NGOer (herunder Amnesty International), samt avtaler mellom selskaper og fagforeninger.

Prinsippene fastsetter internasjonal lovgivning og internasjonale instrumenter, slik de er vedtatt i FN-systemet, skal være en norm for selskapene. I tillegg skal selskapene selvsagt respektere den nasjonale lovgivningen i det landet som virksomheten opererer i. Retningslinjene beskriver konkret hvilke forhold selskapene bør adressere, og forholdene er ytterligere utdypet og detaljert i kommentarene. I forhold til andre retningslinjer er de meget ambisiøse med hensyn til selskapenes forpliktelser, men er samtidig konkrete når det gjelder problemstillinger i forhold til menneskerettigheter i vid forstand, som andre retningslinjer i liten grad berører.

Intensjonen med retningslinjene er å sette en forpliktende standard for hvordan selskaper og deres underleverandører skal ta hensyn til menneskerettigheter. Det er foreslått et formelt system for oppfølging av selskapene, og at retningslinjene blir integrert i statenes lovverk. Det er på den måten også knyttet høye ambisjoner til implementeringen og håndhevelsen av retningslinjene.

Forslaget til retningslinjer skal behandles i FN systemet i juli 2003. Det er dermed ikke gitt at forslaget blir vedtatt i sin nåværende form. Man vet heller ikke hvilken tilslutning det vil få fra medlemslandene. For Petroleumsfondet kan retningslinjene gi et konkret utgangspunkt for vurdering av menneskerettighetsspørsmål, og på den måten supplere andre retningslinjer. Hvorvidt retningslinjene bør utgjøre et mer forpliktende fundament for etiske retningslinjer vil, etter utvalgets oppfatning, først kunne vurderes etter at forslaget er ferdig behandlet i FN.

7.5 Standarder og sertifisering

I tillegg til frivillige retningslinjer finnes det også standarder for hvordan selskaper skal ta hensyn til miljø og sosiale forhold i sin virksomhet. Dette er sertifiseringsstandarder, som innebærer at bedriftens arbeid med slike spørsmål kan verifiseres av en uavhengig tredjepart, som regel en organisasjon som er akkreditert til å gjennomføre den type sertifisering.

ISO 14001, som er en global standard for miljøledelse i selskaper og organisasjoner, er en meget utbredt standard, utstedt av Den internasjonale standardiseringsorganisasjonen.[54] Standarden er ingen nivåstandard, dvs. at selskapet kan selv bestemme nivået i sin miljøstrategi (hvor høyt listen skal legges) utover lovgivningen og hvordan den skal utformes. Standarden stiller imidlertid krav til systemer og prosedyrer som sikrer at de kravene selskapet bestemmer seg for, faktisk etterleves, og den stiller krav til en stadig forbedring av selskapets miljøprestasjoner. OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper har basert sine krav til miljøvern på sentrale elementer i ISO 14001 standarden.

SA 8000, Social Accountability International Standard**,** er en global nivå og prosedyrestandard som fokuserer på arbeidstakerrettigheter i selskapet og selskapets underleverandører.[55] Kravene er basert på sentrale elementer i ILO konvensjoner, FNs menneskerettighetskonvensjon og FNs barnekonvensjon. Social Accountability International er en frivillig organisasjon og ansvarlig for standarden. Standarden er respektert av arbeidstakerorganisasjoner og frivillige organisasjoner som en seriøs

54 http://www.iso14000-iso14001-environmental-management.com/

55 http://www.cepaa.org/

standard for arbeidstakerrettigheter. Standarden har en mer begrenset utbredelse sammenliknet med ISO standarden, men er særlig brukt av selskaper innen tekstil, sko og leketøysindustri med virksomhet i utviklingsland.

En tredjepartssertifisering gir en troverdighet og dokumentasjon for at selskapene som implementerer slike standarder også lever opp til dem. Det vil likevel ikke være hensiktsmessig for Petroleumsfondet å stille krav om sertifisering i de selskaper som Fondet er investert i. Til det er standardene for begrenset i omfang og i utbredelse. Selskaper som er sertifisert i henhold til slike standarder vil imidlertid ha systemer på plass som sikrer at de også vil kunne etterleve de retningslinjer som Fondet som eier vil stille til selskaper.

7.6 Rapportering av selskapers arbeide med menneske- og arbeidstakerrettigheter og miljø.

Tradisjonelt har investorer og eiere vurdert selskaper ut i fra deres finansielle resultater, på grunnlag av selskapets årsberetninger og annen tilgjengelig informasjon om selskaper. Når en investor i tillegg skal vurdere ikke finansielle størrelser, som selskapets strategi og i forhold til viktige miljøutfordringer, menneskerettigheter, egne ansatte eller underleverandører, må informasjon om dette gjøres tilgjengelig.

For å fremskaffe slike opplysninger har mange fondsforvaltere og indeksforvaltere valgt å sende ut spørreskjema til bedriftene. Ettersom flere fond har begynt å anvende etiske kriterier, har antallet slike henvendelser til selskapene økt. Samtidig er henvendelsene i liten grad er koordinerte, hvilket krever en betydelig ressursinnsats fra bedriftenes side for å svare på til dels svært omfattende spørsmål.

I løpet av de siste par årene har en del selskaper i stedet lagt vekt på å rapportere ikke bare om finansielle resultater, men også om selskapets policy og resultater når det gjelder miljø og sosiale spørsmål. Det kan skyldes økende press fra omverdenen, ofte som resultat av spesifikke hendelser eller opptreden, men er også en konsekvens av at mange bedrifter ønsker å styrke sitt omdømme. Et godt omdømme, og en god etikk, er for mange selskaper blitt en viktig del av merkevarebyggingen og knyttes på den måten sterkt til konkurranseevne og selskapets finansielle resultater. Rapportering om bedriftens samfunnsvar, eller Corporate Social Responsibility (CSR) blir ofte kalt ”Sustainability Reporting” eller ”Tripple Bottom Line Reporting” – rapportering i henhold til den tredelte bunnlinjen – som inkluderer økonomi, miljø og sosiale hensyn.

Selv om denne formen for rapportering ennå er i sin spede begynnelse, er det rimelig å anta at den vil øke i omfang dersom flere eiere vurderer selskapers atferd knyttet til miljø og sosiale spørsmål som viktig for langsiktige lønnsomhet og økonomiske avkastning. En økende transparens og rapportering vil dessuten kunne bidra til at behovet for spørreundersøkelser fra investorenes side reduseres, og på den måten være en mer ressurseffektiv måte å informere på fra selskapenes side. Den økende floraen av frivillige retningslinjer for ulike aspekter ved selskapers atferd vil også øke behovet for å dokumentere atferd – i den grad selskaper velger å slutte seg til slike ordninger.

En svakhet ved den rapporteringen som mange selskaper har gjennomført hittil, er at informasjonen ikke alltid er like relevant i forhold til de utfordringene som bedriftene har, i forhold til miljø, arbeidstakere eller menneskerettigheter og at dokumentasjonen har vært av varierende kvalitet. I praksis har det derfor vært vanskelig å vurdere både de potensielle risiki som selskapet står overfor og hvor godt selskapet håndterer de faktiske utfordringene.

Mot denne bakgrunn har flere ulike organisasjoner tatt et initiativ til å utvikle retningslinjer for rapportering av bedrifters arbeide med bærekraftig utvikling. Den mest omfattende av disse er The Global Reporting Initiative, som er nærmere omtalt nedenfor. Men også andre organisasjoner, som for eksempel the World Business Council for Sustainable Development, har utviklet retningslinjer. I tillegg finnes det mange nasjonale og bransjespesifikke initiativ.

7.6.1 The Global Reporting Initiative (GRI)[56]

GRI ble etablert I 1997 i USA av CERES – *Coalition for Environmentally Responsible Economies* i samarbeid med ideelle organisasjoner, næringslivet og andre institusjoner. GRI ble en uavhengig organisasjon i 2002 og har i dag kontor i Boston og Amsterdam. GRI er tilknyttet FN gjennom sin status som samarbeidende institutt med FNs miljøprogram, UNEP.

GRI er et frivillig rammeverk av retningslinjer for å måle og rapportere om en organisasjons arbeide innen område bærekraftig utvikling, og ble etablert for å skape et felles, globalt rammeverk som kan gjøre selskaper og deres interessenter i stand til å vurdere atferd og resultater innenfor økonomi, miljø og sosiale forhold. GRI presiserer at retningslinjene (Sustainability Reporting Guidelines) ikke er en "Code of Conduct" eller en nivåstandard, men en standard for rapportering. Det er et verktøy for å måle og rapportere om selskapers bidrag og resultater over tid, på en dekkende og sammenliknbar måte.

GRI retningslinjene gir et sett med indikatorer som gjør det mulig å vurdere bedriftens arbeide på områder relatert til økonomi, miljø og sosiale forhold, der intensjonen er å supplere og styrke den tradisjonelle økonomiske rapporteringen.

Retningslinjene anbefaler at rapporteringen omfatter:

- selskapets visjon og strategi for å bidra til en bærekraftig utvikling
- selskapets profil, herunder organisasjon, virksomhet og interessenter
- selskapets styringsstruktur og ledelsessystem
- opplysninger om i hvor stor grad rapporteringen er i overensstemmelse med innholdet i GRI retningslinjene
- måleindikatorer og resultater (Performance indicators), inndelt i økonomiske, miljø og sosiale indikatorer

Indikatorene dekker de økonomiske, miljømessige og sosiale dimensjonene i bærekraftig utvikling. Innenfor hvert område definerer GRI noen kjerneindikatorer som alle selskaper bør rapportere på og noen tilleggsindikatorer som kan utdype rapporteringen, men som er valgfrie. De økonomiske indikatorene er knyttet til

56 http://www.globalreporting.org/guidelines/2002.asp#

selskapets økonomiske betydning for interessentene og for samfunnet på lokalt, nasjonalt og globalt nivå. Eksempler på økonomiske indikatorer er rapporteringen av lønninger, pensjoner og andre ytelser til selskapets ledelse og ansatte, innbetalinger fra kunder og utbetalinger til underleverandører. På enkelte områder sammenfaller denne rapporteringen med konvensjonell finansiell rapportering.

Miljøindikatorene relaterer seg til selskapets innvirkning på naturen og øko-systemet, jord, luft og vann. Indikatorene omfatter blant annet miljøvirkninger av selskapets produkter og tjenester, ressursforbruk, forbruk av miljøfarlige stoffer og råvarer, utslipp av klimagasser og andre forurensinger, avfall, i tillegg til kostnader for miljøinvesteringer, bøter og straff for brudd på miljølovgivning.

De sosiale indikatorene omfatter organisasjonens innvirkning på det sosiale systemet som virksomheten opererer innenfor. Indikatorene er gruppert i tre kategorier: forhold relatert til arbeidstakere, menneskerettigheter og mer generelle samfunnsmessige spørsmål knyttet til forbruker, lokalsamfunn og andre interessenter. Slik informasjon kan være vanskelig å kvantifisere, og der det er hensiktsmessig etterspør GRI kvalitative beskrivelser.

Eksempler på indikatorer innenfor de ulike områdene er vist i tabellen nedenfor:

Økonomi	Ansatte	Lønnsutbetalinger, pensjoner og annen kompensasjon
	Kunder	Innbetalinger fra kunder
	Leverandører	Utbetalinger til leverandører
	Samfunnet	Betalte skatter, mottatte subsidier
Miljø	Miljøvirkninger av selskapets produkter og tjenester Forbruk av energi, vann og andre råvarer Forbruk av miljøfarlige stoffer og råvarer Utslipp av klimagasser og andre forurensninger til luft Utslipp til vann Genererte avfallsmengder, resirkulering Avfallsminimering og andre miljøtiltak Innvirkning på biologisk mangfold Kostnader til miljøinvesteringer Bøter og straff for brudd på lovgivning	
Sosiale forhold	Ansatte og arbeidsforhold	Ansettelsesforhold Arbeidsgiver- og arbeidstaker forhold Helse og sikkerhet Utdannelse Mangfold og muligheter

	Menneskerettigheter	Diskriminering Organisasjonsfrihet Barnearbeide Tvangsarbeide Disiplinære spørsmål Sikkerhetsspørsmål Minoritetsbefolkning
	Samfunnsmessige spørsmål	Produktsikkerhet (helse og sikkerhet) Reklame og kommunikasjon Respekt for den private sfæren Relasjoner til samfunnet Bestikkelser og korrupsjon Bidrag til det politiske systemet Konkurransemetoder og prisfastsetting

GRI retningslinjer utvikles løpende og kompletteres med spesifikke områder og bransjer. HIV/AIDS er et eksempel på et område der retningslinjene har skapt muligheter for å rapportere konsistent om et foretaks engasjement. Det er frivillig å benytte seg av GRIs retningslinjer, og selskapene kan velge om de vil anvende retningslinjer i sin helhet eller bare deler av den. GRI stiller ingen krav på at selskapet skal endre sin atferd. Retningslinjene gir muligheter for å rapportere åpent om prosesser, aktiviteter og resultater innen de angitte områdene.

7.6.2 GRI og forholdet til Global Compact og OECDS retningslinjer for multinasjonale selskaper

GRI og Global Compact besluttet i mars i år å forsterke sitt samarbeide. En viktig del av dette har vært å knytte Global Compacts ni prinsipper til områder og indikatorer i GRI retningslinjene. En oversikt over dette finnes på GRIs internettsider.[57]

OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper er utformet for å være operative retningslinjer som selskaper skal kunne etterleve. GRI betoner selv at det eksisterer sterke koplinger til OECDs retningslinjer og at GRI retningslinjene kan brukes for å dokumentere hvordan et selskap arbeider med de delene av OECD retningslinjene som omhandler miljømessige og sosiale spørsmål.

Norges Bank kan i sin eierskapsutøvelse påvirke selskapene i Petroleumfondets portefølje til å rapportere åpent om hvordan de ivaretar hensynene til menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, miljøspørsmål og kampen mot bestikkelser. GRI er et nyttig virkemiddel både for Norges Bank og for bedriftene til å standardisere krav til innholdet i rapporteringen. At selskapene rapporterer åpent om sine aktiviteter på de områdene som omfattes av GRI vil i seg selv kunne øke deres oppmerksomhet og innsats, og derfor bidra til oppfyllelse av mål som er satt i FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale foretak.

57 http://www.globalreporting.org/about/UNGCandGRI.pdf

Vedlegg 8

8 Eierskapsutøvelse

8.1 Innledning

Nedenfor drøftes eierskapsutøvelse som virkemiddel både på generell basis og som en måte å ta etiske hensyn på. I kapittel 8.2 – 8.4 presenteres eierskapsutøvelse generelt. Disse kapitlene tar for seg hvorfor finansielle investorer vil fokusere på aktiv eierskapsutøvelse, hvilke konkrete virkemidler disse vil benytte, og hvilke forutsetninger som må være til stede for at eierskapsutøvelsen skal være effektiv. I kapittel 8.5 presenteres dagens eierskapsutøvelse i Petroleumsfondet. I kapittel 8.6 gjennomgås forventede økonomiske og administrative konsekvenser av en sterkere satsing på eierskapsutøvelse generelt. I kapittel 8.7-8.9 knyttes etiske hensyn opp mot eierskapsutøvelsen. Det drøftes hvordan en slik sammenknytning kan skje på en effektiv måte, og hvilke praktiske konsekvenser en kan vente av en slik sammenknytning. I kapittel 8.10 presenteres utvalgets forslag til og begrunnelse for retningslinjer for eierskapsutøvelse som integrerer etiske og finansielle hensyn.

8.2 Hvorfor aktiv eierskapsutøvelse?

En langsiktig eier som Petroleumsfondet må sikre sine interesser både i forhold til selskapenes ledelse og i forhold til andre eiere med smalere porteføljer og kortere tidshorisonter. Aksjeselskap har som hovedoppgave å maksimere den langsiktige avkastningen til sine eiere – aksjonærene. Eiernes utfordring er at de som regel ikke driver aksjeselskapene selv. I stedet velger de et styre som ansetter og kontrollerer ledelsen i selskapet, og som avgjør saker av særlig viktighet i driften. Da oppstår det såkalte prinsipal-agent forholdet: En prinsipal (eierne) benytter en agent (administrerende direktør og ledelse) til å sørge for at prinsipalenes mål nås. Imidlertid er det ikke uten videre gitt at agenten virkelig har de rette insentiver til å arbeide ene og alene i prinsipalens interesse. En ledelse kan – dersom den ikke følges aktivt opp av eierne – utvikle egne mål for sin virksomhet som for eksempel maksimering av egen velferd.

Eierne vil derfor blant annet gjennom utforming av avlønningssystemer arbeide for at ledelsens interesser er sammenfallende med eiernes. Aktiv eierskapsutøvelse kan ses på som eiernes samlede virksomhet for å sørge for at bedriftene de eier virkelig innretter sin virksomhet til beste for aksjonærene. Etablering av insentivsystemer for å sikre sammenfallende mål mellom eiere og ledelse må derfor ventes å være en sentral del i eierskapsutøvelsen.

Å følge opp at styre og ledelse virkelig arbeider til eiernes beste, har en direkte kostnad som må betales av hver enkelt eier. Gevinsten som oppnås i form av bedre langsiktig avkastning til investorene fordeles imidlertid i henhold til eierandel, uavhengig av hvilken kostnad hver enkelt har lagt ned i å følge opp bedriftenes styringssystemer. Dette er et klassisk eksempel på det såkalte ”free rider” problemet. For hver enkelt investor vil det lønne seg å gjøre så lite som mulig selv, og håpe at de andre eierne gjør jobben med å følge opp bedriftens ledelse. Hver enkelt investor har

liten eller ingen betalingsvillighet når gevinsten som tilbakeføres er uavhengig av investeringskostnaden. Følgelig oppstår en underproduksjon av dette godet (aktiv eieroppfølging i dette tilfellet). Dette er et alminnelig problem for de fleste offentlige goder. Produksjon av offentlige goder finansieres derfor som regel via det offentliges myndighet til å skattlegge enkeltpersoner og bedrifter. En tilsvarende mulighet for finansiering er i praksis ikke tilgjengelig for produksjon av godet "aktiv eierstyring".

Manglende produksjon av fellesgoder er et eksempel på en markedssvikt. Man kan ikke stole på at markedsløsningen er effisient. Når hver enkelt aktør bestemmer egen etterspørsel etter godet, blir den samlede etterspørselen mindre enn hva som faktisk ville være rasjonelt for aktørene som gruppe.

Spredt eierskap skaper i utgangspunktet et større "free rider" problem enn hva et system med en eller et fåtall dominerende aksjonærer gjør. Dette skyldes at dominerende eiergrupperinger har større mulighet til å utøve reell innflytelse og kontroll enn mindre eiere. Det tilsier isolert at systemer for eieroppfølging kan forventes å få et større fokus på seg dersom bedriften har dominerende eiere eller eiergrupperinger. Et system med dominerende eiere skaper imidlertid åpenbare problemer for gjenværende minoritetseiere, fordi et slikt system gir insentiver til de dominerende eierne om å etablere ordninger som gir disse fordeler på bekostning av øvrige aksjonærer. Sett fra minoritetsaksjonærenes side vil derfor ikke eierstyring fra et begrenset antall store eiere være en garanti for at eierskapsutøvelsen samlet sett er god.

I Petroleumfondets tilfelle er det flere grunner til at man ikke nødvendigvis kan stole på at et flertall av de øvrige eierne av bedriftene etablerer tilstrekkelige styringssystemer mellom aksjonærene og bedriftene. For det første er spredt eierskap helt alminnelig, og de aller fleste øvrige eierne har mindre eierandeler enn Petroleumsfondet. De har da også mindre økonomiske insentiver til å prioritere aktiv eierutøvelse enn hva Petroleumsfondet har. Dernest er det heller ikke gitt at de øvrige eierne har samme mål som Petroleumsfondet: å maksimere langsiktig avkastning på en bred verdipapirportefølje. I mange bedrifter vil det kunne være dominerende strategiske eiere, hvis mål er å maksimere avkastningen til sin samlede industrielle virksomhet. Det kan også være innslag av kortsiktige aktører, som kun har fokus mot tiltak som øker potensialet for aksjekursen på kort sikt.

Samtidig er det et faktum at mange store institusjonelle kapitalforvaltere har etablert klare målsetninger for sin eierstyring, og følger dette opp aktivt overfor bedriftene. Det medfører at Petroleumsfondet har naturlig allierte blant andre eiere i å stille krav til styre og ledelse i bedriftene.

Eiernes rettigheter blir også beskyttet gjennom de krav som verdipapirbørser og nasjonal lovgivning stiller blant annet til selskapenes informasjonsplikt. Dette vil til en viss grad redusere de negative konsekvenser som underproduksjon av aktivt institusjonelt eierskap kan medføre for de langsiktige eierne. Etablering av krav til gode og rettferdige styringssystemer i bedriftene, ryddige og demokratiske prosesser for nominasjon til sentrale selskapsorganer, og stemmegivning på generalforsamlinger kan synes særlig aktuelt i systemer med spredt eierskap, og i selskaper med eierkonstellasjoner som har åpenbart andre mål for sitt eierskap enn hva en selv har.

Dette kan om ønskelig gjennomføres med begrenset ressursbruk. Økt forståelse for viktigheten av gode standarder for eierskapsutøvelse i markedet som helhet, og et ønske om å bidra solidarisk til noe som investorene samlet drar nytte av, kan forklare hvorfor enkeltinvestorer påtar seg en begrenset kostnad som ikke kan forventes å motsvare direkte i økt inntjening for investoren. Det kan også være en positiv ekstern effekt ved at en aktiv holdning til ett bestemt selskap virker oppdragende og profesjonaliserende på hele markedet.

De senere år har interessen for og ressursbruken på eierskapsutøvelse økt betydelig hos pensjonsfond og andre langsiktige finansielle investorer. I stigende grad stiller samfunnet krav til eiere om å utøve et aktivt eierskap. Slike krav er særlig relevante for finansielle investorer. Store institusjonelle eiere har i økende grad styrket samarbeidet seg imellom for å kunne øve mer innflytelse med sikte på å ivareta sine finansielle interesser. En rekke større saker har vist at langsiktige finansielle investorer ikke kan stole på at andre eiere eller ledelsen i selskapet uten videre styrer selskapene i beste langsiktige finansielle interesse for alle eiere. Forskjellsbehandling av aksjonærer ved aksjeemisjoner, manglende uavhengighet mellom styre og administrerende direktør, mangelfull regnskapsinformasjon, og svært gunstige opsjonsordninger for styre og administrativ ledelse, er eksempler på problemområder som har illustrert behovet for årvåkenhet fra minoritetsaksjonærenes side.

Det økende fokuset internasjonalt på betydningen av aktiv eierutøvelse er en selvstendig begrunnelse for at også Petroleumsfondet bør øke sin aktivitet på dette området. Dersom fondet skal ha som mål å være i internasjonal toppklasse når det gjelder langsiktig kapitalforvaltning, må også ambisjonsnivået og standarden for hvordan eierinteressene ivaretas være tilsvarende høye.

8.3 Hva er eierskapsutøvelse?

Eierskapsutøvelse er eiernes samlede aktivitet for å sørge for at deres grunnleggende rettigheter blir respektert og for å sikre at bedriftene styres i aksjonærenes beste interesse. Både strategiske og finansielle eiere har klare interesser i å utforme en politikk for eierskapsutøvelse. Kanalene for å utøve eierskapsutøvelse vil imidlertid være forskjellig for ulike typer investorgrupper. Finansielle investorer vil som regel ikke ønske å være representert i bedriftenes styre, fordi man som styremedlem får innsideinformasjon som begrenser muligheten til å kjøpe eller selge aksjer når investoren selv ønsker det. Kompetanse om kapitalforvaltning gir heller ikke uten videre kompetanse som er egnet for å besitte styreverv. I stedet vil finansielle investorer gjerne formulere sentrale prinsipper for styringsstruktur etc. som skal sikre at styre og ledelse arbeider til beste for alle aksjonærers langsiktige interesse.

De finansielle investorenes kanaler for å utøve sin eierskapspolitikk, er:
- Stemmegivning på generalforsamlingene for eller mot forslag som fremmes av selskapenes ledelse (”proxy voting”) eller for/mot resolusjonsforslag fremmet av ulike aksjonærer/aksjonærgrupper
- Etablering av en direkte dialog med selskapets ledelse, fortrinnsvis i samarbeid med andre eiere.

Eierskapsutøvelse reflekterer at investoren ønsker å fortsette å være eier i selskapet. Salg av eierandelene vil likevel kunne være en siste reaksjon dersom investoren er misfornøyd med hvordan styre og ledelse utfører sitt arbeid, og det ikke har vært mulig å få til forbedringer gjennom de ordinære kanaler for å utøve eierskapspolitikken. Nedsalg kan også komme som en reaksjon på vesentlige beslutninger fattet på generalforsamlingen i strid med investorens standpunkt, for eksempel i forhold til utforming av opsjonsordninger eller sentrale strategiske valg. Investoren kan da frykte at aksjekursen selv på lang sikt vil lide av måten selskapet ledes på.

Det er styrets og ledelsens oppgave å lede selskapene slik at overskuddet eierne mottar maksimeres på lang sikt. Den aktive eierskapsutøvelsen er eiernes viktigste redskap for å sikre at styrets og ledelsens mål er sammenfallende med eiernes mål, og at eiernes grunnleggende rettigheter respekteres i praksis.

Eiernes grunnleggende rettigheter defineres i OECD-prinsippene for god virksomhetsstyring[58] som rett til å
- registrere eierskap med sikre metoder
- skjøte og overdra aksjer
- motta relevant informasjon om selskapet på regulær basis til fastsatt tid
- delta og stemme på generalforsamlinger
- velge styremedlemmer
- ta del i selskapets avkastning

Reell mulighet til å utøve eierinnflytelse forutsetter at regelverk for stemmegivning er kjent og blir fulgt, videre at grunnleggende forhold i styringsstruktur mellom eiere og selskap som selskapets vedtekter, aksjeemisjoner eller salg av selskapet avgjøres av generalforsamlingen.

De fleste store pensjonsfond har fastsatt retningslinjer for utøvelse av eierrettigheter basert på grunnsyn som gjennomgående er felles og som innholdsmessig er nært i samsvar med OECD-prinsippene for god virksomhetsstyring.

Hensikten med eierskapsutøvelse er ikke at eierne skal fortelle selskapets ledelse hvordan de skal drive selskapet. Det er nettopp den kompetansen finansielle eiere kjøper når de ansetter ledelsen. Hensikten er, som nevnt overfor, å styre strategivalgene og kontrollere at ledelsen driver selskapet i alle aksjonærers beste interesse, slik at prinsipal-agent problemet reduseres. Det vil naturlig påvirke hva som er fokusert i eierskapsutøvelsen generelt.

Følgende tema er gjennomgående i de retningslinjer for eierskapsutøvelse som er utviklet av OECD, bransjesammenslutninger for eierskapsutøvelse og store internasjonale kapitalforvaltere:

- Aksjonærenes rettigheter
  Kapitalforvalternes retningslinjer vil inneholde krav om at grunnleggende spørsmål om selskapets struktur, som f.eks. endring av vedtekter, emisjoner og salg av selskapet, skal avgjøres av generalforsamlingen, ikke av styret. Videre er det

[58] Vedtatt på OECDs ministerrådsmøte 26-27 mai 1999

vanlig at retningslinjene regulerer krav til hvordan en generalforsamling skal forberedes og gjennomføres. Hensynet til aksjonærenes rettigheter medfører også at finansielle investorer normalt vil være opptatt av prinsippet 1 aksje = 1 stemme, og være kritisk til "giftpiller"[59] eller andre strukturer som er ment å beskytte selskapene mot eksterne oppkjøpsforsøk.

- Lik behandling av aksjonærer
  I tillegg til prinsippet 1 aksje = 1 stemme, vil finansielle investorer av hensyn til likebehandling arbeide for investorenes rettighet til å kunne stemme også gjennom representanter man selv peker ut. Likebehandlingsprinsippet medfører også ofte krav til styre og ledelse om å offentliggjøre enhver økonomisk interesse som de måtte ha i transaksjoner som involverer selskapet.

- Styrets ansvar og sammensetning
  Det er vanlig at finansielle investorer krever at vedtektene i selskapet stiller klare krav til hva styret skal gjøre. Særlig sentrale forhold er ansvaret for å utarbeide en klar forretningsstrategi for selskapet, og kontrollere at strategien følges av ledelsen. Videre vil styrets informasjonsplikt overfor aksjonærene være sentralt for investorene. Siden styret har en avgjørende rolle i styringsstrukturen mellom aksjonærer og ledelse, vil finansielle investorer være opptatt av at styret er formelt og reelt uavhengig av administrerende direktør og øvrig toppledelse, og at styret er oppnevnt på grunnlag av kvalifikasjoner, ikke på grunnlag av status, sosiale bånd eller annet som kan svekke styrets reelle mulighet til å lede og kontrollere administrativ ledelse i selskapet. Videre vil det være viktig at selve styresammensetningen ivaretar alle aksjonærenes interesser på en balansert måte. Krav om en egen valgkomité for å nominere styrerepresentanter følger naturlig av dette.

- Rapportering
  For å kunne gi best mulig styringssignaler gjennom avstemning på generalforsamlinger, vil finansielle investorers eierpolitikk stille krav til kvaliteten på og innholdet i selskapenes rapportering. Krav til dekkende og fullstendig regnskapsinformasjon og til regelmessig rapportering av resultater, strategi, endringer i eierskap, avlønning av styre og ledelse, sentrale risikofaktorer i virksomheten med mer, vil ofte inngå i retningslinjer for eierskapsutøvelse.

- Belønningsstrukturer
  Belønningsstrukturene for toppledelsen i selskapene er aksjonærenes viktigste økonomiske insentiv for å sikre mest mulig samsvar mellom egne økonomiske interesser og tilsvarende finansielle interesser til de som har fått tillit til å gjennomføre selskapets strategi i markedet. Det er derfor ikke uvanlig at store investorer har et detaljert regelverk for hva som anses for en rimelig belønningsstruktur. Størrelsen på, og forholdet mellom fastlønn, bonuslønn og aksjebaserte opsjonsprogrammer vil inngå i et slikt regelverk. Selskapets eiere vil også stille krav til selve systemet for fastsettelse av lederlønner.

[59] "Giftpiller" er forpliktelser som gjerne nedfelles i vedtektene eller som aksjonæravtaler, og som gjerne har vært benyttet for å forhindre uønskede (fra styrets side) oppkjøpsforsøk. Dette vil kunne svekke aksjekursen i selskapet så lenge "giftpillen" er gyldig, og vil derfor ikke være i en ren finansielle investors interesse.

Forholdet til ansatte, myndigheter, lokalsamfunn og miljøet generelt vil gjerne også omtales i retningslinjene for eierskapsutøvelse. Sammenhengen mellom selskapenes politikk på disse feltene og aksjonærenes beste finansielle interesse er ikke like åpenbar som i mange av de øvrige problemstillingene som det er vanlig å regulere i investorenes retningslinjer for eierskapsutøvelse. Formuleringene på dette området er derfor gjerne mindre detaljert enn hva som er tilfelle for mange av de forhold som er berørt ovenfor.

8.4 Forutsetninger for å lykkes med eierskapsutøvelse

Eierskapsutøvelse kan påvirke selskapene gjennom stemmegivning på generalforsamlingene, aktiv dialog med selskaper og ved at eier kommuniserer sine retningslinjer for eierskapsutøvelse til markedet.

Eierskapsutøvelse gjennom å avgi stemme på generalforsamlingene kan, gjennom avtaler med selskaper som leverer denne type tjenester, utøves i et stort antall selskaper med begrenset intern ressursbruk. Imidlertid vil muligheten til reell innflytelse overfor bedriftenes styre og ledelse på selvstendig basis være begrenset. Innflytelsen ligger først og fremst i å være en av mange finansielle investorer med sammenfallende interesser. Hvis investorenes retningslinjer for eierskapsutøvelse resulterer i at de som gruppe har sammenfallende stemmegivning i viktige saker, vil gruppen av finansielle investorer samlet ha reell innflytelse. Det forutsetter at deres samlede eierposisjon er slik at selskapets styre og ledelse legger vekt på de finansielle investorenes synspunkter. Sammenfallende interesser og synspunkter med andre investorer er derfor en nødvendig forutsetning for å kunne påvirke gjennom stemmegivning. På generalforsamlingene er det dessuten selskapets ledelse og store aksjonærgrupper som dominerer dagsorden. Dette innebærer blant annet at menneskerettigheter og miljøspørsmål ikke hører til de tema som kommer regelmessig opp på generalforsamlingene. Dersom målet primært er å stemme for å markere en bestemt etisk holdning, er det dessuten rimelig å legge til grunn at innflytelsen vil være liten fordi en stor majoritet av øvrige eiere ikke vil stemme ut fra de samme premissene.

Eierskapsutøvelse med ambisjoner om aktiv dialog med selskapenes ledelse kan kun drives overfor et begrenset antall selskaper. Forvaltningsselskapet ISIS Asset Management, som er en ledende forvaltningsorganisasjon internasjonalt innen etisk kapitalforvaltning, hadde for eksempel i 2002 møter med 125 selskaper om ulike eierskapsspørsmål.

På den annen side gir aktiv dialog med selskapenes ledelse muligheter til å ta opp et bredere spekter av temaer og å oppnå en innflytelse som man ikke kan oppnå utelukkende gjennom stemmegivning. Derfor er aktiv dialog et mer aktuelt virkemiddel for eierskapsutøvelse hvor etiske hensyn vektlegges.

Men det er flere forutsetninger som må være til stede før det er grunn til å tro at en enkelt investors synspunkter får gjennomslag hos selskapets ledelse og hos andre investorer:

- En må ha kunnskap om selskapene og kompetanse på de forhold en ønsker å påvirke

- En må kunne kommunisere en overbevisende sammenheng mellom de påpekte forhold og den langsiktige avkastningen til aksjonærene
- En må være i en slik posisjon, enten alene eller gjennom samarbeid med andre, at selskapets ledelse legger vekt på hva en mener
- En må fokusere virksomheten.

Kunnskap og kommunikasjon
Det er altså ikke tilstrekkelig å ha god kunnskap om de forhold i bedriften en vil søke å påvirke. For at det skal være grunn til å tro at selskapets styre, ledelse og eventuelt øvrige aksjonærer vil bruke ressurser på å undersøke og forbedre påpekte forhold, må det kunne argumenteres overbevisende om sammenhengen mellom eventuelle forbedringstiltak og langsiktig inntjening og avkastning. Dersom denne sammenhengen ikke synes overbevisende, kan det likevel tenkes at styre og ledelse er interessert i å etterkomme en viktig aksjonærs ønsker, så sant ikke samtidig andre viktige aksjonærer har motstridende synspunkter.

Den minst ressurskrevende form for kommunikasjon er å publisere forventninger til bedriftene en eier i form av offentlig tilgjengelige retningslinjer for eierstyringen. Å sørge for at bedriftene en har aksjer i har mottatt slike retningslinjer, kan i seg selv medvirke til at bedriftene fokuserer på de forhold som er berørt i retningslinjene.

Fokus, posisjon og samarbeid
Også når en søker å påvirke gjennom aktiv dialog, vil det være lettere å få gjennomslag for standpunkter som deles av andre eiere eller ledelsen, enn for standpunkter Petroleumsfondet er alene om å innta. Institusjonelle investorer med langsiktige avkastningsmål har derfor i økende grad funnet sammen i uformelle nettverk som søker å komme frem til felles standpunkter i sin dialog med selskaper. Den bredeste globale bransjeorganisasjonen for eierskapsutøvelse er Institutional Corporate Governance Network, som blant annet har utviklet mer presise krav til styre og ledelse i børsnoterte selskaper, basert på OECDs prinsipper for god virksomhetsstyring. Et nyere initiativ er Global Institutional Governance Network, som er et mer uformelt organ for informasjonsutveksling mellom store institusjonelle kapitalforvaltere fra en rekke land, bl.a. TIAA-CREF, Calpers, Hermes, ABP, PGGM og Ontario Teachers.

Dersom man velger å skape en dialog med selskaper om et tema som andre forvaltere ikke prioriterer, vil man gå glipp av de muligheter som ligger i en samlet opptreden. På den annen side kan en slik fokusering legge til rette for en arbeidsdeling mellom forskjellige investorer som engasjerer seg. Forskjellige investorer arbeider i dag ut fra ulike grunnlag, og det foreligger i en viss utstrekning en slik arbeidsdeling allerede. Forslag som åpenbart vil gå på bekostning av avkastningen i et selskap, vil uansett ikke få gjennomslag. Tvert imot kan Petroleumsfondets innflytelse reduseres også i andre saker hvis andre aktører ikke ser fondet som en ansvarlig og kunnskapsrik aktør som har aksjonærenes langsiktige finansielle avkastning som sitt endelige mål.

Pensjonsfond investerer gjerne en betydelig del av sin kapital i hjemlandet. De kan dermed få betydelige eierandeler. Government Pension Investment Funds investeringer i det japanske aksjemarkedet utgjør for eksempel omlag 2,5 pst. av aksjene som er notert på Tokyo Stock Exchange (første seksjon). Hermes' eierandel

av aksjer notert på London Stock Exchange, er omlag 1 pst., mens USAs største institusjonelle investor, TIAA-CREFs innenlandske aksjeportefølje utgjør omlag 0,8 pst. av hele universet. ABPs europeiske aksjeportefølje utgjør omlag 1 pst. av markedsverdien på FTSEs' Europaindeks. Petroleumsfondets gjennomsnittlige eierandeler er til sammenligning om lag 0,4 pst. i Europa og 0,2 pst. utenfor Europa. Selv om Petroleumsfondets samlede kapital er på nivå med de aller største pensjonsfondene internasjonalt, vil eierandelene i de enkelte selskapene likevel ikke bli så store at eierandelen i seg selv skulle tilsi at fondet vil kunne ha stor innflytelse på styre og ledelse i kraft av sin eierandel alene. I mange tilfeller vil imidlertid henvendelse fra en eier kunne bidra til å øke kommunikasjonen internt i selskapet og gjøre ledelsen oppmerksom på forhold i bedriftens forskjellige avdelinger. Nettopp siden store internasjonale selskaper ofte vil ha et høyt antall eiere som hver for seg er svært små og passive i sin eierskapsutøvelse, kan godt begrunnede innspill fra et fond som Petroleumsfondet kunne få oppmerksomhet i selskapet. Det er først når bedriftens ledelse er uenig i de syn en eier gjør gjeldende, at eierpostens størrelse er avgjørende.

8.5 Eierskapsutøvelse i Petroleumsfondet

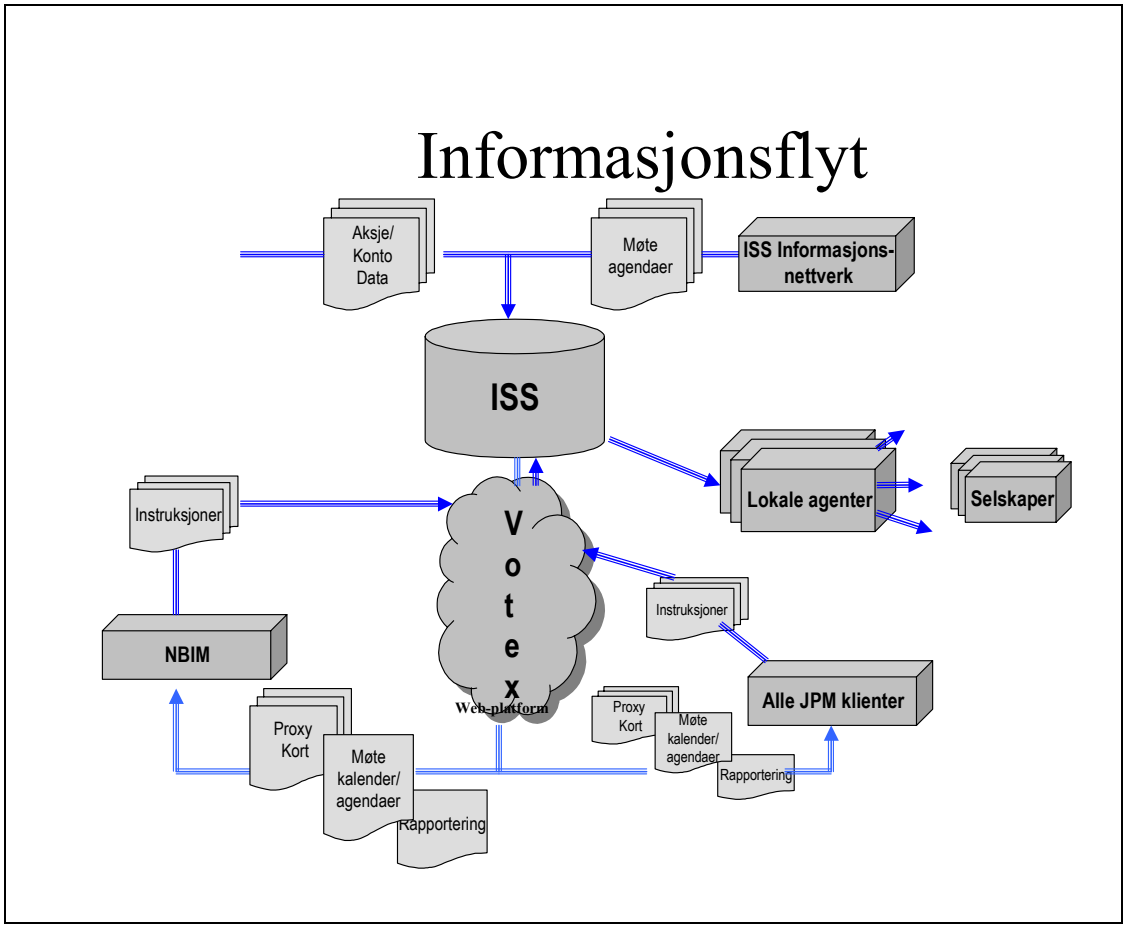
Da forskriften for forvaltningen av Petroleumsfondet ble fastsatt, ble adgangen for Norges Bank til å utøve eierrettighetene begrenset til kun å omfatte spørsmål der dette var nødvendig for å sikre fondets finansielle interesser. Denne begrensningen har vært tolket konservativt av Norges Bank. Frem til 2003 har det ikke vært avgitt stemmer for aksjer som Norges Bank har forvaltet internt, mens eksterne forvaltere i noen grad har avgitt stemme i spørsmål av ren finansiell karakter. Dette er nærmere beskrevet i Norges Banks brev til Finansdepartementet av 12.2.2003, som er trykt vedlegg til Revidert nasjonalbudsjett 2003.

Petroleumsfondets økende eierandeler har økt behovet for en mer aktiv eierskapspolitikk. Norges Bank har nå startet med stemmegivning på generalforsamlingene også i internt forvaltede porteføljer. Allerede i mars 2002 ble det etablert et regelverk for eierskapsutøvelse i internt forvaltede porteføljer som skulle sikre at forskriftens krav til utøvelse av eierrettigheter etterleves. Regelverket er fastsatt av lederen i Norges Bank Kapitalforvaltning, og forankret i Norges Banks hovedstyre. Regelverket stiller krav til kvaliteten på bedriftenes styringsstruktur. Konkret stilles krav om at bedriftenes styre skal gi aksjonærene relevant og riktig informasjon i rapporter og regnskap. Videre er det definert krav til hvordan aksjonærenes stemmerett skal være ivaretatt, og til hvilke spørsmål som forventes avgjort av alle aksjonærene i generalforsamlingen. Det stilles også krav til styret, herunder om hvordan valg skal gjennomføres, hvordan styrets sammensetning bør være, prinsipper for godtgjørelse til styret, og forventninger til styret om utforming av strategi for selskapet.

De eksterne forvalterne er pålagt å ha egne retningslinjer for eierskapsutøvelse som viser hvordan målet om finansiell avkastning sikres gjennom dette virkemiddelet. Evaluering av systemene for eierskapsutøvelse er ett av flere sjekkpunkter når Norges Bank velger eksterne aksjeforvaltere i Petroleumsfondet.

Norges Bank har inngått en avtale med konsulentselskapet Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) om leveranse av tjenester i forbindelse med utøvelse av eierskapspolitikken. ISS er et ikke-børsnotert selskap som eies av investeringsselskapet Warburg Pincus, kapitalforvalteren Hermes Investment Management og en privat investorgruppe. ISS leverer en rekke tjenester knyttet til gjennomføringen av finansielle investorers eierpolitikk. Selskapet leverer tjenester som gir kunder oversikt over dagsordner på mer enn 10000 generalforsamlinger i USA og mer enn 12000 generalforsamlinger utenfor USA. Videre leveres rapporter og anbefalinger om forslag som fremmes på generalforsamlingene. ISS gjennomfører også avstemning, basert på retningslinjer eller konkrete instruksjoner fra den enkelte kunde. Det er de lokale representantene for Norges Banks globale depot (JP Morgan Chase) som møter på generalforsamlingene og stemmer i henhold til instruks fra ISS. Endelig rapporterer også ISS om alle avstemninger som er foretatt på generalforsamlingen. Norges Bank benytter seg av databasetjenestene, og vil også benytte ISS til å administrere avstemninger på generalforsamlingene. Interne retningslinjer om prinsipper for eierpolitikken vil bli lagt til grunn for den konkrete stemmegivningen. Avtalen med ISS dekker forberedelse og gjennomføring av avstemning i de 150 største selskapene i porteføljen. Disse utgjør 53 pst. av den samlede verdien på aksjeporteføljen i Petroleumsfondet. Avtalen med ISS er en prøveordning, med løpende mulighet for utvidelse.

Et viktig punkt i avtalen med ISS er at Norges Bank selv har beholdt retten til å avgjøre stemmegivning i hvert enkelt tilfelle. Dersom aktiviteten skulle omfatte et betydelig høyere antall selskaper, ville det å ta stilling til alle konkrete forslag på generalforsamlingene kreve mye høyere ressursbruk enn det som anvendes nå. Et alternativ kunne da være å overlate også selve avgjørelsen til ISS på basis av generelle retningslinjer bestemt av Norges Bank. ISS ville da i hvert enkelt tilfelle måtte vurdere hvilke føringer de generelle retningslinjene gir for avstemningen. Dette er en modell som er i vanlig bruk av andre forvaltningsorganisasjoner. Dagens modell, hvor Norges Bank selv tar stilling til hvert enkelt forslag, kan også videreføres selv om dekningsgraden for antall selskaper økes. En slik modell vil være noe mer ressurskrevende enn å delegere ansvaret for å ta stilling til forslagene til ISS. Det er dette alternativet som er aktuelt å følge for Norges Bank når aktiviteten øker.



Figur 8.1 Informasjonsflyt i eierskapsutøvelsen

8.6 Økonomiske og administrative konsekvenser i porteføljeforvaltningen ved å drive eierskapsutøvelse av børsnoterte selskaper

8.6.1 Avkastningskonsekvenser

Flere studier viser at det er en positiv sammenheng mellom gode styringssystemer og langsiktig avkastning på aksjer i et selskap[60]. For aksjeinvestorene som samlet gruppe kan det gi gevinst å sørge for at bedriftene som finansierer seg via aksjekapital, har etablert systemer som sikrer stor grad av sammenfallende økonomiske interesser mellom eiere og ledelse, og som sikrer rettferdig behandling av ulike aksjonærer.

Det vil sannsynligvis være negativt for finansielle investorer som gruppe hvis ikke bedriftens ledelse og styre aktivt følges opp gjennom eierskapsutøvelse. Uten slik aktivitet vil for eksempel majoritetsaksjonærer løpe mindre risiko ved å drive forskjellsbehandling av ulike aksjonærgrupper til egen fordel.

[60] Se f. eks. Compers/Ishii/Metrics:Corporate Governance and Equity Prices, Journal of Economics, February 2003.

En annen måte å se dette på er at den som engasjerer seg som aktiv eier bidrar til å skape verdier for fellesskapet. Det kan hevdes at Petroleumsfondet som en offentlig aktør, og med klare interesser i den generelle verdiskapning som følge av sitt brede engasjement i nesten hele investeringsuniverset, har et ekstra incitament til å utøve sin eierposisjon for å fremme langsiktig verdiskapning.

Det bør forventes en positiv sammenheng mellom eierandeler og påvirkningsmuligheter. Finansielle investorer med store eierandeler bør derfor forventes å ha et sterkere insentiv til å engasjere seg enn investorer med små andeler, selv om utbyttet av engasjementet kommer alle finansielle investorer til gode. Tilsvarende vil insentivet til å involvere seg være sterkere dersom også andre aksjonærer med sammenfallende interesser involverer seg i samme sak.

Det bør også forventes en positiv sammenheng mellom eierskapshorisont og fokus på å sikre hensynet til aksjonærenes langsiktige avkastning. Det er ikke gitt at alle eierne har sammenfallende økonomiske interesser. Standarder for eierstyring forventes gjerne å gi størst effekt på den langsiktige avkastningen. Det er derfor grunn til å tro at gruppen av investorer som har langsiktige eierinteresser vil ha størst egeninteresse i å sikre at bedriftene ledes i respekt for slike gode standarder.

Det er svært krevende å måle resultatene av eierskapsutøvelse. For det første vil det være vanskelig å bevise i hvilken grad en bedrifts handlinger skyldes egen eller andres påvirkning, eller om handlingen ble utført uavhengig av stemmegivningen/dialogen. Dernest vil det ikke være mulig å gi et eksakt svar på hvordan bedriftens inntjening og aksjekursens utvikling ville vært om bedriften hadde handlet annerledes. Forsøk på å måle effekten av en enkelt investors eierstyring ved hjelp av tradisjonelle måleverktøy som aksjekurs, er derfor sannsynligvis fånyttes. Den beste evalueringen er sannsynligvis å stille krav om en detaljert redegjørelse for eierstyringsaktiviteten, og foreta en kvalitativ vurdering av hvorvidt denne aktiviteten synes å være effektivt organisert og innrettet mot målet om å beskytte langsiktige aksjonærverdier.

8.6.2 Administrative konsekvenser og kostnadsvurderinger

Eierskapsutøvelse i en enkel utgave vil dreie seg om å ta stilling til forslag som fremsettes av selskapets ledelse eller av andre aksjonærer/aksjonærgrupper på selskapenes generalforsamlinger. Som nevnt tidligere har Norges Bank allerede etablert en avtale med ISS for å sikre effektiv informasjonsinnhenting, analyse, gjennomføring og rapportering av stemmegivning på generalforsamlingene i (pr. 1. halvår 2003) de største 150 selskapene i porteføljen. Siktemålet er å utvide dette.

Når kommunikasjonskanaler mellom en investor og et konsulentselskap som ISS er etablert, vil de administrative konsekvensene på investorens side først og fremst være en funksjon av antall selskaper en vil være aktiv i. Jo flere selskaper, jo flere avstemninger må investoren ta stilling til. En klart utformet eierskapspolitikk vil imidlertid kunne begrense ressursbruken i den enkelte sak.

Dersom ambisjonsnivået økes til å skulle påvirke selskapene gjennom direkte kontakt med styre og administrative ledelse i spørsmål som oppfattes som viktige eierskapsspørsmål, øker de økonomiske og administrative konsekvensene. Det er

mulig å sette ut også dialogene med selskapene til eksterne tjenesteytere, men dette markedet er fortsatt svært begrenset sammenlignet med det tradisjonelle forvaltermarkedet. Legges ansvaret for dialogen til en intern enhet, må standardinformasjon fra selskaper som ISS suppleres med egen innsamling og analyse av data hvis man skal være tilstrekkelig orientert om selskapenes strategi. Det er en arbeids- og ressursintensiv virksomhet. Aktiv eierskapsutøvelse på etisk grunnlag vil også trolig kreve annen kompetanse enn en finansinstitusjon normalt har innen f. eks. miljøspørsmål og menneskerettigheter. Den britiske forvaltningsorganisasjonen Hermes markedsfører seg med at ingen andre fond bruker så mye ressurser på eierskapsutøvelse som dem.[61] I alt 8 personer (pr. oktober 2002) er engasjert i administrasjon og koordinering av avstemning på generalforsamlingene og i styringsdialog med selskapene i den brede aksjeporteføljen. Etiske hensyn er imidlertid ikke et spesielt satsingsområde i Hermes' eierskapsutøvelse ut over alminnelig oppfølging av de generelle krav som er stilt til selskapenes sosiale ansvarlighet, jfr. beskrivelsen i vedlegg 5 til innstillingen.

Det er synergieffekter, både finansfaglig og administrativt, mellom aktiv aksjeforvaltning og aktiv eierskapsutøvelse. Aktive aksjeforvaltere vil uansett foreta enkeltanalyser av selskaper for å vurdere avkastingspotensialet ved overvekt eller undervekt i selskapets aksjer mot en referanseindeks. Jo større kapitalforvalteren er, jo flere selskaper vil det kunne være regningssvarende å ha ambisjoner om å følge detaljert. Både utnyttelse av stordriftsfordeler og større eierposisjoner i hvert enkelt selskap tilsier en sammenheng mellom størrelse og antall selskaper som dekkes.

Eierskapsutøvelse med ambisjoner om aktiv dialog med selskapenes ledelse kan kun drives overfor et begrenset antall selskaper. Forvaltningsselskapet ISIS Asset Management, som er en ledende forvaltningsorganisasjon internasjonalt innen etisk kapitalforvaltning, hadde for eksempel i 2002 en dialog med i alt 792 selskaper. Dette inkluderer selskaper en kun tilskrev eller hadde telefonisk kontakt med. Antall selskaper ISIS møtte direkte til diskusjon om ulike etiske eierskapsspørsmål i 2002 var 125.

Norges Banks benytter pr. medio 2003 kun et mindre beløp til anskaffelse av eksterne tjenester, men bankens aktivitet er som nevnt i første omgang begrenset til å gjennomføre stemmegivning i de 150 største selskapene i porteføljen. En mer omfattende avtale som dekker et betydelig høyere antall selskaper og anvendelse av flere tjenester vil koste vesentlig mer, anslagsvis flere millioner kroner. Intern ressursbruk i banken til direkte oppfølging av eierskapsutøvelsen vil komme i tillegg. Ressursbruken i Finansdepartementet knytter seg til hvordan eierskapspolitikken utøves av Norges Bank. Gitt dagens styringsstruktur vil kostnadsøkningen i Finansdepartementet som følge av økt aktivitet innenfor Petroleumsfondets eierskapsutøvelse trolig være relativt begrenset.

[61] Omlag 40 personer er engasjert innen dette området i hele Hermes'organisasjon. Dette tallet domineres imidlertid av ansatte i Hermes Focus Funds (Europa og UK) Hermes Focus Funds er spesialistfond hvor Hermes tar store eierposisjoner i et mindre antall selskaper med svak historisk avkastning, og hvor Hermes mener at de gjennom å forbedre eierskapsutøvelsen også kan påvirke aksjekursen positivt relativt til markedsutviklingen forøvrig over en definert tidsperiode.

I dagens modell er det Finansdepartementet som er ansvarlig for fondets absolutte og langsiktige avkastning, gjennom fastsettelsen av referanseportefølje og risikorammer for forvaltningen. Norges Bank er ansvarlig for den relative avkastningen, det vil si mer eller mindreavkastning mot referanseporteføljens avkastning som oppstår på grunn av aktiv forvaltning eller på grunn av tvungne transaksjoner i markedet. (Som skyldes rebalansering av referanseindeksen, strategiforandringer eller tilflyt av nye midler til porteføljen). Norges Bank rapporter absolutt og relativ avkastning på kvartalsvis basis. I tillegg gir banken råd om strategi til Finansdepartementet. Den hyppige rapporteringen av resultatene, som både er ønskelig og nødvendig, gir banken et naturlig insentiv til å være opptatt av å generere resultater på kort sikt, definert som meravkastning i forhold til referanseindeksen. Norges Bank får dekket de faktiske kostnadene av forvaltningen inntil et øvre tak, og prioriterer selv ressursbruken innenfor dette kostnadstaket.

Eierutøvelse er et langsiktig virkemiddel. Flere studier viser at det er en positiv sammenheng mellom høy kvalitet på aksjonærenes ledelsesstruktur overfor styre og ledelse og selskapets finansielle avkastning, men dette er en effekt som er sterkest på lang sikt.

Det er synergieffekter mellom (kortsiktig) aktiv forvaltning og (langsiktig) eierskapsutøvelse. Også i en forvaltningsmodell hvor resultater rapporteres hvert kvartal vil det kunne være et stort innslag av mer langsiktige aktive posisjoner. Dette fjerner likevel ikke helt insitamentet i dagens forvaltningsmodell i retning av for lav prioritering av eierskapsutøvelse.

Styringsstrukturen bør innrettes slik at Norges Bank gis sterke nok insentiver til å prioritere langsiktig eierskapsutøvelse fremfor andre aktiviteter når den øvre grensen av kostnadsrammen blir effektiv. En måte å ivareta dette på er at Petroleumfondets eier stiller krav til forvalterens rapportering om hvordan et mandat for aktiv eierskapsutøvelse blir oppfylt. Gjennom å vise i praksis i eiers oppfølging av forvalter at eierskapsutøvelsen er et sentralt tema, vil også forvalter få et sterkere insentiv til å prioritere eierutøvelsen innenfor egen organisasjon.

8.7 Etiske hensyn i eierskapsutøvelsen

Eierskapsutøvelse er et velegnet virkemiddel for å ivareta etiske hensyn når det er sammenfall mellom finansielle mål og etiske hensyn.

Flere forhold kan tale for at det i mange tilfeller vil være komplementaritet mellom allment aksepterte normer for etisk atferd og langsiktige avkastningshensyn. Det gjelder særlig for en forvalter med ansvar for en bredt plassert verdipapirportefølje som Petroleumsfondet.

For det første kan Petroleumsfondet som eier av mange selskaper bli økonomisk skadelidende hvis ett selskap driver en aktivitet som kan skade andre selskaper i porteføljen gjennom for eksempel forurensning. Det er derfor i Petroleumsfondets langsiktige interesse å arbeide for at bedriftene en har aksjer i ikke overvelter kostnader på andre bedrifter i porteføljen. Det er også i fondets interesse å sørge for at kostnader ikke overveltes samfunnet forøvrig, siden motstykket til sosial

uansvarlighet på bedriftenes hånd på sikt kan bli en høyere skattlegging av verdiskapningen enn hva som ellers ville vært tilfelle.

Også for den enkelte bedrift kan langsiktige avkastningshensyn tilsi større vilje til å være opptatt av sosial ansvarlighet enn hva mer kortsiktig motiverte avkastningshensyn kan tilsi. Å bryte med allment aksepterte prinsipper om hva som er riktig og galt fra et etisk synspunkt for å oppnå kortsiktig profitt, vil på lengre sikt kunne svekke selskapers omdømme og lønnsomhet. Plassering av forurensende virksomhet i land med lave rensekrav kan være lønnsomt på kort sikt, men kan bli kostbart etter hvert som internasjonale miljøkonvensjoner blir styrende for stadig flere lands miljølovgivning. Manglende fokus på å strengere internasjonal lovgivning trenger ikke skade avkastningen over ett år eller to, men kan potensielt være svært skadelig for bedriften på lengre sikt.

Det vil likevel neppe være slik at de temaer som har størst oppmerksomhet i opinionen ut fra et etisk engasjement, uten videre er sammenfallende med hva store kapitalforvaltere vil prioritere av hensyn til å beskytte langsiktige aksjonærverdier. I en rekke spørsmål hvor det er et sterkt etisk engasjement fra ulike pressgrupper vil sammenhengen mellom etikk og avkastning være mer usikker enn i mer klassiske eierspørsmål som for eksempel krav til regnskapsinformasjon og uavhengighet mellom styre og administrasjon. Det at en forvalter nødvendigvis må avveie ressursbruk mot forventet langsiktig gevinst, vil tale for å prioritere spørsmål hvor hensynet til å beskytte langsiktige aksjonærverdier på lang sikt synes å være klarest. I tilfeller hvor sammenhengen mellom etikk og langsiktig avkastning enten er svært uklar eller klart negativ, er ikke eierskapsutøvelse et egnet virkemiddel for å fremme etiske hensyn.

Av ovenstående følger at de retningslinjer som etableres for etisk eierskapsutøvelse, må være integrert med de alminnelige retningslinjer som Finansdepartementet setter for eierskapsutøvelse i Petroleumsfondet ut fra finansielle interesser. Videre må retningslinjene fra eiers side overfor forvalter utformes relativt generelt. Norges Bank, som har ansvaret for å gjennomføre selve eierskapspolitikken, må nødvendigvis lage utfyllende retningslinjer innenfor den generelle ramme som er trukket opp av eier. Det forutsettes at slike retningslinjer gjelder, enten stemmegivning gjennomføres internt eller via eksterne forvaltere.

En sammenknytning av Petroleumsfondets finansielle mål med etiske hensyn kan baseres på internasjonalt aksepterte etiske normer, slik de for eksempel er reflektert i FNs ”Global Compact” retningslinjer og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper. Felles for FNs ”Global Compact” og OECDs retningslinjer er at virksomheter verden over er målgruppen for retningslinjene. Det samme er også tilfelle for FNs utkast til ”Code of conduct” for selskaper på menneskerettsområdet. En klar fordel ved å basere etiske retningslinjer for eierskapsutøvelse på disse dokumentene, er at de favner bredt både innenfor menneskerettigheter, arbeidsstandarder og miljø. Videre er de utarbeidet av internasjonale organisasjoner hvor de aller fleste av landene på Petroleumsfondets liste er medlemmer. Dokumentene gir også uttrykk for målsetninger som har en allmenn tilslutning i verdenssamfunnet.

Vurderinger av finansielle hensyn for Petroleumsfondet på lang sikt vil innebære stor usikkerhet. Siden bedriftenes etiske standard også har konsekvenser for den langsiktige utviklingen av deres aksjekurs, må finansielle vurderinger også måtte trekke på allmenne politiske og samfunnsmessige vurderinger. Dette innebærer at man må sikre at fondsforvalterens eierskapsutøvelse har en demokratisk forankring og nyter legitimitet i den politiske allmennhet. En forankring i internasjonalt anerkjente normer vil i slik forstand bidra til en demokratisk forankring av retningslinjene. Det samme er tilfelle med åpenhet og offentlig diskusjon rundt de grunnleggende prioriteringer som gjøres og de kriterier som eierskapsutøvelsen baseres på. De nevnte retningslinjene gjenspeiler etiske standpunkter som deles av det internasjonale samfunn i sin alminnelighet. Det er neppe lønnsomt på lang sikt for selskaper å operere i strid med internasjonalt aksepterte atferdsnormer. Etiske hensyn som beskrevet i disse retningslinjene bør derfor forventes å være komplementært med finansielle mål. Dette er en nødvendig forutsetning for å tro at eierskapsutøvelsen gir positive resultater.

Man skal ikke se bort fra den effekten det kan ha for et selskap at eierne viser engasjement om etiske spørsmål. Det at Petroleumsfondet er en stor aktør internasjonalt, kan bidra til at fondets synspunkter legges merke til og tillegges vekt. Selv om engasjement vises fra en liten eier, vil det gjøre det vanskeligere for foretak å operere i strid med etiske retningslinjer. Allerede en forventning om at tvilsomme metoder ikke vil la seg skjule, vil kunne bidra preventivt.

Det vil neppe være mulig å kvantifisere de økonomiske gevinstene en kan ha av at mange institusjonelle forvaltere påvirker selskaper til å ta økte etiske hensyn. Flere momenter trekker i retning av at det vil være en langsiktig økonomisk gevinst. Petroleumsfondet er investert i et tverrsnitt av et lands næringsliv. Negative eksterne virkninger fra en virksomhet kan påvirke annen virksomhet Petroleumsfondet er investert i. Videre kan f. eks. miljøkostnader på lang sikt mer enn oppveie eventuelle kortsiktige gevinster ved mangelfulle miljøstyringssystemer. For praktiske formål kan en neppe gjøre annet en å anta at eierskapsutøvelse vil ha en positiv økonomisk betydning, men det virker rimelig å anta at denne er relativt begrenset.

Det er ikke åpenbart at det er nødvendig å nevne etiske hensyn særskilt i retningslinjene. Dersom eier presiserer at formålet er å sikre avkastning på lang sikt for hele porteføljen, og følger dette opp gjennom rapporteringskrav etc., vil en ansvarlig forvalter uansett ta hensyn til etikk i den operative utøvelsen av eierskapspolitikken når dette underbygger hovedformålet for eierpolitikken. Begrunnelsen for likevel å nevne etiske hensyn særskilt i retningslinjene for eierskapspolitikken er å understreke betydningen av dette arbeidet og presisere hvilke etiske hensyn som best vil kunne være forenlig med det langsiktige målet om høy finansiell avkastning.

Et argument mot å nevne etikk særlig i retningslinjer for eierskapsutøvelse, er at det kan skape inntrykk av at etiske hensyn settes opp som et selvstendig mål uavhengig av finansielle mål. Dersom etikk frikobles fra overordnede finansielle mål, er det liten eller ingen grunn til å tro at eierstyring vil fungere som et virkemiddel for påvirkning.

De overordnede retningslinjene for forvaltningen av Petroleumsfondet er forankret i Stortinget. Også de generelle prinsippene for hvordan eierstyring ut fra etiske hensyn kan brukes som et virkemiddel for å oppnå langsiktig finansiell avkastning, må forankres i Stortinget. Innenfor eksisterende styringsstruktur er det mulig å forankre hensynet til etikk i eierskapsutøvelsen gjennom å stille krav til Norges Bank om å legge hensynet til etikk inn i sine retningslinjer for stemmegivning og annen aktiv eierskapsutøvelse. Videre må det stilles krav om rapportering om hvordan eierskapspolitikken utføres i praksis. En slik rapport bør inneholde informasjon Petroleumsfondets stemmegivning på selskapenes generalforsamling. Videre bør den inneholde generell informasjon om hvordan Norges Bank har utøvet eierskapspolitikken i henhold til Finansdepartementets mandat.

Norges Bank rapporterer til Finansdepartementet om finansielle forhold fire ganger i året. På årlig basis gis en grundig årsberetning om virksomheten, inkludert en detaljert liste over alle enkeltinvesteringer. Rapportering om eierskapsutøvelsen bør skje i forbindelse med årsrapporteringen.

8.8 Eksempler på eierskapsutøvelse med etiske hensyn

Konkret kan følgende tjene som eksempler på hva som kan være praktiske konsekvenser av en eierskapsutøvelse hvor etiske hensyn som beskrevet i kapittelet foran blir vektlagt:

- Fondet kan stille krav til bedrifter en eier aksjer i om å gjennomføre en utvidet rapportering av hvordan bedriftens virksomhet påvirker sentrale interessenter som ansatte og lokalsamfunn hvor bedriften er etablert. En utvidet rapportering bør da inneholde mer informasjon enn det bedriften uansett er pålagt å gi i henhold til nasjonal lovgivning, for eksempel i tråd med forslagene i Global Reporting Initiative (GRI).

- Fondet kan sammen med andre investorer stille krav til selskaper til å få på plass systemer for å unngå at selskapet gjennom sin virksomhet bryter grunnleggende menneskerettigheter, bidrar til miljø-ødeleggelser eller aksepterer bestikkelser. Dette kan være særlig aktuelt i selskaper som har virksomhet i land eller sektorer hvor slike problemer synes å være spesielt utbredt. Å arbeide for at bedrifter med risiko for å bli involvert i slike forhold har systemer på plass for å hindre dette, er med stor sannsynlighet i tråd med målet om å beskytte langsiktige aksjonærverdier.

- For å bidra til å forhindre at aksjonærverdier i selskapene i porteføljen ødes på bestikkelser og ureglementerte betalinger, kan Petroleumsfondet alene eller sammen med andre kartlegge om selskapene har eller vil tilpasse seg de forretningsprinsippene som f.eks. anti-korrupsjonsorganisasjonen Transparency International har utviklet. Korrupsjon anses som en av de viktigste hindringene mot forbedringen av levestandarden i fattige land. Slik sett går finansielle hensyn og etiske hensyn hånd i hånd.

- Videre kan en slik dialog dreie seg om konkrete forhold eller hendelser som investor har kjennskap til og ønsker skal opphøre. Kunnskapen om hvilken risiko ulike selskaper er eksponert for på disse områdene, eller konkrete hendelser, kan

investoren enten få som en naturlig del av oppbyggingen av kunnskap om selskaper i investors aktive forvaltning, eller gjennom media, frivillige organisasjoner eller konsulenter som har som sin forretningsidé å samle informasjon om selskapers "etiske overtramp".

- I forhold til den internasjonale oppmerksomheten omkring miljøfarlige stoffer og POPer i særdeleshet vil det fra eierens side være både relevant og legitimt å stille selskapene innen kjemisk industri spørsmål om de har etablert strategier for å gjøre seg uavhengig av stoffer som blir internasjonalt forbudt, og be dem redegjøre for hvilke systemer de har for å vurdere helse- og miljøegenskaper ved kjemikaliene de utvikler (også på lang sikt), og endelig hva de gjør for å utvikle alternativer med mindre skadelige egenskaper. Tilsvarende vil det også være relevant å adressere store brukere av slike stoffer, som f.eks. elektronikkindustrien, med spørsmål om hvilke strategier de har for å gjøre seg uavhengig av stoffer som blir forbudt og hva de gjør for å etterspørre og ta i bruk mer miljøvennlige alternativer. Den store sannsynligheten for at det vil komme flere reguleringer på dette området og sterkere forbrukerkrav gir økonomiske insentiver til utvikling og bruk av mer miljøvennlige alternativer. Det kan også forventes framtidige søksmål mot selskaper hvis de har solgt produkter som har medført betydelig skade dersom egenskapene ved kjemikaliene var kjent eller burde ha vært kjent. Til sammen kan dette utgjøre en betydelig økonomisk risiko for disse selskapene.

- I februar 2003 ble resultatene fra "The Carbon Disclosure Project[62]" offentliggjort. Dette er en internasjonal undersøkelse gjennomført på vegne av 35 institusjonelle investorer blant verdens 500 største selskaper om hvordan de forholder seg til trusselen om klimaendringer og hvilken framtidig økonomisk risiko de antar dette vil innebære for selskapet. En mer aktiv eierstyringspolitikk vil gjøre det mulig for Petroleumsfondet å delta i lignende initiativ, hvor selskapenes holdning til etiske og miljømessige utfordringer med antatt stor økonomisk betydning på lang sikt blir kartlagt.

- Et initiativ, som det også vil være mulig for Petroleumsfondet å delta i med mer åpning for aktiv eierstyring i retningslinjene, er anbefalingen fra flere investorer som for eksempel USS, PGGM, ISIS Asset Management og Henderson Global Investors overfor farmasisektoren om hvordan de burde delta i samarbeid med det internasjonale samfunnet for å bekjempe utbredelsen av HIV/AIDS i mange av verdens fattige lande[63]. Global Business Coalition on HIV/AIDS oppfordrer også alle bedrifter til å delta aktivt i kampen mot HIV/AIDS både for å sikre bedriftenes egne økonomiske interesser og for å utøve samfunnsansvar.

8.9 Hvordan kan etikk tas hensyn til innen eksisterende styringsstruktur?

Eierskapsutøvelse som tar etiske hensyn krever tilførsel av en annen type kunnskap enn hva som er vanlig i fondsforvaltning. Skal eierskapsutøvelsen bli treffsikker slik at den reelt sett fremmer en bedre etikk og ikke forholder seg til forhold som er mer irrelevante i forhold til dette, kreves presise kunnskaper om hva internasjonale normer

[62] www.cdproject.net
[63] www.pharmaproject.org

innebærer, hvordan man vurderer hva som utgjør normbrudd og hva som må gjøres for å motvirke dette. I fravær av tilstrekkelig kunnskap om dette risikerer man enten at eierskapsutøvelsen blir et formelt rituale, eller at den baseres på populistiske strømninger og krav.

Aktiv eierskapsutøvelse er noe som allerede utøves innenfor Norges Banks kapitalforvaltning. Gode etiske retningslinjer kan bidra til en videreutvikling av dette arbeidet, sikre at arbeidet får demokratisk forankring og legitimitet og bidra til at det baseres på så godt kunnskapsgrunnlag og så gode rutiner som mulig.

Påvirkning som strategi forutsetter at man er representert i generalforsamlingen eller deltar i dialog som investor i selskapet. Det gjelder også i tilfeller hvor et engasjement har en etisk begrunnelse. I Petroleumsfondets styringsstruktur er ansvaret for finansielle vurderinger på selskapsnivå lagt til Norges Bank. Norges Bank investerer i eget navn på vegne av staten. Innenfor eksisterende styringsstruktur er det også Norges Bank som avgjør om man skal stemme på generalforsamlinger, og hvilken stilling Petroleumsfondet skal ta til de enkelte spørsmål. Som nevnt tidligere er dette fra Finansdepartementets side begrenset til spørsmål av klar finansiell betydning.

Eksisterende styringsstruktur er generelt bygget på at forvalteren, Norges Bank, har entydig og klar målfunksjon, og at forvalterens resultater måles løpende. Videre er det i dagens styringsstruktur klare krav til transparens i og med at forvaltningsresultatene absolutt og relativt til referanseindeks rapporteres offentlig på kvartalsvis basis.

Det synes å være klare argumenter for å gi ansvaret for gjennomføringen av hele eierskapsutøvelsen til én enhet. Den viktigste grunnen til dette er at eierstyring på etiske områder skal brukes som et virkemiddel for nå langsiktig finansiell avkastning. Da er det fornuftig at denne eierstyringen integreres med den øvrige eierstyringen, ettersom det overordnede målet for all eierstyring er det samme. Det vil videre være svært krevende å få en ordning med skille mellom finansiell og etisk eierskapsutøvelse til å fungere i praksis. For det første vil det være en vanskelig avgrensning å skille mellom ”etiske” og ”finansielle” forslag, fordi en lang rekke forslag kan tenkes å ha både finansielle og etiske implikasjoner. Innenfor en modell med delt ansvar skaper derfor selve kategoriseringen av forslag store utfordringer. For det andre er det i flere sammenhenger regler for ”innlåsing” av aksjebeholdninger i forkant av generalforsamlinger dersom man skal stemme for de aksjer man eier. Det gjør selve stemmeretten også til et finansielt spørsmål. Det samme gjelder for vurderingen av å holde A-aksjer kontra B-aksjer i selskaper som har ulike aksjeklasser. Videre vil økte ambisjoner om eierskapsutøvelse i et stort antall aksjeselskaper føre til at man må ta stilling til et høyt antall forslag fra både ledelse og ulike aksjonærgrupper på generalforsamlingene, ofte med kort tidsfrist. Gjennomføringen av stemmegivningen vil kreve effektive og automatiserte rutiner med utstrakt bruk av delegering av beslutninger til en agent, basert på utarbeidede retningslinjer. Et system med særskilte etiske vurderinger i et eget organ av hvert enkelt forslag som fremmes på generalforsamlingene, vil sannsynligvis kun være mulig å implementere for et begrenset antall selskaper i porteføljen.

Finansdepartementet gir generelle retningslinjer til Norges Bank om eierstyring. Disse retningslinjene kan inneholde generelle forventninger til at bedriftene har en etisk

standard som anses å være i pakt med god forretningsskikk. I utforming og vedlikehold av den del av retningslinjene som i særlig grad søker å ta etiske hensyn, kan departementet trekke på Petroleumfondets etikk – og folkerettsråd.

Norges Bank er ansvarlig for den samlede vurderingen av langsiktig finansiell avkastning, og er ansvarlig for valg av virkemiddel i eierskapspolitikken som best tjener dette langsiktige målet. Eierskapspolitikken utføres i henhold til Finansdepartementets retningslinjer, og banken rapporterer om hvordan eierskapspolitikken gjennomføres.

Det operative ansvaret for eierskapspolitikken er samlet i Norges Bank. Informasjonsgrunnlaget for å drive god eierstyring skaffes både gjennom kontakt med bedriftene, og gjennom innhenting av ekstern spisskompetanse på områder som en forvaltningsorganisasjon ikke kan forventes å ha internt. I ivaretakelsen av de etiske hensynene er det naturlig å bygge kompetanse i samarbeid med etikk- og folkerettsrådet.

Norges Bank kan ikke være garantist for at alle bedrifter til enhver tid oppfyller de etiske krav eller forventninger som eventuelle retningslinjer fra Finansdepartementet spesifiserer. Gjennom eierskapsutøvelsen vil Norges Bank ha et ansvar for å gjøre retningslinjenes generelle forventninger kjent for bedriftene, og arbeide for at bedriftene har etablert interne rutiner og prosedyrer som viser at forventningene følges opp.

Dersom man mener at etiske hensyn ikke bør være et avledet, men et selvstendig mål for eierpolitikken, vil man i gjennomføringen av eierpolitikken hele tiden måtte avveie finansielle mål mot etiske mål. Det er tidligere argumentert for at eierstyring neppe er et hensiktsmessig virkemiddel dersom annet enn langsiktig finansiell avkastning skal være et overordnet eller selvstendig mål. En avveining mellom finansielle og etiske mål er en politisk oppgave, og kan derfor ikke utføres av Norges Bank. Siden det vil være svært lite hensiktsmessig å forsøke å skille mellom finansielle og etiske spørsmål i eierstyringen, medfører det altså at en annen enhet med tilknytning til det politiske miljø da må ta ansvar for gjennomføringen av hele eierpolitikken. Utvalget er ikke kjent med at andre større institusjonelle forvaltere har etablert retningslinjer for eierskapsutøvelse med annet enn langsiktig finansiell avkastning som overordnet mål.

8.10 Utvalgets forslag til hvordan etikk kan tas hensyn til i retningslinjer for eierskapsutøvelsen

Utvalget mener at eierskapsutøvelse i selskaper der Petroleumsfondet har eierandeler, må ha et overordnet mål om å sikre hele porteføljens langsiktige avkastning. I mange tilfeller vil dette målet føre til at Petroleumsfondet arbeider for økt fokus på etiske spørsmål i de bedriftene fondet er investert i. Et system hvor finansielle og etiske hensyn må avveies mot hverandre i de konkrete tilfeller kan ikke gjennomføres i dagens styringsstruktur i Petroleumsfondet.

Petroleumsfondet bør ha et høyt ambisjonsnivå når det gjelder eierstyring. Det følger av at fondet er stort, har en langsiktig plasseringshorisont, og er bredt diversifisert i

bedrifter i ulike land og sektorer. Det er vist at eierskapsutøvelse med sikte på å bedre styringssystemene mellom eiere og bedriftenes ledelse kan forventes å gi en langsiktig økonomisk avkastning for gruppen av institusjonelle investorer som helhet. For den enkelte investor er sammenhengen mellom egen aktivitet og forventet resultat svak. For Petroleumsfondet må det likevel antas at sammenhengen kan bli sterkere på grunn av fondets brede engasjement i nesten hele investeringsuniverset, fondets langsiktighet og størrelse.

Utvalget legger vekt på at retningslinjene for eierskapsutøvelse utformes slik at de i stor grad er sammenfallende med hva andre bredt investerte og langsiktige kapitalforvaltere legger til grunn. Dersom man ved eierskapsutøvelse går sammen med andre fond, vil påvirkningsmulighetene bli større. Innsatsen fra flere eiere vil ved allianser bli mer konsentrert. Det vil også gjøre de samlede signaler til foretakene klarere og dermed lettere å forholde seg til. Dette taler for at de prinsipper som Petroleumsfondet legger til grunn for sin eierskapsutøvelse, får best effekt dersom de er sammenfallende med de prinsipper som andre store kapitalforvaltere legger til grunn.)

Utvalget mener at Finansdepartementet bør endre § 11 i forskriften for forvaltningen av Petroleumsfondet, slik at et ønske om aktiv eierskapsutøvelse for å sikre Petroleumsfondets langsiktige avkastning klargjøres. Et økt ambisjonsnivå på området må følges med mer detaljerte retningslinjer gitt fra eier til forvalter om utøvelsen. Det antas at slike retningslinjer blant annet bør gi nærmere rammer for eierskapsutøvelsen, og stille krav til forvalters rapportering av virksomheten. Hjemmel for å sette slike retningslinjer må nedfelles i en endret § 11 i forskriften. Utvalget mener at særlige etiske hensyn i eierskapsutøvelsen bør innarbeides i disse retningslinjene.

Utvalget fremmer et forslag til nærmere retningslinjer for eierskapsutøvelse. Her gis eierskapsutøvelsen en etisk forankring, samtidig som ønsket om en entydig målfunksjon for retningslinjene (finansiell langsiktig avkastning) ivaretas.

1. Det overordnede målet for Norges Banks utøvelse av eierrettigheter for Statens petroleumsfondet er å sikre fondets finansielle interesser. Utøvelsen av eierrettighetene skal bygge på at fondet har en lang tidshorisont for sine investeringer og at investeringene er bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset.
2. Eierskapsutøvelsen skal baseres på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for multinasjonale selskaper. Det skal fremgå av Norges Banks interne retningslinjer for utøvelse av eierrettighetene hvordan disse prinsippene integreres i eierskapsutøvelsen.
3. Norges Bank skal i forbindelse med sin regulære årsrapportering legge frem en særskilt rapport om sin utøvelse av eierrettigheter. Det skal gjøres rede for hvordan banken har opptrådt som eierrepresentant - herunder hva som er gjort for å ivareta de spesielle interessene knyttet til langsiktighet og bredde i investeringsomfang, i henhold til punkt 1 og 2.
4. Norges Bank kan delegere utøvelsen av eierrettigheter videre til eksterne forvaltere i samsvar med disse retningslinjene.

Vedlegg 9

9 Negativ filtrering

9.1 Hva er negativ filtrering?

Negativ filtrering kan billedlig beskrives med at man legger ut filtre for å identifisere aktuelle selskaper og utelukke disse fra av investeringsuniverset. Hensikten er med andre ord å ta ut selskaper fra en investeringsportefølje på grunnlag av nærmere definerte kriterier.

Negativ filtrering har hittil vært den vanligste måten å ivareta etiske hensyn i forvaltningsvirksomhet internasjonalt, der kriteriene ofte har vært å unngå investeringer i selskaper som produserer tobakk og alkohol, våpen, er engasjert i gambling eller pornografi. I enkelte fond har man også valgt å utelukke selskaper på bakgrunn av deres handlinger eller atferd, på grunn av det man oppfatter som brudd på arbeidstakerrettigheter, menneskerettigheter, etc.

Etter utvalgets oppfatning går det et viktig skille mellom utelukkelse av "uetiske" produkter eller produksjonsprosesser og utelukkelse av selskaper på grunn av uetisk atferd eller opptreden. I det første tilfelle er det selve egenskapene ved produktet eller produksjonsprosessen som er negative. Selskapet kan utvise et betydelig samfunnsansvar, men selskapets atferd blir likevel irrelevant hvis det er produktet man ønsker å ta avstand fra. I det andre tilfelle er det selskapers opptreden, og ikke nødvendigvis produktene som er negative.

Det å filtrere selskaper på grunnlag av uetisk atferd, for eksempel brudd på etiske normer, vil vanskelig fungere i praksis. Selskapers atferd endrer seg over tid, og det er urealistisk å legge inn filtre som skal kunne fange opp brudd på menneskerettighets- eller arbeidstakerrettighetsstandarder. Det vil ikke foreligge offisiell informasjon om slik virksomhet, og identifisering av selskaper vil ofte være basert på påstander fra en tredjepart. En vurdering av hvert enkelt selskap vil kreve et grundig arbeid for å verifisere informasjonen som innhentes og i vurderingene av rekkevidden av de overtrampene det foreligger påstander om. Utvalget foreslår uttrekk av selskaper på grunn av uetisk atferd som et eget virkemiddel som er omtalt nærmere og i vedlegg 9 til utvalgets rapport.

Når det gjelder uønskede produkter og produksjonsprosesser vil det derimot være hensiktsmessig å sette opp kriterier for hva man ønsker å filtrere porteføljen etter. Hva selskapene produserer og hvordan de gjør det er relativt stabilt over tid, og det er alminnelig kjent hvilke selskaper som produserer hva. Det betyr at det i utgangspunktet vil være mulig å omsette en etisk holdning i en liste over selskaper man ikke vil investere i. Det kan likevel være vanskelige avgrensningsspørsmål man må ta stilling til, og en slik liste må justeres over tid. Dette kapitlet er avgrenset til kun å omhandle negativ filtrering av produkter.

9.2 Hvorfor negativ filtrering?

Negativ filtrering begrunnes med ønske om å unngå medvirkning og kan baseres på en pliktetisk eller en konsekvensetisk tenkning.

Negativ filtrering og ønsket om å unngå medvirkning reiser spørsmål om:
- Hva er medvirkning?
- Hva er det man ikke ønsker å medvirke til?
- Hva ønsker man å oppnå?

Det kan være svært vanskelig å trekke opp eksakte grenser for hva som skal oppfattes som medvirkning. Det er dog rimelig å legge til grunn at man ved å ha eierandeler i et selskap også medvirker til selskapets produksjon av produkter, uavhengig av eierandelens størrelse. Derimot kan det oppstå problemer å vurdere hva som er medvirkning når det gjelder avgrensning av selskaper og underleverandørers deltakelse i en produksjon.

Spørsmålet om hva man ikke ønsker å medvirke til må i Petroleumsfondet ta utgangspunkt i det som kan oppfattes som allmenne norske verdier og hvor det også er overlappende internasjonal konsensus. Negativ filtrering er et sterkt virkemiddel og vil gi uttrykk for hva norske myndigheter anser som så uetisk at Petroleumsfondet ikke under noen omstendighet bør investere i slik virksomhet. Utelukkelse innebærer som nevnt ovenfor at det settes absolutte rammer for Statens petroleumsfonds engasjement og som regel også at man avstår fra å bruke de påvirkningsmuligheter man som eier kan ha til å fremme en bedre etikk. Det er derfor nødvendig at de kriteriene som brukes for å utelukke selskaper på bakgrunn av deres produkter, er fundert på et bredt og solid etisk grunnlag, og at de er så entydige og konkrete at det ikke kan reises tvil om hva som skal utelukkes.

Selv om utgangspunktet for utelukkelse er et ønske om å unngå medvirkning, kan dette også reflektere et ønske om å påvirke verden i en ønsket retning – å skape en positiv endring. Når en skal ta stilling til negativ filtrering, kan det derfor være hensiktsmessig først å ta stilling til hva som er mest effektivt – negativ filtrering eller påvirkning. Finnes det produkter eller produksjonsprosesser som er uetiske, men der det likevel vil være mer hensiktsmessig å velge påvirkning som virkemiddel framfor utelukkelse, ut fra hva man anser har størst effekt i forhold til det å skape endring? Hvor vil man oppnå mer ved å øve påvirkning gjennom eierskapsutøvelse, og hvor veier et etisk hensyn tungt samtidig som påvirkningsmulighetene er marginale? Vurderingen av hva som er mest effektivt blir spesielt viktig, fordi man ved en negativ filtrering avskjærer mulighetene til å påvirke. Når fondet kjøper aksjer i et selskap, skjer det stort sett alltid gjennom å kjøpe eierandeler i allerede eksisterende selskaper (annenhåndsmarkedet). Hvis fondet skulle velge å selge seg ut av et selskap, vil det alltid være en annen investor som er villig til å kjøpe de samme eierandelene. Det er heller ikke rimelig å tro at fondet kan bidra til å "tørke ut" tilførselen av ny kapital til produksjon av lovlige varer og tjenester gjennom å unnlate å delta i aksjeemisjoner (førstehåndsmarkedet) i visse sektorer eller bransjer. Det å la være å medvirke kan selvsagt kombineres med offentlighet for gjennom en opinionsdannelse å påvirke selskaper. Virkningen av dette må imidlertid vurderes i forhold til andre måter å påvirke selskapenes atferd på. Utvalget anser at de påvirkningsmuligheter som foreligger gjennom aktivt eierskap, som regel vil være mer virkningsfulle. Det

betyr at filtrering som virkemiddel først bør benyttes for produkter eller bransjer som det ikke vil ha noen hensikt å forsøke å påvirke, og som er så uetiske at man ikke vil medvirke til slik virksomhet. Utvalget legger derfor til grunn at det å la være å investere på etisk grunnlag, må ha sin hovedbegrunnelse ikke i ønsket om å påvirke, men i ønsket om ikke å medvirke til etisk uforsvarlig virksomhet.

9.3 Det etiske grunnlaget for en negativ filtrering i Petroleumsfondet[64]

En vurdering av om selskaper skal utelukkes fra Petroleumsfondet på grunnlag av deres produkter eller produksjonsprosesser må på denne bakgrunn ta utgangspunkt i spørsmålet:

- Hvilke produkter eller produksjonsprosesserer er så uetiske at man ikke ønsker at Petroleumsfondet skal medvirke til at de blir produsert?

Som umiddelbart leder til neste spørsmål:

- Hvilket grunnlag skal man så ta utgangspunkt i for å avgjøre om et produkt som er så uetisk at man ikke vil medvirke til at det blir produsert?

Det er tidligere nevnt at grunnlaget for en negativ filtrering av produkter og produksjonsprosesser bør være forankret i norske verdier med internasjonal overlappende konsensus. Utvalget har kommet frem til at de etiske retningslinjene for Petroleumsfondet bør forankres i internasjonale prinsipper for miljø, menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter samt styre og ledelse av selskaper slik disse er konkretisert i Global Compact, OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, ILOs trepartserklæring for multinasjonale selskaper og sosiale hensyn og FNs retningslinjer for menneskerettigheter for selskaper
De temaer som er identifisert er temaer som det er bred enighet om i Norge, og som norske myndigheter har arbeidet med i internasjonale fora. For å kunne oversette dette til å bli praktikabelt for filtreringen, er det imidlertid behov for en meget presis og entydig avgrensing av hvilke produkter eller prosesser som skal utelukkes.

Et nærliggende utgangspunkt for å vurdere hvilke produkter eller prosesser som bør utelukkes, er internasjonale konvensjoner innenfor menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter og miljø som norske myndigheter har engasjert seg i. Generelt adresserer konvensjoner spesifikke problemer som det er en internasjonal enighet om og som kan løses i fellesskap. De konkretiserer på den måten en internasjonal konsensus om minstekrav som bør stilles til respekt for og beskyttelse av miljøet og menneskers liv. Konvensjonene er imidlertid ikke rettet mot selskaper, men mot statlige myndigheter som er forpliktet til å følge opp konvensjonene gjennom nasjonal lovgivning (dersom de har ratifisert konvensjonen). Konvensjoner som omhandler menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter adresserer dessuten forhold som kan være relevante for selskapers atferd og opptreden, men ikke for produkter. Videre er konvensjonstekstene er ofte generelle i sin utforming og kan etterlate et betydelig rom for skjønn. Det gjør at konvensjoner er lite egnet som avgrensning for en negativ filtrering av produkter eller produksjonsprosesser. Klimakonvensjonen f.eks.,

[64] Se også kapittel 7: Grunnlag og ankerfester for etiske retningslinjer

identifiserer utslipp av drivhusgasser som et problem, men den regulerer ikke hvordan utslippene skal reduseres innen det enkelte land, verken når det gjelder målgruppe eller virkemidler. Dette er opp til nasjonale myndigheter å avgjøre. Det er derfor vanskelig å argumentere for at produksjonsprosesser med høye utslipp av klimagasser i seg selv er så uetiske at Petroleumsfondet ikke skal medvirke til dette.

På miljøområdet er det bare to konvensjoner som har et så konkret utgangspunkt at de kan være egnet for en negativ filtrering av produkter. Det gjelder Montrealprotokollen om ozonødeleggende stoffer og Stockholmskonvensjonen om persistente organiske forbindelser. I begge konvensjonene er det bl.a. krav om utfasing av produksjon og forbruk av definerte stoffer og produkter innenfor 10-15 år.

Norge har også engasjert seg aktivt i det internasjonale arbeidet med nedrustning og konvensjoner som forbyr visse typer våpen. Investeringer i selskaper som produserer anti-personell landminer rammes av medvirkningsforbudet i minekonvensjonen og er dermed ulovlig. Det samme gjelder kjemiske og biologiske våpen. Utover dette kan kriterier for en negativ filtrering utledes fra forbud mot bruk av visse typer våpen og ammunisjon og krigføringsmetoder og generelle humanitære prinsipper. Slike overveielser kan f.eks. lede til at man ikke investerer i selskaper som produserer klasebomber eller kjernevåpen.

I hvilken grad de ovennevnte konvensjoner foreslås som utgangspunkt for filtrering er nærmere drøftet nedenfor.

Selskaper utelukkes fordi man ikke vil medvirke til produksjon av produkter man anser som uakseptable ut fra etiske hensyn. Utvalget mener et slikt behov best kan ivaretas ved å basere kriteriene for en negativ filtrering med utgangspunkt i produkter som norske myndigheter har tatt klart avstand fra og som man arbeider aktivt for å begrense eller forby internasjonalt. Utover dette er det vanskelig å etablere et generelt, presist og entydig grunnlag for å filtrere fondet for produkter, hvilket er helt nødvendig for å unngå tvil om hva som skal utelukkes. Det utelukker likevel ikke at man kan føre en spesifikk argumentasjon for å utelukke enkelte typer produkter. Ulempen med å basere produktfiltreringen på en slik argumentasjon, er at det kan være vanskelig å skape en overlappende konsensus om begrunnelsen, og det kan derfor også reises tvil om den gjenspeiler allmenne norske verdier. På den annen side er det vanskelig å skille den etiske diskusjonen fra den mer generelle politiske diskusjon. Det endelige valg av produkter som fondet skal filtreres for, må derfor forankres i våre folkevalgte organer for å sikre den nødvendige legitimitet for beslutningene.

9.4 Våpen og ammunisjon som gjenstand for negativ filtrering i Petroleumsfondet

9.4.1 Problemstilling

En rekke våpentyper, ammunisjonstyper og krigføringsmetoder er forbudt i henhold til gjeldende folkerett. Dette gjelder f.eks. kjemiske og biologiske våpen, brannvåpen (f.eks. napalm), ikke-detekterbare fragmenter (plastprosjektiler som ikke synes på røntgen), og blindende laservåpen. Det er lite sannsynlig at selskaper i

Petroleumsfondets investeringsunivers er involvert i produksjon eller salg av slike våpen. Derimot kan det ikke utelukkes at Petroleumsfondet er inne i selskaper som produserer kjemikalier (f.eks. ugressmiddel o.l.), eller laboratorieutstyr eller andre produkter som kan brukes til å lage eller spre kjemiske eller biologiske våpen. Fordi dette er produkter som inngår i nyttig og legitim industri er det lite ønskelig å fange opp slike komponenter gjennom negativ filtrering.

I henhold til medvirkningsbestemmelsene i kjemivåpenkonvensjonen, biologivåpenkonvensjonen og antipersonellminekonvensjonen vil selv beskjedne investeringer i produksjon av slike våpen også være brudd på Norges folkerettslige forpliktelser. Hvis dette skulle skje vil petroleumsfondet måtte trekke seg ut av slike selskaper etter retningslinjene i den allerede eksisterende uttrekksmekanismen (forskriften § 9).[65] Dette er fordi ikke bare bruk og produksjon, men enhver form for medvirkning eller oppfordring til dette vil være forbudt for konvensjonspartene.

Når det gjelder FN-konvensjonen om visse typer konvensjonelle våpen (som bl.a. forbyr visse miner og minefeller, brannvåpen, ikke-detekterbare fragmenter og blindende laservåpen) er det bare *bruk* som er forbudt. Hvis Petroleumsfondet er investert i et selskap som produserer slike våpen (i et land som ikke har sluttet seg til denne konvensjonen), vil det altså ikke være et brudd på Norges folkerettslige forpliktelser *etter denne konvensjonen*. Imidlertid vil det kunne hevdes å være i strid med reglene i første tilleggsprotokoll til Geneve-konvensjonene som er nærmere omtalt nedenfor.

Problemstillingen her er spørsmålet om hvilke våpen og ammunisjonstyper som er forbudt etter folkeretten og derfor uansett må bli gjenstand for negativ filtrering, hvilke våpen og ammunisjonstyper som ikke er eksplisitt forbudt, men som kan tenkes å omfattes av generelle regler, og endelig hvilke våpen og ammunisjonstyper som ikke regnes som folkerettsstridige, men som likevel kan anses for å være så uetiske at de bør bli gjenstand for negativ filtrering.

Utvalget har vurdert muligheten av å gjøre militære våpen generelt til gjenstand for negativ filtrering. Utvalget har kommet frem til at det neppe vil være grunnlag for å forankre et slikt forslag i en overlappende konsensus i det norske folk.

9.4.2 Folkerettens regler

Begrunnelsen for regler som begrenser våpentyper og krigføringsmetoder er først og fremst humanitær. Derfor kalles mellomstatlige regler på dette området *internasjonal humanitær rett*. All tidligere og nåværende folkerett på dette området har beskyttelse mot unødvendige menneskelige lidelser som rasjonale. Den såkalte Martens-klausulen, som er reflektert i de fleste humanitærrettslige instrumenter og ellers regnes som sikker sedvanerett, sier at i tilfeller som ikke er dekket av de gjeldende regler, gjelder uansett "*the principles of humanity*" og "*the dictates of public conscience*".

Proporsjonalitetsprinsippet

[65] Forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond (03.10.1007 nr. 1078).

Det er et grunnleggende prinsipp i internasjonal humanitær rett som begrenser adgangen til å bruke våpen og krigføringsmetoder. Dette prinsippet er bl.a. reflektert i artikkel 35 i første tilleggsprotokoll til Geneve-konvensjonene, som sier at det er forbudt å bruke våpen, prosjektiler, materiell og krigføringsmetoder av en type som fører til overflødig skade og unødvendig lidelse (*superfluous injury and unnecessary suffering*). I denne regelen ligger at det må foretas en avveining mellom den militære nytteverdien opp mot det skadepotensialet og den menneskelige lidelse våpenet kan føre til. Prinsippet kalles derfor *"proporsjonalitetsprinsippet"*. I praksis er det enklere å vurdere om et våpen fører til overflødig skade enn om det fører til unødvendig lidelse. I begge tilfeller må det imidlertid vurderes om den samme militære nytten kan oppnås ved hjelp av alternative våpen eller metoder. Skulle dette vise seg lite trolig må våpenet i siste instans vurderes opp mot regelen om *" the dictates of the public conscience*", slik tilfellet for eksempel var når det gjaldt vurderingene av bruk av giftgass etter 1.verdenskrig.

Et annet grunnprinsipp, som er et utslag av proporsjonalitetsprinsippet, er prinsippet om at alle våpen og krigføringsmetoder kun må rettes mot militære mål. Den antatte skaden som påføres sivile må avveies i forhold til antatt militær nytteverdi av angrepet. Våpen som ikke kan skille mellom sivile og militære mål er forbudt. Det samme er krigføringsmetoder (såkalte *indiscriminate attacks*) som ikke skiller mellom militære og sivile. Dette distinksjonsprinsippet (*the principle of distinction)* er reflektert bl.a. i artikkel 48 og 51 i første tilleggsprotokoll til Genevekonvensjonene, men er også et veletablert sedvanerettslig prinsipp.

En ytterligere regel som befinner seg innenfor proporsjonalitetsprinsippets rammer begrenser adgangen til å bruke våpen, ammunisjon m.m. som fører til langvarig skade på miljøet. Dette forbudet må også veies opp mot den militære nytteverdien av våpenet eller ammunisjonen. Regelen finnes i siste del av den ovennevnte artikkel 35.

Det må understrekes at alle våpen selvsagt kan misbrukes slik at de ovennevnte prinsipper brytes. Det er kun våpen eller ammunisjon som er laget slik at de *må antas å ville føre til brudd på ovenstående regler* som er forbudt.

Spesialregler
En rekke spesialregler er utarbeidet med utgangspunkt i de ovenstående prinsipper. Forbudet mot ikke-detekterbare prosjektiler, brannvåpen og blindende laser er eksempler på våpen som fører til overflødig skade og unødvendig lidelse. Forbudet mot antipersonellminer, kjemivåpen og biologivåpen er eksempler på våpen som ikke sondrer mellom militære og sivile. De sistnevnte vil i tillegg kunne være i strid med reglen om miljøskader.

Det at det er laget spesialregler for enkelte våpentyper betyr ikke at det generelle forbudet blir mindre gyldig. I praksis vil de aller fleste nasjonale militære styrker vurdere nye våpeninnkjøp opp mot de ovennevnte generelle to grunnprinsippene i større grad enn de vurderer våpenkjøp opp mot de spesifikke forbudene.

Anvendelsesområde
De ovennevnte reglene utgjør på mange måter kjernen i det som kalles internasjonal humanitær rett når det gjelder våpen og våpenbruk. Det er imidlertid viktig å være

klar over at disse reglene i utgangspunktet bare gjelder i væpnet konflikt. Det er selvsagt også i væpnet konflikt at det er mest praktisk å regulere våpenbruk, men det er tilfeller i fredstid hvor våpenbruk også er aktuelt, f.eks. i politiaksjoner. Flere av de spesifikke forbudene, som f.eks. forbudet mot utvidende ammunisjon (dum-dum kuler) gjelder ikke for ordensmakten i fredstid. Det samme gjelder f.eks. tåregass og andre såkalte "ikke-dødelige" kjemiske agenter (som pepperspray). De er forbudt å bruke i krig, men tillatt å bruke i fred. (Det er imidlertid strenge rammer for når slike våpen kan brukes – alt som ikke kan forsvares politi- eller ordensmessig vil kunne være i strid med både nasjonal lovgivning og internasjonale menneskerettigheter.)

Forbudet mot antipersonellminer og biologiske og kjemiske våpen gjelder imidlertid uansett om det er fred eller krig.

9.4.3 De "verste" eller mest uetiske våpen og ammunisjonstyper

En rekke våpentyper som man i utgangspunktet ville tro falt innenfor virkeområdet til de ovenstående forbud mot våpen som fører til unødvendig lidelse og overflødig skade, eller som ikke skiller mellom sivile og militære mål, er likevel ikke regnet som uttrykkelig forbudt. I tillegg foreligger en viss grad av uenighet om hva som faktisk er omfattet av forbudene. Inntil antipersonellmine-konvensjonen ble vedtatt, var det få stater som regnet dette våpenet som forbudt. Derimot var det etter hvert flere og flere humanitære organisasjoner som hevdet at dette våpenet opplagt måtte være i strid med forbudet mot våpen som ikke sondrer mellom militære og sivile, ettersom de ble liggende igjen og ødelegge dyrkbar mark og skade og drepe sivile i tiår etter at den væpnede konflikten tok slutt.[66] Videre er det alltid slik at de fleste konvensjoner med spesifikke våpenforbud ikke nødvendigvis er tiltrådt av alle stater.

Det at et våpen ikke er gjenstand for et eget forbud, er imidlertid ikke nødvendigvis det samme som at våpenet er i overensstemmelse med de ovennevnte grunnreglene om forbud mot våpen som fører til unødvendig lidelse eller overflødig skade, eller som ikke skiller mellom sivile og militære mål. Jo mer et våpen eller en ammunisjonstype passer inn i beskrivelsen i de ovennevnte reglene i første tilleggsprotokoll, jo større grunn vil det være til å utvise tilbakeholdenhet.

Det er generelt sett ikke nødvendigvis sammenfall mellom det som er *rettstridig* og det som er *uetisk*. I denne sammenhengen, hvor begrunnelsen for regelverket er humanitær og den absolutte nedre grensen for hva som kan aksepteres går ved det som strider mot *"the dictates of public concience"*, må man imidlertid kunne konstatere at det som faller innenfor de ovennevnte regler også må regnes som åpenbart uetisk. Også våpentyper som ikke er gjenstand for egne forbud, men som generelt sett må sies å dekkes av ovennevnte grunnprinsipper, må i utgangspunktet kunne betraktes som uetiske.

Utvalgets forslag er at våpen eller ammunisjonstyper som synes å befinne seg i denne kategorien bør gjøres til gjenstand for negativ filtrering i Petroleumsfondet. I det følgende blir det gjort rede for de våpen- og ammunisjonstyper utvalget mener faller innenfor denne kategorien.

66 Avveiingen mellom den militære nytteverdien (som er forholdsvis liten når det gjelder personellminer) og den menneskelige lidelsen (en sivilist går på en slik mine hvert 30 minutt globalt sett), førte til at man fikk et totalforbud i form av en egen konvensjon mot dette våpenet i 1997.

Allerede forbudte våpen
Som nevnt er en rekke våpentyper og ammunisjon forbudt gjennom spesifikke folkerettslige instrumenter. Disse våpen- og ammunisjonstypene omfatter kjemiske våpen,[67] biologiske våpen,[68] våpen og ammunisjon som rammes av forbudene i FN-konvensjonen om visse former for konvensjonelle våpen,[69] utvidende og eksploderende ammunisjon, [70] antipersonellminer,[71] og giftgass.[72] De fleste av disse instrumentene er det stor oppslutning om, men de er ikke tiltrådt av alle stater. Imidlertid er mange av forbudene i disse instrumentene regnet som omfattet av generell internasjonal sedvanerett og av forbudene i artikkel 35 i 1. tilleggsprotokoll, slik at de er bindende også for de statene som ikke har tiltrådt spesial-konvensjonene.

Utvalget legger til grunn at det vil være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser å investere i selskaper som produserer, bruker eller selger kjemiske våpen, biologiske våpen, og antipersonellminer. Når det gjelder de våpen og ammunisjonstyper som er nevnt i FN-konvensjonen om konvensjonelle våpen, (ikke-detekterbare fragmenter, visse miner og minefeller, brannvåpen, blindende laservåpen) vil disse i stor grad være omfattet av de generelle forbudene i 1. tilleggsprotokoll til Geneve-konvensjonene (og av antipersonellminekonvensjonen). Det samme gjelder giftgass, som uansett er å betrakte som et kjemisk våpen. Utvalget mener at Petroleumsfondet ikke kan være investert i noen selskaper som er involvert i utvikling og produksjon av slike våpen og ammunisjonstyper.

Når det gjelder utvidende og eksploderende ammunisjon er dette bare forbudt å bruke i militære konflikter, ikke i fredstid. Disse ammunisjonstypene vil utvalget derfor ikke foreslå som gjenstand for negativ filtrering.

Kjernevåpen
Kjernevåpen er masseødeleggelsesvåpen som det for de fleste stater er forbudt både å ha og bruke.[73] De såkalte atommaktene[74] har, ut fra historiske forutsetninger som det vil føre for langt å komme inn på her, et unntak fra dette forbudet. Ikke-spredningsavtalen fra 1968 har som utgangspunkt at atomkrig vil være ødeleggende for menneskeheten og at ikke-spredning er essensielt i arbeidet for å begrense mulighetene for en slik krig. Atommaktene forplikter seg til ikke å selge eller på andre måter å bidra til å skaffe ikke-atommaktene kjernevåpen. Ikke-atommaktene, som utgjør de aller fleste stater inklusive Norge, forplikter seg til ikke på noen måte å skaffe seg kjernevåpen. Både atommaktene og ikke-atommaktene forplikter seg til å være med på et omfattende verifikasjonssystem hvor Det internasjonale atomenergibyrået (IAEA) spiller en vesentlig rolle.

67 Convention on the Prohibition of the Development, Production, Stockpiling and Use of Chemical Weapons and on Their Destruction, 13. januar 1993

68 Convention on the Prohibition of the Development, Production, Stockpiling and Use of Bacteriological (Biological) Weapons and on Their Destruction, 10. april 1972

69 Convention on Prohibitions or Restrictions on the Use of Certain Conventional Weapons Which May be Deemed to be Excessively Injurious or to have Indiscriminate Effects, 10 April 1981

70 Declaration on Renouncing the Use, in Time of War, of Explosive Projectiles Under 400 Grammes of Weight, 11. desember 1868, og Declaration Concerning Expanding Bullets, 29. juli 1899

71 Convention on the Prohibition of the Use, Stockpiling, Production and Transfer of Anti-Personnel Mines and on Their Destruction, 3. desember 1997

72 Protocol for the Prohibition of the Use of War of Asphyxiating, Poisonous or Other Gases, and of Bacteriological Methods of Warfare, 17. juni 1925

73 Treaty on the Non-Proliferation of Nuclear Weapons, 1. juli 1968

74 USA, UK, Frankrike, Russland, Kina

Effekten av bruk av kjernevåpen er slik at det er vanskelig å forestille seg at denne våpentypen kan skille mellom sivile og militære mål. Slik bruk vil uansett føre til langvarige miljøskader, og vil også kunne hevdes å føre til til unødvendig lidelse og overflødig skade i forhold til den militære nytteverdien. Mange vil derfor hevde at kjernevåpen burde falle innenfor forbudene i første tilleggsprotokoll som er beskrevet ovenfor. Den internasjonale domstolen i Haag (ICJ) har drøftet dette spørsmålet i to rådgivende uttalelser fra 1996. Domstolens konklusjoner var uklare på dette punkt. Dels ble det sagt at bruk av kjernevåpen neppe var i samsvar med disse prinsippene, dels sa domstolen at den ikke kunne konkludere med sikkerhet at bruk av kjernevåpen nødvendigvis ville være forbudt i enhver situasjon av væpnet konflikt.
Norge har hatt en klar og entydig kjernevåpenpolitikk helt siden slutten av annen verdenskrig. Den såkalte basepolitikken har hatt forbud mot kjernevåpen på norsk territorium i fredstid som en grunnpilar. Gjennom tilslutning til ikke-spredningsavtalen og andre tilgrensende avtaler har Norge gått inn for atomnedrustning og ikke-spredning i de siste fem tiår.

Det må legges til grunn at det er helt spesielle historiske årsaker til at atommaktene har kjernevåpen uten at dette er i strid med gjeldende folkerett. Norge har ikke kjernevåpen, ønsker ikke å ha kjernevåpen og går inn for ikke-spredning og nedrustning av kjernevåpen. Det vil være i samsvar med langvarig og konsistent norsk politikk på dette området å unngå investeringer i selskaper som produserer slike våpen. Så vidt utvalget kjenner til foregår det i dag ikke produksjon av kjernevåpen verken i statlige forsvarsvirksomheter eller i private selskaper. Sentrale komponenter til slike våpen fremstilles visstnok heller ikke lenger i statlig eller privat forsvarsindustri. Imidlertid er det tatt initiativ fra representanter i Kongressen i USA om støtte til forskning med sikte på mulig produksjon av små kjernevåpen, såkalte ”mini-nukes”. Ideen er å bruke slike våpen i krigføring, og ikke bare ha dem som virkemiddel for avskrekking. En slik strategi vil nødvendigvis måtte føre til at ikke-spredningsregimet faller sammen, og at bruken av kjernevåpen raskt vil bli verdensomspennende. Hvis det gis politisk og finansiell støtte til forslaget, vil man kunne begynne med produksjon av slike våpen i løpet av få år. Det vil derfor kunne være en viktig signaleffekt i å avgrense Petroleumsfondets investeringsmuligheter mot utvikling og produksjon av slike små kjernevåpen.

Utvalget foreslår derfor at Petroleumsfondet ikke bør være investert i selskaper som utvikler og produserer de sentrale komponentene til kjernevåpen.

Klasebomber
Klasebomber består av mange mindre sprenglegemer som slippes over målet. Det er meningen at alle sprengladningene skal settes av i selve nedslaget, men erfaring viser at dette ofte ikke er tilfellet. Mange sprenglegemer forblir udetonert og blir dermed liggende på bakken som potensielle miner. De er små nok til at barn kan plukke dem opp, eller at folk kan snuble over dem og sette dem av på den måten. Grunnen til at slike sprenglegemer ikke omfattes av antipersonellmine-konvensjonen er at definisjonen av en personellmine er et sprenglegeme som er *konstruert* for å gå av ved tilfeldig berøring av en person. En klasebombe er konstruert for å gå av med det samme, dvs. at det er en feil når den oppfører seg som en mine.

Problemet med blindgjengere når det gjelder klasebomber gjør imidlertid at disse våpnene lett vil kunne plasseres innenfor det generelle forbudet mot våpen som ikke skiller mellom militære og sivile mål, ettersom de på samme måte blir liggende igjen etter at konflikten er slutt og rammer sivilbefolkningen i området. En rekke humanitære organisasjoner mener på dette grunnlaget at klasebomber er i strid med folkeretten. Det er neppe grunnlag for å hevde at dette er en alminnelig oppfatning blant stater ennå, men det er flere stater som har tatt avstand fra bruk av klasebomber i sine egne militære styrker.

Et initiativ fra Den internasjonale Røde Kors-komiteen (ICRC) går ut på å lage en egen protokoll som forplikter krigførende stater til å rydde opp eksplosive krigsetterlatenskaper. Norge støtter dette initiativet. Stortinget har også uttrykt en klar negativ holdning til bruk av klasebomber, og disse våpnene vil ikke lenger bli brukt av det norske forsvaret.

Det faktum at klasebomber utgjør et så stort humanitært problem samtidig som de i utgangspunktet kan hevdes å falle innenfor området for artikkel 48 og 51 om forbud mot våpen som ikke skiller mellom militære og sivile mål, gjør at dette våpenet etter utvalgets mening bør utelukkes som investeringsobjekt forPetroleumsfondet. Utvalget vil derfor foreslå at Petroleumsfondet ikke investerer i selskaper som produserer klasebomber.

Utarmet uran
Utarmet uran (”depleted uranium”) er et svært tett og sterkt tungmetall som brukes bl.a. i panserbrytende ammunisjon. Av 8 tonn uran blir 1 tonn anriket uran og 7 tonn utarmet uran.

Utarmet uran som brukes i ammunisjon forblir i luften i opptil 2 år etter eksplosjonen. Det er inhalering av utarmet uran som i første omgang kan føre til helseskader. Nedbrytningstiden i kroppen er svært lang. Utarmet uran kan også føre til forgiftning av jord og drikkevann.[75]

Det foreligger dels motstridende opplysninger om i hvilken grad utarmet uran utgjør en helse- og miljørisiko i de områdene det er blitt brukt. Flere interesseorganisasjoner, bl.a. en egen ”Depleted Uranium” interesseorganisasjon,[76] og veteranforeninger i USA, hevder at utarmet uran kan føre til store heleskader. De hever at utarmet uran kan føre til at både soldater som oppholder seg i de aktuelle områdene under konflikten, og sivilbefolkningen i mange år i etterkant, er særlig utsatt for ulike krefttyper, blant annet leukemi.[77]

Samtidig sies det fra flere kilder at ammunisjon med utarmet uran overhodet ikke utgjør noen helserisiko. FNs miljøprogram (UNEP) og Verdens helseorganisasjon (WHO) er mer tilbakeholdne og sier at det er for tidlig til å trekke bastante konkusjoner på dette feltet, bl.a. fordi det ikke har vært grundig og langvarig nok forskning på dette ennå. Det later imidlertid til å være stor grad av enighet om at utarmet uran brukt i denne type ammunisjon muligens kan føre til økt risiko for helse-

[75] http://www.miltoxproj.org/DU/Policy.htm
[76] Campaign Against Depleted Uranium, http://www.cadu.org.uk/
[77] http://www.cadu.org.uk/info/health/10_1.htm

og miljøskader i de områdene der det blir brukt. I det britiske forsvarsdepartementet har man derfor nylig igangsatt et forskningsprosjekt om virkningene av utarmet uran. I en rapport fra Forsvarets forskningsinstitutt (FFI) om utarmet uran sies det at det foreløpig ikke er medisinsk dokumentert at utarmet uran fører til helseskader, men at en ikke kan "utelukke at enkeltpersoner personer kan ha blitt påført skader. Dette gjenstår å vise i fremtidige undersøkelser."[78]

Hvis utarmet uran fører til radioaktiv forurensning vil denne typen ammunisjon i utgangspunktet lett kunne plasseres i kategorien våpen som ikke skiller mellom sivile og militære på grunn av de antatte virkningene på sivilbefolkningen i ettertid. I tillegg fører det sannsynligvis til langvarige og alvorlige miljøproblemer, som også er i strid med artikkel 35 i første tilleggsprotokoll.

Det har ikke vært noe særlig politisk debatt i Norge om utarmet uran. Det norske forsvaret bruker ikke ammunisjon eller andre stridsmidler med utarmet uran, og planlegger heller ikke innkjøp av dette.[79]

Spørsmålet er om denne ammunisjonstypen på det nåværende tidspunkt kan sies å være av en slik karakter at Petroleumsfondet bør unngå selskaper som produserer slik ammunisjon. Negativ filtrering vil kunne begrunnes i to ulike hensyn det humanitære og miljøhensynet. I en situasjon med vitenskapelig usikkerhet, kan gode grunner tale for at norske myndigheter bør engasjere seg for at det fremskaffes tilstrekkelig kunnskap og at det i mellomtiden oppfordres til bruk av mindre skadelige alternativer. Dette betyr, etter utvalgets oppfatning, at de etiske problemstillingene knyttet til utarmet uran tilsvarer de man ser på en rekke felt hvor det fremstilles produkter der det er usikkerhet om skadelige virkninger for menneskers liv og helse og alvorlig miljøskade. Utvalget mener derfor at det ikke er grunnlag for å si at det ut fra dagens kunnskap er uetisk å ha befatning med produksjon av våpen basert på utarmet uran.

9.4.4 Andre våpen eller ammunisjonstyper

Den teknologiske utviklingen når det gjelder våpenindustri går svært raskt. Bl.a. biologisk og gen-teknologisk forskning er inne i en rask utvikling. Det er ikke utenkelig at nye våpen eller ammunisjonstyper vil kunne vise seg å falle innenfor det som strider mot de humanitærrettslige grunnprinsipper. Det vil derfor være viktig ikke å ha en endelig uttømmende liste over "uetiske" våpen, men å beholde en åpning for å justere listen hvis nye våpentyper skulle vise seg å være av en slik karakter at Petroleumsfondet bør avholde seg fra å investere i deres produsenter.

9.4.5 Utvalgets konklusjon

Finansdepartementet benytter allerede negative filtre for å unngå investeringer i selskaper som produserer kjemiske og biologiske våpen samt antipersonellminer. På bakgrunn av ovenstående vurderinger vil utvalget i tillegg tilrå at Petroleumsfondet ikke skal investere i selskaper som produserer eller selger *ikke-detekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, kjernevåpen og klasebomber*.

[78] FFI/RAPPORT-2001/04471, Steinar Høibråten, Ove Dullum, Pål Aas.
[79] Opplysninger FFI

Utvalget vil videre anbefale at muligheten for å legge til nye våpen- eller ammunisjonstyper til en slik utelukkelsesliste holdes åpen.

9.4.6 Hvordan skal negativ filtrering i forhold til slike våpen skje i praksis?

Det er flere problemstillinger som reiser seg i forbindelse med spørsmålet om hvordan man kan gjennomføre en negativ filtrering i praksis.

For det første må man spørre seg i hvilken grad *deler* til det forbudte produktet også skal rammes og hvor langt man må gå i å filtrere bort relaterte produkter. Det må legges til grunn at det ikke uten videre er opplagt hva som faller innenfor definisjonen av henholdsvis kjernevåpen og klasebomber. Det er trolig ennå mindre opplagt hva som kan komme til å falle innenfor forbudene av nye våpen og ammunisjonstyper.

Det vil også reise seg praktiske problemstillinger i forhold til å faktisk finne ut *hvilke selskaper* det er som produserer kjernevåpen og klasebomber og hvilke selskaper som produserer komponenter og deler til disse.

Videre må det vurderes hvor langt man skal gå i forhold til å ansvarliggjøre datterselskaper, søsterselskaper, selskaper som har investert i de produserende selskaper m.v. Endelig må man spørre seg hvordan man skal vurdere selskaper som ikke selv kan holdes ansvarlig for produksjon, men som selger eller på annen måte markedsfører produktet.

Avgrensning i forhold til hvilke produkter som skal omfattes
Det sier seg selv at ikke alle produkter som benyttes i produksjon av et våpen kan omfattes av en negativ filtrering. En rekke komponenter vil være komponenter som i utgangspunktet kan brukes til mange ting. Og selv om en skrue, et hjullager eller en pakning er spesialdesignet til akkurat dette våpenet, må man anta at produsenten fremstiller spesialbestilte deler til en lang rekke ulike produkter. Det ville føre for langt å forsøke å ramme alle som leverer deler til produktet. Når det er sagt vil det selvsagt kunne være helt sentrale komponenter, som f.eks. selve sprenglegemet eller avsetningsmekanismen til en klasebombe, som må kunne sies å falle innenfor det man ønsker å filtrere i forhold til. Dette vil måtte bli en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle. Etter utvalgets mening vil det f.eks. være lite skjønnsomt å si at F-16 fly burde rammes av et kjernevåpenforbud fordi om disse flyene er konstruert for å kunne ta med kjernevåpen. Norge har valgt å kjøpe slike fly av helt andre grunner.

Det er selvsagt svært vanskelig å foreta en faktisk vurdering av hvor man skal sette grensen i forhold til hvilke komponenter og deler som skal omfattes av en negativ filtrering. Et mulig holdepunkt for vurderingen vil være *begrunnelsen* for den negative filtreringen. Når det gjelder negativ filtrering av visse våpentyper vil begrunnelsen være at Petroleumsfondet ikke vil medvirke til fremstilling og salg av slike våpen ut fra humanitære eller etiske hensyn. Signaleffekten av at Petroleumsfondet innfører slike filtre vil trolig være minst like viktig som den faktiske økonomiske effekten for det angjeldende selskapet på kort sikt. Det vil derfor også bare være de sentrale komponentene som bør rammes av filtreringen. Det er ikke noe poeng i å ramme f.eks. en skrueprodusent.

Avgrensning i forhold til hvilke selskaper som kan ansvarliggjøres
Grensedragningene med hensyn til hvilke produkter og selskaper en negativ filtrering bør omfatte vil i forhold til produksjon av kjernevåpen ha begrenset praktisk betydning. Så vidt utvalget kjenner til foregår det per i dag ikke produksjon av kjernevåpen, eller sentrale komponenter til slike våpen, verken i statlige forsvarsvirksomheter eller i private selskaper. Dette bildet kan imidlertid raskt komme til å endre seg gjennom utvikling og produksjon av små kjernevåpen. Det vil derfor være viktig å følge med i utviklingen for å kunne identifisere og utelukke selskaper som i fremtiden involverer seg i kjernevåpenproduksjon.

Produksjon av komponenter som også kan fylle andre, legitime formål (flerbruksvarer) bør etter utvalgets oppfatning ikke danne grunnlag for negativ filtrering. Produksjon og handel med slike produkter er imidlertid underlagt prosedyrer fastsatt i internasjonale kontrollregimer om ikke-spredning og eksportkontroll. Disse prosedyrene innebærer plikt til notifikasjon av salg av flerbruksvarer og forbyr salg av visse slike varer til andre enn de erklærte atommaktene. Selskaper som produserer og omsetter produkter i strid med disse kontrollregimene gjør seg skyldig i en etisk uakseptabel atferd som Petroleumsfondet ikke bør medvirke til. Slik atferd bør etter omstendighetene kunne lede til uttrekk fra porteføljen, se nærmere i kapittel 10 om dette.

9.5 Ozonødeleggende stoffer og persistente organiske forbindelser som gjenstand for negativ filtrering

Utgangspunket for å vurdere en negativ filtrering av disse stoffene, er at dette er produkter som norske myndigheter har tatt klart avstand fra, som er forbudt eller begrenset i Norge, og som man arbeider aktivt for å begrense eller forby internasjonalt.

9.5.1 Ozonødeleggende stoffer

Reduksjon av ozonlaget er et globalt problem. Det internasjonale samarbeidet om beskyttelse av ozonlaget startet med Wienkonvensjonen i 1985. To år senere ble Montrealprotokollen om vern av ozonlaget undertegnet. Den inneholder konkrete og forpliktende mål med tidspunkt for reduksjon og stans av hvert enkelt ozonreduserende stoff (stort sett innen 2010). U-landene har 10 års utsettelse for sine utfasingsplaner i forhold til kravene for I-land. Montrealprotokollen har en økonomisk støtteordning til U-land, det multilaterale fond, som skal bistå landene økonomisk og teknisk med utfasing av ozonreduserende stoffer. Protokollen er endret fem ganger og kravene har blitt skjerpet underveis.

Norge har deltatt aktivt i arbeidet med å forby ozonreduserende stoffer. Verdenssamfunnets oppfølging av denne avtalen har medført en rask reduksjon av utslippene. Siden ozonreduserende stoffer har lang levetid i atmosfæren, kan det likevel ta tid før ozonlaget forbedres. Ozonlaget svekkes fortsatt, men de siste års målinger tyder på at konsentrasjonen av ozonødeleggende stoffer i atmosfæren har passert sitt maksimum og har begynt å minke. Bruken av slike stoffer er kraftig nedadgående i Norge og på verdensbasis, og det forventes at ozonlaget vil være tilbake på normalt nivå innen 2050.

Det globale forbudet mot ozonødeleggende stoffer har vært effektivt og har medført at slike stoffer ikke lenger produseres eller i ferd med å bli faset ut i alle industrialiserte land. Egenskapene som bidrar til uttynning av ozonlaget er kjent og det er lite sannsynlig at nye stoffer med slike egenskaper vil bli tillatt markedsført. Utvalget anser at det derfor er verken aktuelt eller relevant å bruke Montrealprotokollen som et grunnlag for en negativ filtrering i Petroleumsfondet.

9.5.2 Persistente organiske forbindelser

Utslipp og bruk av farlige kjemikalier er en av de største miljøtruslene vi står overfor. I dag finnes det om lag 50 000 kjemikalier på det europeiske markedet, og kjemikaliene inngår i alle slags produkter og produksjonsprosesser.

Mange av de kjemikaliene som ble utviklet for å kontrollere sykdom, øke matproduksjonen eller øke vår levestandard har i ettertid vist seg å ha alvorlige skadevirkninger på miljø og helse. Selv om kunnskapene om kjemiske stoffers virkninger på liv og helse har økt, er det fremdeles mange stoffer som det finnes liten eller ingen kunnskap om. I EU er det nå fremlagt et forslag til en ny kjemikalieforordning som skal regulere produksjon, import og bruk av kjemikalier, det såkalte REACH systemet. Hensikten er å lage et enhetlig system der både eksisterende og nye kjemikalier skal bli registrert og vurdert i forhold til helse- og miljøvirkninger. Kjemiske stoffer som klassifiseres som spesielt farlige (of very high concern) må det søkes tillatelse for å bruke. Intensjonen er at slike stoffer vil bli faset ut, hvis ikke industrien kan dokumentere at risikoen ved bruk av slike stoffer er neglisjerbar eller akseptabel.

Globalt har det vært mye oppmerksomhet om såkalte persistente organiske forbindelser (Persistent Organic Pollutants, POP). Dette er kjemiske stoffer som er tungt nedbrytbare i naturen, som akkumuleres i næringskjeden, og som til dels er meget giftige. POPer kan transporteres med luft- og havstrømmer over store avstander og påvirke natur og mennesker langt unna forurensingskildene. Generelt er de alvorligste virkningene av POPer knyttet til nedsatt immunforsvar, nedsatt reproduksjonsevne og atferdsforstyrrelser (blant annet nedsatt læringsevne). I den senere tid har man fastslått at POPer også påvirker kroppens hormonbalanse. Dette gjelder like mye mennesker som dyr, og er kanskje spesielt bekymringsfylt i forhold til hvordan dette vil påvirke kommende generasjoner. POPer har den egenskap at de akkumuleres i fettvevet. De har lange halveringstider i kroppen, og de skilles ikke ut fra kroppen på en naturlig måte unntatt gjennom morsmelk. Under graviditet og amming utnyttes kroppens fettreserver. Det innebærer at mens POPer akkumuleres over år i kroppen, blir en stor del av belastningen overført til barnet under relativt kort tidsperiode og påvirker barnets utvikling på det stadium i livet hvor det er mest sårbart.

Effekten på dyreliv, herunder på dyrs reproduksjonsevne, er påvist mange steder i verden. Også helseeffekter for mennesker er dokumentert, ikke minst i utviklingsland som følge av lokal eksponering av slike stoffer og i Arktis som følge av langtransporterte forurensinger. Det siste skyldes at POPer har en tendens til å transporteres fra varmere til kaldere miljøer og på grunn av POPenes egenskaper, akkumuleres der. Enkelte befolkningsgrupper i Arktis har så høye

forurensningsnivåer at det kan påvirke barns mentale utvikling og deres immunforsvar. Man er også bekymret over hvordan disse stoffene påvirker kroppens hormoner for vekst og kjønnsutvikling. Nylige undersøkelse på Svalbard viser at isbjørner med høyt innhold av PCB har et nedsatt immunforsvar, og at det sannsynligvis også påvirker overlevelsesevnen til isbjørnungene[80]. Det er også funnet alarmerende høye verdier i andre dyr, i fisk og fugler. I dag finnes det spor av POP nesten overalt i verden, i mat, jord, luft og vann. På grunn av de egenskapene om POPer har, utgjør de en global trussel med potensielt store konsekvenser for kommende generasjoner.

De viktigste kildene til utslipp av POPer til miljøet er bruk av visse pesticider, produksjon og bruk av visse industrielle kjemikalier og at POPer dannes som biprodukter i enkelte forbrennings- og industrielle prosesser som for eksempel avfallsforbrenning, i metallproduksjon og fra mobile kilder (blant annet bilmotorer).

I Norge har det vært restriksjoner på bruk og utslipp av mange POPer siden 1970-tallet. I 1998 forhandlet FNs Economic Commission for Europe frem en regional protokoll for POPer under Konvensjonen for langtransporterte luftforurensninger, den såkalte Århus POPs protokollen, som omfatter Europa, alle tidligere stater i Sovjetsamveldet og Nord Amerika. Den fokuserer på 16 stoffer, hvorav 11 pestisider, to industrielle kjemikalier og 3 biprodukter. Målsettingen er å eliminere produksjon, bruk og alle typer utslipp av POPer.[81]

Protokollen har siden gitt et grunnlag for globale forhandlinger om forbud mot POPer i regi av UNEP, FNs miljøprogram, som resulterte i Stockholm konvensjonen om persistente organiske forbindelser (2001). Stockholmskonvensjonen er en global konvensjon opprettet for å beskytte helse og miljø mot meget giftige, tungt nedbrytbare organiske miljøgifter (POPer). Konvensjonen innebærer forpliktelser til å fase ut 12 av de farligste POPene, ofte kalt ”The dirty dozen” innen 2010. Dette inkluderer forbud mot produksjon og bruk av 9 kjemikalier, begrenser bruken av DDT og gir retningslinjer for bruk av best tilgjengelig teknologi for utslipp av POPer fra industrielle prosesser og avfallsforbrenningsanlegg.[82]

De fleste av POPene som omfattes av Stockholmkonvensjonen og Århusprotokollen er allerede forbudt eller sterkt begrenset i mange land. Det er vanskelig å få eksakt informasjon om hvilke selskaper som i dag produserer disse POPene og hvilke volumer som kommer ut på markedet. I henhold til de internasjonale avtalene er DDT fremdeles tillatt brukt i bekjempelsen av malaria. I tillegg skjer det en spredning av

---

[80] http://www.amap.no/assess/AP2002POPs.pdf

81 Protokollen forbyr produksjon og bruk av aldrin, chlordane, chlordecone, dieldrin, endrin, hexabromobiphenyl, mirex and toxaphene. DDT, heptachlor, hexaclorobenzene, PCB skal fases ut på et senere tidspunkt, men setter strenge restriksjoner på bruk av DDT, HCH (including lindane) and PCBs. Protokollen inneholder også bestemmelser for håndtering av avfallet fra produktene som forbys. Den forplikter også partene til å redusere utslipp av dioxiner, furaner, PAH and HCB under 1990 nivå (eller et valgt år mellom 1985 og 1995). Det er også definert spesifikke grenser for utslipp fra forbrenningsanslegg.

82 Annex A forbyr produksjon og bruk av aldrin, chlordane, dieldrin, endrin, heptachlor, hexachlorobenzene (HCB), polychlorinated biphenyls (PCBs), mirex, and toxaphene.

Annex B setter restriksjoner for bruk av DDT (med angivelse av hva som er akseptabel bruk eller spesifikke unntak)

Annex C lister opp 4 kjemiske stoffgrupper; dioksiner, furaner, HCB og PCB som slippes ut fra prosesser og forbrenningsanlegg med retningslinjer for bruk av best tilgjengelig teknologi.

Århus protokollen inkluderer i tillegg polyaromatiske hydrokarboner (PAH), chlordecone, hexabromobiphenyl (HBB) og hexachlorocyclohexan (som inkluderer lindan).

POPer i miljøet gjennom utslipp, fra gamle beholdninger av pesticider og gjennom spredning av de stoffene som er akkumulert i miljøet over lang tid.

Det er en internasjonal konsensus om at de stoffene som er spesifisert i Stockholmskonvensjonen og Århusprotokollen er så farlige for helse og miljø at man skal slutte å produsere dem. Med utgangspunkt i at Norge har medvirket til et internasjonalt forbud mot produksjon og forbruk av slike stoffer, kunne det argumenteres for at Petroleumsfondet ikke investerte i selskaper som bidrar til deres utbredelse. Men det kan også argumenteres for at det største problemet ikke er knyttet til de stoffene som er regulert, men heller til de POPene som det ennå ikke er restriksjoner på, men som har samme egenskaper som de som er omfattet av internasjonale konvensjoner. Eksempler på slike stoffgrupper er de bromerte flammehemmerne (PBDE) og såkalte PFOA/PFOS forbindelser.

Bromerte flammehemmere brukes i et stort antall produkttyper som skal gjøres mindre brannfarlige, blant annet i elektriske og elektroniske produkter, tekstiler og plast i biler og andre transportmidler, byggematerialer og maling. Miljøverndepartementet har vedtatt en handlingsplan for reduksjon av utslipp av bromerte flammehemmere, med blant annet forbud mot de tre farligste bromerte flammehemmerne (stoffene *penta-*, *okta-* og *deka-BDE*) fra 2005, og streng regulering av de to andre bromerte flammehemmerne (TBBPA og HBCD). Forbud mot to av de farligste stoffene synes det nå å være grunnlag for tilsvarende forbud i EU, mens det for ett (deka-BDE) er mer uklart.

PFOS (Perfluoroktanylsulfonat) ble utviklet av det amerikanske selskapet 3M i 1950 årene. Det vakte oppsikt da 3M som den viktigste produsenten av dette stoffet i 2000 på frivillig basis valgte å fase ut produktet etter at tester viste at stoffet er ekstremt persistent og bioakkumulerbart[83]. Stoffene brukes i en rekke produkter, blant annet i impregneringsmidler for tekstiler og lær, i polish og i brannslukningsmidler. Siden har myndigheter i en rekke land, OECD og EU startet undersøkelser om slike og beslektede forbindelser, bl.a. PFOA som brukes i produksjonene av fluorinerte polymere som f.eks. teflon. Helseeffektene rundt disse stoffene er ikke klarlagt.

Det er funnet høye verdier både av bromerte flammehemmere og PFOS forbindelser i Arktis, og forskere advarer mot at disse stoffene i løpet av en 10 års periode vil kunne ha samme negative effekter som det man har erfart med PCB og andre persistente organiske forbindelser.

Hva betyr så dette for Petroleumsfondet? For det første at negativ filtrering av selskaper som produserer de spesifikke POPene som er listet i Stockholmskonvensjon og Århusprotokollen ikke kan være en aktuell strategi. Mange stoffer er allerede satt mer eller mindre ut av produksjon, og det er i hovedsak langtidsvirkningene av disse stoffene vi nå opplever. Det er derfor få selskaper som det i prinsippet er relevant å utelukke. For det andre viser erfaringen at ettersom kunnskap og analysemetoder utvikles, vil negative helse- og miljøvirkninger av stadig flere stoffer bli oppdaget. Erfaringer med internasjonalt samarbeid viser at det likevel vil kunne ta lang tid før slike stoffer blir inkludert i konvensjoner og protokoller, slik at en negativ filtrering basert på dette grunnlaget, hele tiden vil ligge på etterskudd i utviklingen.

[83] http://www.environmentdaily.com/articles/index.cfm?action=article&ref=7643

Miljømessig sett og i et fremtidsperspektiv vil det, etter utvalgets oppfatning, være mye viktigere å fokusere på tiltak som kan forebygge og begrense skadevirkningene av miljøfarlige stoffer.

I forhold til den internasjonale oppmerksomheten omkring miljøgifter og POPer i særdeleshet, vil det, som eier, både være relevant og legitimt å stille selskapene innen kjemisk industri spørsmål om de har etablert strategier for å gjøre seg uavhengig av de stoffer som blir internasjonalt forbudt, be dem redegjøre for hvilke systemer de har for å vurdere helse- og miljøegenskaper ved kjemikaliene de utvikler (også på lang sikt), og hva de gjør for å utvikle alternativer med mindre skadelige egenskaper. Tilsvarende vil det også være relevant å adressere store brukere av slike stoffer, som f.eks. elektronikkindustrien med spørsmål om hvilke strategier de har for å gjøre seg uavhengig av stoffer som blir forbudt og hva de gjør for å etterspørre og ta i bruk mer miljøvennlige alternativer. Betydelig internasjonal fokus, stor sannsynlighet for at det vil komme flere reguleringer på dette området og sterkere forbrukerkrav gir økonomiske insentiver til utvikling og bruk av mer miljøvennlige alternativer. Det kan også forventes framtidige søksmål mot selskaper hvis de har solgt produkter som har medført betydelig skade samtidig som egenskapene ved kjemikaliene var kjent eller burde ha vært kjent.

Eierskapsutøvelse og påvirkning vil, etter utvalgets oppfatning være en mer effektiv strategi for å adressere utfordringene knyttet til disse stoffene og for å oppnå endring i disse selskapene enn negativ filtrering.

9.5.3 Utvalgets konklusjon

Utvalget finner det ikke hensiktsmessig å bruke Montrealprotokollen, Stockholmskonvensjonen eller Århusprotokollen som grunnlag for en negativ filtrering av selskaper som produserer ozonødeleggende stoffer eller persistente organiske forbindelser. Produksjonen av de stoffene som konvensjonene omfatter, er allerede begrenset eller forbudt i mange land. Det er derfor stor sannsynlighet for at det vil være relativt få selskaper som i praksis vil omfattes av filtreringen. Miljømessig sett vil det være viktigere å fokusere på andre persistente organiske forbindelser med samme egenskaper, men som ennå ikke er regulert, og tiltak som kan forebygge og begrense skadevirkningene av slike stoffer. Mot denne bakgrunn mener utvalget at påvirkning gjennom eierskapsutøvelse vil være en mer effektiv strategi for å oppnå dette enn utelukkelse.

9.6 Utvalgets vurdering av andre aktuelle tema

I debatten om etiske retningslinjer for Petroleumsfondet har det vært reist mange problemstillinger om hva fondet ikke bør engasjere seg i (se vedlegg 4). Utvalget har tatt utgangspunkt i noen av disse temaene og basert på den samme prosedyren som for våpen og miljøfarlige stoffer, vurdert:
- om disse produktene eller produksjonsprosessene er så uetiske at man ikke ønsker å medvirke til slik produksjon, og
- hvilket grunnlag man kan ta utgangspunkt i for å avgjøre om et produkt som er så uetisk at man ikke vil medvirke til at det blir produsert?

9.6.1 Tobakk

Tobakk er et lovlig nytelsesmiddel som i følge WHO for tiden forårsaker 4,9 millioner dødsfall i verden pr år.[84] I Norge er det 1,1 millioner nordmenn, eller 30 pst. av norske kvinner og menn mellom 16 og 74 år som røyker daglig (tall fra 2001). Årlig dør rundt 7 500 mennesker i Norge av sykdommer som skyldes røyking. En tredel av alle kreftdødsfall er røykerelatert. Det dør over dobbelt så mange nordmenn av tobakk som av narkotika, alkohol, mord, selvmord, branner, AIDS og trafikkulykker til sammen.[85]

Utgangspunktet for å vurdere negativ filtrering av tobakksprodukter er konsekvensene av tobakksbruk i form av helseskader og kostnader for samfunnet, og myndighetenes engasjement for å begrense forbruket av tobakk og forebygging av tobakkskader både nasjonalt og internasjonalt.

Tobakkens negative helseeffekter er mange og veldokumenterte, herunder økt risiko for hjerte- og karsykdommer og mange kreftformer. Samtidig som forbruket av tobakk viser en nedadgående trend i den industrialiserte del av verden, vokser forbruket raskt i utviklingslandene. Prognoser som WHO har fremlagt viser at tobakkens andel av sykdomsbyrden i samfunnet frem mot år 2020 vil forandres dramatisk, og at tobakk vil utgjøre det enkeltstående viktigste helseproblemet og forårsake rundt 8,4 millioner dødsfall pr år globalt. I i-landene er antall dødsfall knyttet til tobakk beregnet å vokse med 50 pst. fra 1,6 til 2,4 millioner, mens økningen i Asia forventes å firedobles fra 1,1 millioner i 1990 til 4,2 millioner i 2020. I Kina regner man med at 30 pst. av alle menn som nå er under 29 år vil dø som følge av tobakksbruk, hvorav halvparten før fylte 50 år.

Kostnadene for samfunnet er betydelige, både i form av tapt arbeidsproduktivitet og de belastningene en økt sykdomsbyrde påfører helsetjenesten. Verdensbanken har beregnet at kostnadene knyttet til behandling av røyke-relaterte sykdommer i høyinntektsland utgjør mellom 6-15 pst. av årlige totale kostnader til helsetjenester.

Norske myndigheter har ført en restriktiv politikk for å redusere tobakksbruk. Vi har et omfattende lovverk mot vern av tobakksskader, som omfatter reklameforbud mot tobakk, forbud mot nye tobakksprodukter, plikt til merking av tjære og nikotininnhold i tobakksprodukter, og forbud mot røyking på restauranter og serveringssteder og andre offentlige steder. I tillegg er tobakksprodukter underlagt høye avgifter, det er ført omfattende statlige opplysningskampanjer mot røyking og vi har et eget organ, underlagt Helsedirektoratet som bl.a. skal arbeide for å redusere forbruket av tobakk i Norge og arbeide med tobakksforebyggende arbeid i Norge og internasjonalt.

Det siste har bl.a. kommet til uttrykk i Norges engasjement i arbeidet med den internasjonale konvensjonen om tobakk (Framework Convention on Tobacco Control, FCTC) som nylig er ferdigforhandlet i WHO, og som vil tre i kraft når 40 land har ratifisert avtalen. Konvensjonen er et ledd i det globale arbeidet med å redusere helseskader og dødsfall knyttet til tobakk. Den tar sikte på å kontrollere tobakksproduksjon og -forbruk. Den forplikter land til å implementere omfattende

[84] http://www5.who.int/tobacco/page.cfm?pid=39
[85] http://www.tobakk.no/hva/index.htm

reguleringer og strategier for å redusere tobakksbruk gjennom avgifter (dersom avgifter innføres, skal helseaspektet inkluderes), merking, forbud mot eller strenge restriksjoner på reklame (innen 5 år) og oppfordrer land til å bruke lovverket for å stille tobakksindustrien til ansvar for kostnader knyttet til tobakksbruk, samt sørge for finansiering av nasjonale anti-tobakksprogrammer herunder røyke-kutt programmer, informasjon og opplysning, forbud mot salg av tobakk til mindreårige og produktreguleringer. Konvensjonen er forpliktende for de tilsluttede landene.

I regi av WHO er det også satt i gang prosjektet "The Tobacco Free Initiative (TFI)[86] med formål å skape større internasjonal oppmerksomhet, flere ressurser og større handling for å redusere tobakksbruk og dermed helseskader og samfunnskostnader.

Det er også fremkommet mye informasjon om mange produsenters uetiske og til dels ulovlige atferd, ikke minst i forbindelse med erstatningssøksmål som har vært ført mot tobakksindustrien, spesielt i USA. Eksempler er tilsetningsstoffer for å øke avhengigheten av tobakk, uetiske markedsføringsmetoder for å unngå restriksjoner på markedsføring av tobakksprodukter, bevisst markedsføring av tobakk rettet mot barn og unge og dårlige arbeidsforhold i tobakksplantasjer.[87]

Det finnes flere argumenter for at tobakk er et uetisk produkt og at Petroleumsfondet ikke bør medvirke til produksjonen av tobakk. En negativ filtrering kan begrunnes med de negative helsevirkningene bruken av produktet har, de kostnader dette påfører samfunnet, og den internasjonale konsensus om å begrense og forebygge tobakksskader slik den kommer til uttrykk i WHOs konvensjon om tobakk.

På den andre siden kan det også argumenteres for at det ikke er uetisk å medvirke til produksjonen av lovlige produkter, og at det derfor ikke er grunnlag for å utelukke selskaper som produserer tobakk fra Petroleumsfondet. Derimot vil det, på samme måte som for andre selskaper, være relevant å vurdere om tobakkselskaper bør trekkes ut av fondet dersom det fremkommer at selskaper har opptrådt uetisk. Dersom det viser seg at tobakkselskaper bryter arbeidstakerrettigheter og menneskerettigheter, er involvert i utilbørlig markedsføring eller andre uetiske handlinger, kan det gi grunnlag for å bruke uttrekksmekanismen (se vedlegg 10). I så fall er det ikke produktet i seg selv, men de uetiske handlingene man ikke vil medvirke til.

Utvalget har vært delt i synet på om tobakk bør utelukkes fra Petroleumsfondet gjennom negativ filtrering. Det finnes argumenter både for og i mot en slik strategi og utvalget har ønsket å klargjøre de argumentene som en negativ filtrering og bruk av uttrekksmekanismen kan baseres på. Utvalget vil også presisere at argumentasjonen ikke i noen av tilfellene er knyttet til den enkeltes rett til å bruke tobakk.

9.6.2 Genmodifisert mat

Spørsmålet om å utelukke selskaper som produserer genmodifisert mat, har vært et av flere forslag som har vært fremmet i debatten om Petroleumsfondets investeringer. Argumentasjonen er i hovedsak knyttet til potensielle negative miljø- og helseeffekter, spesielt på lang sikt, som man mener er for lite utredet, i tillegg til de

[86] http://www5.who.int/tobacco/page.cfm?pid=39
[87] se bl.a. Pan American Health Organization (PAHO) 2002: Profits over people

etiske problemstillingene dette reiser.

Genmodifisert mat inneholder de samme byggesteinene som annen mat. Det som skiller genmodifisert mat fra annen mat, er at den genmodifiserte maten består av, inneholder eller er fremstilt ved hjelp av planter, dyr eller bakterier som har fått endret sine arveegenskaper ved hjelp av moderne genteknologi.

Genmodifisering er tatt i bruk for å endre egenskaper hos en rekke jordbruksplanter. Hensikten har først og fremst vært å gjøre plantene mer motstandsdyktige mot ugrasmidler, insekter, virus, sopp og frost for å redusere avlingstapet. En plante som er genmodifisert for å tåle et bestemt ugrasmiddel kan være en stor fordel for bonden. Åkeren kan dermed sprøytes slik at alt ugras forsvinner mens den genmodifiserte planten blir stående igjen.

I 2002 ble det dyrket genmodifiserte vekster av over 5 millioner bønder, hovedsakelig i USA, Canada, Argentina og Kina. Genmodifisert soya, raps, mais og bomull er mest utbredt. Produksjonen foregår på et areal som tilsvarer Spanias flateinnhold.[88] I Europa har det vært stor motstand mot genmodifiserte matsorter, mens dette nå er vanlig på markedene i USA og i Asia. En meningsmåling som EU gjennomførte i desember 2001 viste at 94,6 pst. av europeerne ønsket retten til å velge, 85,9 pst. ønsket å vite mer før se spiste GM mat og 70,9 pst. ønsket ikke GM mat i det hele tatt.[89]

EU har siden 1999 hatt et midlertidig forbud mot godkjenning av genmodifiserte organismer, men har vært under sterkt press fra USA om å oppheve moratoriet som de mener er handelshindrende. Mot denne bakgrunn klaget USA i mai i år EU inn for WTO.[90] Siden januar i år har EU mottatt 18 søknader om utsettelse av nye GMOer på markedet. Søknadene omhandler import eller søknader for kommersielt produksjon av raps, sukkerbete, bomull og poteter. Søknadene kommer fra et fåtall selskaper, hovedsaklig Monsanto og Bayer.

Ingen genmodifiserte næringsmidler er godkjent i Norge. Norske myndigheter fører på dette feltet en restriktiv politikk der etikk og trygghet for miljø og helse står sentralt. Genteknologiloven er i hovedtrekk i samsvar med EUs regelverk, men inneholder et par viktige tillegg. I Norge har vi satt som forutsetning at fremstilling og bruk av genmodifiserte organismer skal foregå på en etisk forsvarlig måte, være nyttig for samfunnet og i tråd med prinsippet om bærekraftig utvikling. Norge har også vært opptatt av å få innført strenge merkeregler for GMOer internasjonalt, og myndighetene går i mot GUR teknologi (genetic use restriction technologies), bl.a. den såkalte terminatorteknologien.

En forutsetning for at genmodifiserte matvarer skal kunne komme i butikkhyllene, er at de verken kan skade helse eller miljø. Dette prinsippet følges både i EU-landene og i Norge. Både norske lover og internasjonale regler og avtaler setter grenser for bruk av genmodifiserte dyr, planter og bakterier i matproduksjon.

---

[88] Bioteknologinemnda 2002: Genialt nr.2/2002 s 15.
[89] http://www.foeeurope.org/GMOs/Chronicle.htm
[90] http://www.environmentdaily.com/articles/index.cfm?action=article&ref=14421

Internasjonalt har de etiske problemstillingene særlig vært knyttet til at genmodifisert mat:

- Har potensielle negative helseeffekter
- Gir potensielle skader på natur og miljø.
- Ikke gir noen fordeler for forbrukeren

Og mer generelt:

- Det uetiske i å flytte gener mellom arter
- Industriens metoder for å sikre verdiskapning

Innvendingene mot genmodifisert mat har spesielt vært knyttet til risikoen for negative miljø- og helseeffekter. Det er en risiko for at bruken av genmodifiserte planter kan skade artsmangfoldet i naturen, gjennom uønsket spredning av selve planten og ved at den kan overføre sine egenskaper til beslektede viltvoksende planter gjennom uønsket krysning. Forskerne er enig om at det er vanskelig å unngå spredning av GM sorter, og at det før eller senere vil føre til forurensning av konvensjonelt jordbruk og økologisk jordbruk. Ved hjelp av genteknologi har man f.eks. fremstilt planter som produserer en gift som skadelige insekter ikke tåler. Dermed kan man unngå å sprøyte plantene med svært giftige og helsefarlige plantevernmidler. Plantegiften kan imidlertid også virke skadelig på andre insekter og dyr som har viktige oppgaver i økosystemet. For noen arter, som bomull, later det til at genmodifiserte planter har ført til en landbruksprаksis med mindre sprøyting. For andre vekster er bildet mer uklart.[91]

Helserisikoen er knyttet til rester av plantevernmidler i maten, og til usikkerheten om maten faktisk er sunn. Problemstillingene som diskuteres er om GM mat kan forårsaker nye allergier, at de sortene som er giftige for insekter og sopp også vil være det for mennesker, og at antibiotika resistens kan overføres til sykdomsfremkallende organismer og redusere effekten av viktige medisiner. Fordi feltet er så nytt, er det ingen erfaring med de langsiktige virkningene av genmodifisert mat på helse og miljø.

Forbruker- og miljøorganisasjoner i Europa har også vært opptatt av at de genmodifiserte plantene har vært endret for å gi bøndene, og ikke forbrukerne, fordeler. Mesteparten av GMOene som er godkjente eller som det søkes om godkjennelse for enten herbicidresistent eller resistent mot insekter. Manglende nytteverdi for forbrukeren, for eksempler i form av lavere priser, eller bedre smak, sammenholdt med risiki for ukjente effekter knyttet til inntak av genmodifisert mat har gitt en betydelig og generell skepsis til genmodifisert mat i Europa. Dette står i sterk kontrast til holdningene i USA, der motstanden synes å ha vær begrenset til noen få interesseorganisasjoner. Nytteverdien for forbrukerne kan imidlertid være i ferd med å endre seg. I den senere tid er andre typer genmodifiserte planter kommet til hvor man endrer egenskaper som har betydning for kvalitet og ernæring. Et eksempel er en soya med forbedret fettsyresammensetning og en ristype med innhold av provitamin A. Ernæringsmessig kan genmodifisert mat i fremtiden gi en betydelig større nytteverdi for forbrukere, ikke minst for å redusere mangel på vitaminer og næringsstoffer i store deler av verdens befolkning. Genmodifisert mat skaper muligheter for å forbedre matsituasjonen i mange land, og Kina er blant de land som

[91] http://www.bion.no/tema/genmat.shtml

satser stort på dette. Det er imidlertid omstridt i hvilken grad bruk av genmodifisert mat er hensiktsmessig for å bekjempe sult og feilernæring.

Motstanden mot genmodifisert mat og genmodifisering generelt har også vært knyttet til om det i det hele tatt er riktig å krenke naturens egenverdi ved å overføre arveegenskaper fra en art til en helt annen, og dermed kunne forårsake ugjenkallelige endringer i økosystemet. Mange anser dette som uetisk i seg selv, i tilegg til at det er vanskelig å forutsi hvordan dette vil fungere når gener kombineres på nye måter.

Industriens metoder for å sikre verdiskapning har også skapt debatt, spesielt om det er riktig å ta "patent på liv", og de konsekvensene slike metoder kan ha for fordelingen mellom fattige og rike land og industrialiseringen av landbruket. Patenter er et viktig virkemiddel for å sikre industriens inntjening. Når det er selve den modifiserte planten eller dyret som er produktet, kan det i mange tilfeller være vanskelig å trekke et skille mellom det som kan patenteres fordi det er en oppfinnelse, og det som er naturskapt og derfor ikke er patenterbart. Patenter på genmodifiserte organismer kan også by på problemer i de tilfeller der genressursene er hentet fra planter og dyr i andre land. Dette er et sentralt problem i forholdet mellom utviklingsland, der mange av de interessante genressursene finnes, og rikere land som har råd til å utvikle medisinske og andre produkter basert på disse genressursene.[92]

Utviklingen av genmodifiserte produkter påvirker også handelsmønstrene i verden. Dette gjelder både matprodukter og andre GMOer. Koplingen mellom korn, planter og sprøytemidler (f.eks. ved at enkelte sorter gjøres resistente mot sprøytemidler) kan innebære at bønder blir avhengig av en leverandør, og skape uønskede monopolsituasjoner i markedet. Et eksempel på dette er den såkalte terminator-teknologien som kan slå ut spireevnen hos såkorn, dvs. at den skaper sterile frø, eller ved at spireevnen aktiveres ved hjelp av et kjemikalium (f.eks. tilsatt som sprøytemiddel). Mange mener at denne utvikling vil bidra til et mer industrialisert og mindre bærekraftig jordbruk.

Selv om det i stor grad er de negative effektene av GM mat som har vært fremme i debatten, er det også mange argumenter som tilsier at de fordelene som den nye teknologien gir, er betydelige, spesielt i en verden med en stadig økende befolkning og økende behov for mat. Problemene knyttet til monopolisering og uønskede samfunnsvirkninger er en utfordring som både myndigheter og næringsliv må finne en løsning på. De langsiktige effektene på helse og miljø er vanskelig å forutsi, hvilket tilsier en forsiktighet og en føre var holdning til utsetting av genmodifiserte organismer.

Produksjon av genmodifisert mat reiser viktige etiske problemstillinger om verdier knyttet til natur og miljø, men også verdier knyttet til bekjempelse av sult, ernæring og fattigdom. Utvalget er av den oppfatning at det er oppfatninger om at genmodifisert mat har både positive og negative sider. Utvalget anser imidlertid ikke at det ut i fra et etisk ståsted er grunnlag for en negativ filtrering av selskaper som produserer genmodifisert mat.

Hovedtyngden av argumentasjon mot GMOer er knyttet til usikkerhet og potensielle

[92] http://www.bion.no/tema/gmo.shtml#g5

negative effekter på helse- og miljø. Utvalget anser likevel ikke at vitenskapelig usikkerhet om fremtidige effekter er et tilstrekkelig argument for å utelukke selskaper innenfor dette området spesielt. Dette er en problemstilling som er relevant for en rekke produkter der det er usikkerhet om skadelige virkninger for menneskers liv og helse og alvorlig miljøskade. Utvalget mener det ikke er grunnlag for at føre var prinsippet er mer tungtveiende for genmodifisert mat enn for andre områder.

9.6.3 Biologisk mangfold og tropisk regnskog

Samfunnets økende forbruk av ressurser fører til en rask reduksjon i jordas biologiske mangfold, som i tillegg til mangfoldets egenverdi også eroderer de naturlige systemenes evne til å produsere ressurser og tjenester som samfunnet er avhengig av – som drikkevann, mat, fiber til klær og papir og tømmer og vern mot flom og erosjon. Skogen er den naturtypen som har det desidert største biologiske mangfoldet, og det største antallet truede arter. Omtrent 2/3 av alle landlevende artene finnes i skog.

I de tropiske regnskogene finner vi verdens mest artsrike plante- og dyresamfunn. Mest kjent er regnskogen i Amasonas, som også er den største med 30 pst. av all regnskog i verden. Utover dette er det regnskog både i Sørøst-Asia, Sør- og Mellom-Amerika og Sentral-Afrika.

Det er et betydelig press mot skogressursene. Det forsvinner omkring 150 000 kvadratkilometer regnskog hvert år, tilsvarende halve Norges areal. Hogst, omdisponering av store arealer til plantasjer og kvegoppdrett, mineralutvinning og bygging av dammer for å produsere elektrisitet, er viktige årsaker til at regnskog forsvinner. Av jordas opprinnelige regnskog er i dag kun 50 pst. tilbake.

Ødeleggelsen av regnskog den viktigste årsaken til globalt tap av biodiversitet. Mot den bakgrunn har det fra miljøsiden vært anført at selskaper som bryter med konvensjonen om biologisk mangfold og spesielt selskaper som driver ødeleggende hogst av tropisk regnskog bør utelukkes fra Petroleumsfondet.. Konvensjonen om biologisk mangfold fastslår at hvert land disponerer over egne naturressurser, og brudd betinger at nasjonale myndigheter i respektive land har nedfelt konvensjonene i et nasjonalt lovverk. Det kan derfor forekomme at det vi ser på som ødeleggende er en legal utnyttelse av naturressurser som landet anser som viktig for sin økonomiske utvikling. Dette unndrar likevel ikke selskaper til å ta hensyn til det biologiske mangfoldet og en bærekraftig utnyttelse av skogressursene i sin virksomhet. I den sammenheng er det tre problemstillinger som har vært i fokus internasjonalt:

- Illegal tømmerhogst
- Sertifisering av bærekraftig skogbruk
- Inngrep og omdisponering av arealer med høy biologisk verdi

Illegal hogst er avvirkning, transport og kjøp og salg av tømmer som skjer i strid med nasjonal lovgivning. Dette inkluderer også korrupte metoder for å få tilgang til skogområder, uttak av tømmer fra vernede områder, hogst av vernede arter, eller at hogsten overstiger tillatt hogstkvantum. Ulovligheter skjer også gjennom illegal videreforedling, eksport, feilaktige tolldeklarasjoner, og unnlatelse av betaling av skatter og avgifter. Ulovlig hogst medfører alvorlige skader på skog, er en trussel mot

det biologiske mangfoldet og har langsiktige negative konsekvenser for lokalbefolkningen som lever av skog og på økonomien i produsentlandene.

Det har vært anslått at illegal handel med tømmer omfatter 10 pst. av all handel med tømmer i verden og er verdt mer enn 150 milliarder $ per år. Det er beregnet at minst halvparten av tømmeravvirkningen i sårbare områder som Amazonasbassenget, Sentral Afrika, Sørøst Asia og Russland er ulovlig.[93] Omfanget som illegal hogst og handel med tømmer har, utgjør et betydelig inntektstap for mange land. Indonesiske myndigheter, f.eks., har vurdert kostnadene knyttet til illegal hogst til 3 milliarder $ per år. Verdensbanken beregnet at ulovlig hogst i Kambodsja i 1997 var på over 4 millioner m3, tilsvarende en verdi på 0,5-1 milliard $, og det tidobbelte av legal hogst.[94] Liknende beregninger er også gjort for andre land med konklusjoner som peker i samme retning som eksemplene ovenfor. Det er også dokumentert, blant andre av organisasjonen Global Witness[95], at betydelige inntekter fra illegal handel med tømmer er brukt for å finansiere og dermed forsterke regionale og nasjonale konflikter som i Kambodsja, Liberia og Congo.

Mangelfull politisk styring, korrupsjon og politiske allianser mellom den private sektor og den herskende elite, kombinert med minimal håndhevelse av loven på lokalt og regionalt nivå er alle viktige årsaker til at dette skjer.[96] Illegal hogst er ikke bare et problem i landene i Sør, men problemene er mer graverende ettersom ressursbasen er begrenset, internasjonale selskaper gjennom sine investeringer relativt sett kan utøve mer makt og fordi det sivile samfunnet er svakere.

Globalt har både nasjonale myndigheter og organisasjoner, herunder Verdensbanken, engasjert seg i arbeidet med å hindre illegal avvirkning og handel med tømmer. EU offentliggjorde i mai i år "The European Commission Action Plan for Forest Law Enforcement, Governance and Trade". Den baserer seg på et frivillig lisensieringssystem mellom EU og partnerland, der tilsluttede land skal innføre restriksjoner på eksport av skogprodukter til EU som ikke har en gyldig eksporttillatelse som dokumenterer hvor trevirket kommer fra og at det er avvirket på lovlig vis. Dette vil også inkludere et system for sporing av tømmer fra avvirkning til eksport. Kritikerne på sin side hevder at selv om dette er et skritt i riktig retning, har det liten betydning så lenge EU ikke forbyr import av skogprodukter basert på illegalt avvirket tømmer.[97] Også G8 landene har satt illegal hogst på den internasjonale agenda gjennom sitt Action Programme in Forests.[98] De viktigste tiltakene som beskrives her, er økonomiske-, politiske og lov reformer og forbedret håndhevelse, sporing av tømmer gjennom hele verdikjeden, ulike former for samarbeid mellom myndigheter, samt kompetanseoppbygging og teknologioverføring.

Norske myndigheter inngikk i fjor en samarbeidsavtale med indonesiske myndigheter om bistand til blant annet utvikling og håndhevelse av policy reformer, lover og

93 http://www.illegal-logging.info/Scale.htm, som er en nettside drevet av The Royal Institute for International Affairs i London.

94 http://www.illegal-logging.info/Scale.htm

95 http://www.globalwitness.org

96 World Bank 1999: World Bank, Forest Sector Review. New York p. xii

97 http://www.fern.org/pubs/media/illegal.pdf

98 http://www.illegal-logging.info/Documents/G8-final-backgrounders-en.pdf

reguleringer for en bærekraftig skogforvaltning, og til kompetanseoppbygging av juridiske, lovgivende og administrative institusjoner for å bekjempe illegal hogst.

Illegal hogst og illegal handel med tømmer vil kunne klassifiseres som miljøkriminalitet. I forhold til selskaper som Petroleumsfondet er investert i, vil det, etter utvalgts oppfatning, innebære at uttrekksmekanismen vil kunne vurderes dersom slike forhold avdekkes.

Den ulovlige handelen kan forrykke det globale markedet for viktige skogprodukter og hindre utviklingen mot et mer bærekraftig skogbruk. Som eier vil det være klare økonomiske motiver for å forhindre at selskaper som fondet er eier i blir involvert i slik virksomhet. Dette kan man, eventuelt sammen med andre investorer, ta opp som en problemstilling i eierskapsutøvelsen, der man kan stille krav om at skogselskaper og betydelig brukere av skogråvarer har implementert systemer for sporing av trevirke og for å sikre at avvirkning skjer på lovlig vis, og at selskapene, i land og regioner der det er behov for det, engasjerer seg i utvikling av sporings- og sertifiseringssystemer som kan bidra til et mer bærekraftig skogbruk.

Mot denne bakgrunn er "Bærekraftige" skogprodukter ikke bare viktige ut fra miljøhensyn, men har også økonomiske aspekter. Det handler både om å sikre en stabil og langsiktig tilgang på råvarer, men også om å ivareta selskapets omdømme. I Europa har spesielt papirindustrien, men også byggevareindustrien i løpet av de siste årene måttet forholde seg til et økende press fra miljø- og forbrukerorganisasjoner om å dokumentere at de bruker råvarer som stammer fra et bærekraftig skogbruk. Dette har igjen bidratt til fremveksten av en rekke skogsertifiseringssystemer, som for eksempel Forest Stewardship Council (FSC) og Pan European Forest Certification Scheme (PEFC). Disse er basert på at en uavhengig tredjepart verifiserer at skogforvaltning skjer etter bærekraftige metoder. Skogsertifiseringssystemer finnes globalt og regionalt, og kan anvendes der tømmer inngår som en viktig råvare i ferdige produkter, slik som f.eks. papir eller hagemøbler. Kunnskap om hvor skogråvaren kommer fra og på hvilken måte den blir forvaltet er blitt en viktig problemstilling for skogindustrien, fordi beskyldninger om rovdrift på skogressurser er blitt en betydelig omdømmerisiko. Det å bygge opp systemer som for å håndtere slik risiko, f.eks. ved å delta i en sertifiseringsordning, vil være en viktig del av et miljøledelsessystem for skogindustrien, brukere av tømmer og deres underleverandører. Det er derfor en problemstilling som har relevans i en eierskapsutøvelse.

Omdisponering av arealer med høy biologisk verdi til andre formål, for eksempel ved veibygging, bygging av rørledninger og utbygging knyttet til bl.a. mineralutvinning, samt omlegging til plantasjedrift er viktige årsaker til tap av biologisk mangfold. Omlegging til plantasjedrift er den viktigste trusselen mot avskoging i store deler av Amasonas, Sentral Afrika, og store deler av Asia, blant annet Indonesia og Malaysia. 60 pst. av verdens skogplantasjer som er anlagt de siste 15 årene er lokalisert til Asia[99]. WWF oppgir at 80 pst. av skogbrannene i Indonesia ble startet for å anlegge palmeoljeplantasjer.[100] Av de plantasjene som er anlagt i Sør-Amerika står Chile,

99 http://www.forest-trends.org/keytrends/trends_forestestates.htm

100 http://www.panda.org/about_wwf/what_we_do/forests/problems/conversion.cfm

Argentina og Brasil for 80 pst.[101]

Plantasjer er produksjon av monokulturer som brukes til produksjon av fiber, olje og andre råvarer til industrielle formål. Internasjonalt har det i de senere årene vært fokusert på blant annet produksjon av eukalyptus og radiata-furu (pinus radiata) som brukes i treforedlingsindustrien, og til produksjon av palmeolje. Palmeolje brukes i fremstillingen av en lang rekke næringsmidler, i såpe, kosmetikk og vaskemidler. Fra miljøsiden har man vært særlig opptatt av at regnskog og annen skog med høy biologisk verdi har vært hogget eller brent for å bli erstattet med plantasjer, i tillegg til at plantasjedriften i seg selv kan ha negative miljøkonsekvenser. Et annet aspekt er at plantasjedriften ofte fortrenger lokalbefolkningen, noe som i flere tilfeller har ført til alvorlige konflikter mellom utbyggere og lokale innbyggere som lever i og av skogen.

Samtidig har plantasjedrift også betydning for et lands og et selskaps økonomi. Med en økende global etterspørsel etter papir, oljer og andre råvarer, vil plantasjer være nødvendige for å dekke et voksende behov. Konfliktene oppstår når plantasjedriften fører til omfattende ødeleggelser av rike biologiske økosystemer, og når lokale befolkningsgrupper blir tilside satt eller får sitt livsgrunnlag ødelagt. Det er mulig å dempe disse konfliktene gjennom bedre miljøstandarder for selve plantasjedriften, gjennom bedre planlegging for å unngå at nye plantasjer anlegges i biologisk verdifulle områder, ved å unngå skogbranner og ved å ta hensyn til lokalbefolkningens behov og rettigheter. Mange multinasjonale selskaper er involvert i plantasjedrift. Mange av disse har i samarbeid med investorer engasjert seg i å utvikle mer bærekraftige anleggs- og driftsmetoder. Det økonomiske motivet har vært knyttet til langsiktig tilgang på ressurser og omdømmerisiko knyttet til ødeleggelse av regnskog og lokale konflikter på grunn av et økende fokus på disse spørsmålene fra internasjonale miljøorganisasjoner.

Problemstillinger knyttet til bærekraftig skogbruk har stor oppmerksomhet både hos myndigheter, organisasjoner og selskaper. Verdensbanken har nylig fremlagt en ny strategi for å bidra til utvikling av et bærekraftig skogbruk i land der banken er engasjert. Skogspørsmål er et tema som engasjerer mange ulike NGOer over hele verden, fordi det ikke bare involverer rene natur og miljøaspekter, men det er også knyttet til menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter og til kriminalitet og korrupsjon. Det betyr også at selskaper som er knyttet til skogbruk eller er brukere av skogprodukter er i fokus fra mange ulike hold, og der risikoen for tap av tillit og omdømme opplagt er til stede. Enkelte institusjonelle investorer har derfor begynt å adressere skogsertifisering, illegal hogst og sporing av tømmer og plantasjedrift i eierskapsutøvelsen.

Utvalget finner det ikke hensiktsmessig å bruke negativ filtrering som virkemiddel for å adressere spørsmål knyttet til biologisk mangfold og ødeleggelse av skog. Derimot er det relevant for Petroleumsfondet som eier evt. i samarbeid med andre institusjonelle investorer å be aktuelle selskaper om å redegjøre for hvilke strategier de har for å hindre at skogspørsmål blir en økonomisk risiko for selskapet. For illegal hogst og andre aktiviteter som medfører alvorlig miljøskade vil det kunne være

101 http://www.forest-trends.org/keytrends/pdf/polex/november_2000.pdf

relevant å vurdere bruk av uttrekksmekanismen, dersom det er sannsynlig at en slik uetisk opptreden vil fortsette.

9.6.4 Kjernekraft

Argumentasjonen for å utelukke kjernekraft er fremfor alt knyttet til sikkerhet og risiko for ulykker, men også til helse- og miljøeffekter av radioaktiv stråling i drift av anleggene, sikkerhet og kostnader knyttet til håndtering og transport av radioaktivt avfall og dekommisjonering av anleggene, samt faren for at plutonium benyttes til kjernevåpen.

Internasjonalt finnes det i dag 441 kjernekraftanlegg i drift i 32 land og som produserer 17 pst. av verdens elektrisitetsforbruk. 32 reaktorer er under konstruksjon og 60 nye er planlagt innen 2010[102]. Mens kapasiteten forventes å bli redusert i Nord Amerika, Asia og Europa, regner man med vekst i regioner med en raskt voksende økonomi og som har liten til gang til billige alternativer, slik som f.eks. Kina, Sør Korea og Øst-Europa (med unntak av Russland).[103]

Internasjonalt er kjernekraft et av de områdene som miljøbevegelsen og andre frivillige organisasjoner gjennom årene har engasjert seg sterkest i å få avskaffet. Andre derimot argumenterer for at kjernekraft, som ikke medfører utslipp av klimagasser, er et viktig tiltak mot den globale oppvarmingen. Det internasjonale atomenergi byrået (IAEA) har beregnet et dersom alle kjernekraftverk i drift i 1990 ble erstattet med tilsvarende mengder kullkraft, vil utslippene av CO_2 øke med 1,6 mill. tonn. Det reiser imidlertid et annet prinsipielt spørsmål, i hvilken grad man skal løse et miljøproblem ved å substituere det med et annet.

Kjernekraft er et vanlig filter i mange SRI fond, som vanligvis begrunner utelukkelse med finansiell risiko. Hensynet til sikkerhet, omfattende myndighetskrav, risiko for og erstatningssøksmål knyttet til helseeffekter og ikke minst enorme kostnader knyttet til dekommisjonering og håndtering av avfallet, forventes på lang sikt å stille industrien overfor betydelige utfordringer som vil gå utover lønnsomheten.

Hvorvidt kjernekraft skal utelukkes fra Petroleumsfondet må knyttes til spørsmålet: Er kjernekraft så uetisk at man absolutt ikke vil medvirke til slik produksjon? En utelukkelse må begrunnes med risikoen for uhell og de alvorlige konsekvensene et uhell vil medføre for menneskers liv og helse, natur og miljø. Samtidig må denne risikoen veies opp mot de gevinster som tilgang til elektrisitet gir ikke minst for å dekke energibehovet i utviklingsland. Det er derfor både positive og negative sider som må veies inn i vurderingen. Norge har ikke noe offisielt syn på kjernekraft, men har internasjonalt, ikke minst i forholdet til Russland (og Øst-Europa) vært opptatt av at sikkerheten til anleggene skal ivaretas, og også bidratt økonomisk til dette. Norsk miljøbevegelse er en prinsipiell motstander av kjernekraft, men hvorvidt dette gjenspeiler holdningen i det norske folk er ikke dokumentert. Etter utvalgets oppfatning er det på bakgrunn av dette vanskelig å finne et etisk grunnlag eller en overlappende konsensus nasjonalt eller internasjonalt om å utelukke selskaper som produserer kjernekraft fra fondet.

[102] http://www.iaea.org/worldatom/Press/P_release/2003/prn0309.shtml
[103] http://www.iaea.org/worldatom/Documents/Anrep/Anrep2001/year_in_review.pdf

9.6.5 Kullkraft og petroleum

Begrunnelsen for å utelukke produksjon av kullkraft og petroleum er først og fremst knyttet til utslipp av klimagasser og deres betydelige bidrag til den globale oppvarmingen. I tillegg har det vært ført en argumentasjon for at nettopp fordi vår fremtidige velferd er basert på petroleum, bør ikke fondet medvirke til ytterligere miljøbelastninger ved å investere i petroleumsindustrien.

Energiproduksjon basert på fossile brensler er uomtvistelig miljøbelastende. Like uomtvistelig er norske myndigheters arbeid for å redusere utslipp av klimagasser gjennom internasjonalt forpliktende avtaler. Spørsmålet er likevel om dette gir et tilstrekkelig grunnlag for å hevde at slik produksjon er så uetisk at man absolutt ikke vil medvirke til den, spesielt i lys at den norske stat har store eierandeler i to norske oljeselskaper og er eier av betydelige olje- og gassressurser og infrastruktur på norsk sokkel. Det vil også være vanskelig å føre en konsistent argumentasjon for at man ikke vil medvirke til kullkraft, men at man aksepterer petroleumsproduksjon.

Det forhindrer likevel ikke at man i eierskapsutøvelsen finner det økonomisk lønnsomt å påvirke selskapene på forhold som er relatert til utslipp av drivhusgasser. I februar 2003 ble resultatene fra det såkalte "The Carbon Disclosure Project" offentliggjort.[104] Det er en internasjonal undersøkelse gjennomført på vegne av 35 institusjonelle investorer, blant verdens 500 største selskaper (FT500 Global Index companies) om hvordan de forholder seg til trusselen om klimaendringer og hvilken framtidig økonomisk risiko de antar dette vil innebære for selskapet. Undersøkelsen konkluderer med at klimaendringer kan innebære en betydelig risiko for mange selskaper og at investorer bør ta opp slike spørsmål med selskapene.

Utvalget mener at det ikke er grunnlag for negativ filtrering av selskaper som produserer kullkraft eller petroleum fra fondet Utvalget vurderer at eierskapsutøvelse og påvirkning vil være en mer effektiv strategi for å adressere klimaspørsmål og skape endringer enn utelukkelse.

9.7. Konsekvenser for porteføljeforvaltningen av å velge ut selskaper fra porteføljen

9.7.1. Økonomiske konsekvenser

Teori

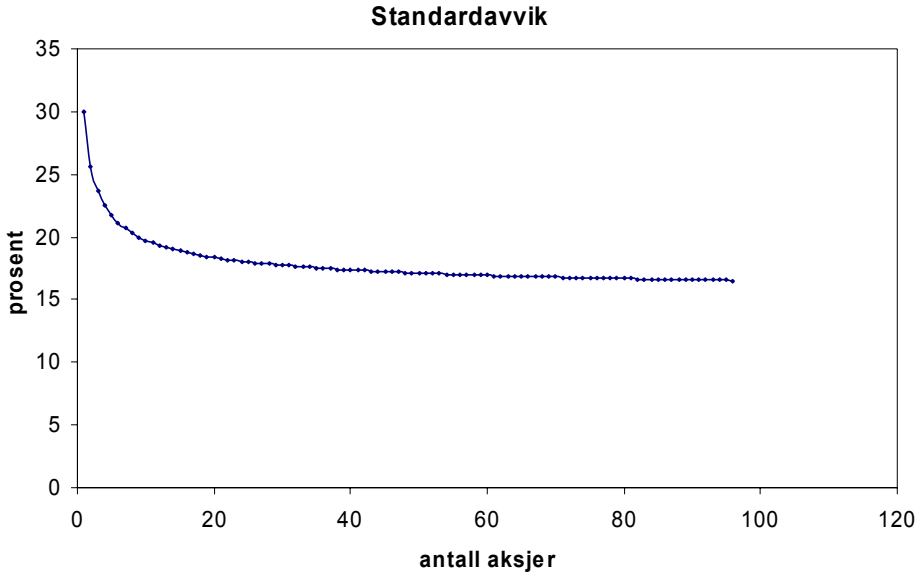
Fra et finansielt synspunkt så er det to forhold som er særlig viktige når økonomiske konsekvenser av negativ filtrering skal vurderes; forventet avkastning på porteføljen og risikoen knyttet til denne avkastningen. Negativ utvelgelse av aksjer kan påvirke både avkastning og risiko i porteføljen.

Forventet avkastning til en aksjeportefølje avhenger av forventet avkastning på hver enkelt aksje og av hvor mye som investeres i den enkelte aksjen. Porteføljens forventede avkastning er lik avkastningen til hver enkelt aksje vektet med andelen den har i porteføljen. Dette er relativt enkelt å forstå. Det er imidlertid ikke like enkelt å analysere risiko. Risikoen måles ofte som standardavviket til porteføljens avkastning.

[104] http://www.cdproject.net/

Standardavviket er et mål på hvor stor spredning en kan vente rundt forventet avkastning. Et lavt standardavvik impliserer at det er stor sannsynlighet for at faktisk avkastning vil ligge nært forventet avkastning. Et høyt standardavvik (stor risiko) innebærer at det er stor sannsynlighet for at faktisk avkastning kan avvike mye fra forventet avkastning.

Risikoen til en portefølje avhenger av risikoen til den enkelte aksjen isolert sett, men også av hvordan avkastning på de ulike aksjene samvarierer. For noen aksjer så er det slik at når avkastningen er høy på en aksje, så er den i gjennomsnitt også høy på en annen aksje. Og når avkastningen er lav på en aksje, så er den også lav på en annen aksje. Andre ganger er det motsatt. Høy avkastning på en aksje følges av lav avkastning på en annen aksje. Generelt så er det ikke perfekt samvariasjon mellom avkastning på to aksjer. Det betyr at standardavviket til en portefølje alltid vil være mindre enn summen av standardavvikene til de aksjene som inngår i porteføljen. Dette kalles diversifikasjonsgevinst. Desto flere aksjer som inngår i porteføljen, desto mindre vil risikoen være, fordi samlede diversifikasjonsgevinster øker. Diversifikasjonsgevinsten blir mindre og mindre desto flere aksjer som allerede inngår i porteføljen. Det betyr at når porteføljen allerede inneholder et stort antall aksjer, så reduseres ikke risikoen i særlig grad om en legger til nye aksjer. Størrelsen på den nedre grensen for risiko definerer det en betegner systematisk risiko. Dette er risiko som er knyttet til generelle markedsbevegelser. Den risikoen en kvitter seg med gjennom diversifikasjon kalles usystematisk eller aksjespesifikk risiko, jfr. figur 9.1



Figur 9.1 Porteføljerisiko som funksjon av antall aksjer i porteføljen

Investorer er i gjennomsnitt risikoaverse, og vil derfor kreve en kompensasjon for å ta risiko. Generelt vil det være slik at økt risiko følges av økt forventet avkastning, men det er ikke all risikoøkning som følges av økt forventet avkastning. Den forventede avkastningen avhenger kun av størrelsen på den risikoen som en investor ikke kostnadsfritt kan kvitte seg med ved å sette sammen en diversifisert aksjeportefølje. Den usystematiske eller papirspesifikke risikoen forsvinner i porteføljer som består av

mange aksjer, og markedet priser følgelig ikke denne risikoen. Man kan med andre ord heller ikke vente at avkastningen på en portefølje øker som følge av økt risiko dersom risikoøkningen skyldes reduserte diversifikasjonsgevinster.

Den systematiske risikoen er som nevnt ovenfor knyttet til de generelle markedsbevegelsene. Disse avhenger igjen av ulike faktorer som påvirker aksjekurser generelt. Slike faktorer kan for eksempel være fundamentale forhold i økonomien som BNP-vekst, inflasjon og rentenivå. Men det kan også være strukturelle forhold som selskapsstørrelse og forholdet mellom aksjekurser og underliggende verdier i selskapene. Ulike selskaper vil bli påvirket på ulik måte av uventede endringer i disse to faktorene. Det finnes flere risikofaktorer som er systematiske i den forstand at økonomien som helhet ikke blir kvitt dem. Fordi ulike aksjer har ulik eksponering mot de forskjellige systematiske risikofaktorene, så vil ulike aksjer også ha ulik forventet avkastning.

Når man velger bort selskaper fra et i utgangspunktet ufiltrert univers på etisk grunnlag, påvirkes forventet avkastning og risiko av to forhold:

- Man reduserer diversifikasjonsmulighetene i porteføljen. Det er entydig negativt, fordi man ikke kan forvente å bli kompensert for den på marginen høyere risikoen gjennom økt avkastning, jfr. argumentasjonen overfor. Samtidig må man forvente at denne effekten er svært marginal i en portefølje som i utgangspunktet er veldiversifisert. Petroleumsfondets aksjeportefølje er meget bredt diversifisert, slik at negativ filtrering i et rimelig omfang ikke vil ha nevneverdige konsekvenser for diversifikasjonsgraden. Men det må understrekes at selv små avkastningstap som følge av reduserte diversifikasjonsgevinster er kostbart i absolutt forstand i en stor portefølje For Petroleumsfondets del vil for eksempel et avkastningstap på 0,01 pst. hvert år (et arbitrært valgt tall) innebære en kostnad på 23 millioner kroner, basert på aksjeporteføljens størrelse pr.31.12.2002.

- Man endrer porteføljens eksponering mot de faktorer som påvirker den systematiske risikoen. Slike faktorer er beskrevet mer i detalj nedenfor. Når den systematiske risikoen endres, må man forvente at porteføljens avkastning påvirkes. Hvordan avkastningen vil påvirkes vil det imidlertid være svært komplisert å estimere når filtreringen gjennomføres.

Det vil også kunne oppstå effekter som følge av endrede muligheter til å drive aktiv forvaltning, og som følge av eventuelle økte transaksjonskostnader. Det vil bli berørt til slutt i dette kapittelet.

I en rapport bestilt av Utvalget, har økonomiprofessorene Thore Johnsen og Ole Gjølberg foretatt en gjennomgang av litteraturen om avkastningskonsekvenser ved etisk filtrering, og supplert dette med egen analyse av temaet. Forfatterne av rapporten oppsummerer arbeidet på følgende måte: "Det å legge spesielle restriksjoner på porteføljesammensetning, herunder SRI-restriksjoner, vil i oppgangsperioder ofte ikke ha så veldig store (negative eller positive) konsekvenser mht. performance. Man bør imidlertid innstille seg på at denne konklusjonen lett kan endres i en nedgangskonjunktur. Dersom en fondsforvalter pålegges SRI-restriksjoner av fondets eiere, bør alle parter være inneforstått med at det kan være en signifikant nedsiderisiko forbundet med et slikt pålegg. Størrelsen vil avhenge av hvor sterke

restriksjonene på utvalgsrommet vil være. I tillegg er det grunn til å tro at nedsiderisiko vil være avhengig av hvilken seleksjonsstrategi som anlegges.".

Risikoberegninger
Det er foretatt beregninger i Norges Banks risikostyringssystem av hvordan ulike etiske filtre vil berøre total risiko og andel av samlet investeringsunivers

Beregningene i risikostyringssystemet benytter historiske prisbevegelser som grunnlag for å anslå absolutt risiko. En omfattende database med historiske priser på hver eneste aksje i universet ligger til grunn. I de refererte beregningene er de nyeste observasjonene gitt størst vekt. Disse beregningene sier altså noe om hvordan historisk risiko ville vært påvirket av ulike filtreringsmetoder. Beregningene gir ingen informasjon om hvordan framtidig forventet avkastning påvirkes av filtreringen.

I tabell 8.1 er porteføljekonsekvensen av ulike mulige etisk begrunnede negative filtre i Petroleumsfondet beregnet, med utgangspunkt i en filtrering av **bransjetilhørighet** og **produkttilhørighet**. (siste rad). Tabellen viser hvilken total risiko (historisk standardavvik) som en portefølje med ulike etiske filtre ville hatt pr. 31.1.03. Følgende **bransjefiltre** er benyttet, med virkningen av kun ett og ett filter om gangen illustrert i tabellen:

Alle tobakksaksjer er tatt ut av investeringsuniverset
Alle aksjer utstedt av alkoholprodusenter eller vinhandlere er tatt ut av investeringsuniverset
Alle aksjer utstedt av forsvarsindustri er tatt ut av investeringsuniverset
Alle aksjer utstedt av rene gamblingforetak er tatt ut av investeringsuniverset
Summen av de fire etiske filtrene dersom de ble innført samtidig

Felles for bransjefiltrene er at FTSEs selskapsklassifisering er lagt til grunn. FTSE sine aksjeindekser benyttes som referanseindeks for Petroleumsfondet. FTSE vil allokere alle selskapene til en bestemt økonomisk gruppe, sektor og undersektor alt etter hva som anses som bedriftens hovedområde. Klassifiseringen er unik, d.v.s at et selskap kun kan bli klassifisert i én bestemt sektor og undersektor. Et selskap som produserer for eksempel strategiske komponenter til våpensystemer i militær anvendelse, vil ikke bli klassifisert som "forsvarsindustri" hvis andre produktlinjer er viktigere for selskapets samlede omsetning.

I siste rad i tabellen er samlet effekt av *produktbasert* filtrering vist. Listen er delvis overlappende med listen i tabell 1, men er formelt uavhengig av FTSEs sektorklassifisering. Forskjellen mellom en bransjebasert og produktbasert filtrering er at samme selskap kan produsere flere produkter, og dermed bli utelukket basert på mer enn ett filter. Produktbasert filtrering stiller også lavere krav til hvor stor andel av omsetningen som skal komme fra det aktuelle området, noe som fører til at flere selskaper vil bli filtrert ut. Følgende produktkategorier er filtrert ut:

- selskaper med mer enn 5 pst. av sin omsetning fra produksjon av eller handel i tobakksprodukter
- selskaper med mer en 5 pst. av sin omsetning fra produksjon av eller handel i alkoholholdige produkter

- selskaper med mer enn 1 pst. av sin omsetning fra produksjon eller handel i militære produkter
- selskaper som produserer hele våpen eller strategiske deler til konvensjonelle våpen
- selskaper som produserer kjernevåpen eller leverer strategiske deler til slik produksjon
- selskaper som driver kjernekraftverk
- selskaper med mer enn 5 pst. av sin omsetning fra gambling

Filtreringen av selskaper i henhold til disse kriteriene er utført av Ethical Investment Research Service (EIRIS).

Tabell 8.1: Effekt på total risiko av negativ filtrering[105]

Sektor	Absolutt risiko på restporteføljen (pst.)	Antall selskaper som utelukkes av et samlet univers på 1781 selskaper	Andel av samlet univers som utelukkes (markedsverdi)
Hele investeringsmulighets området før filtrering	21,6 pst.		
Ikke tobakksbransje	21,8 pst.	17	0,97 pst.
Ikke alkoholbransje	21,7 pst.	31	1,00 pst.
Ikke forsvarsbransje	21,6 pst.	8	0,39 pst.
Ikke gambling	21,6 pst.	7	0,03 pst.
Total effekt filter 1-4	21,9 pst.	63	2,38 pst.
Eksklusiv alle utfiltrerte produkter iht liste fra EIRIS	21,5 pst.	363	31,0 pst.

Risikoberegningene som er referert overfor indikerer at i en portefølje som uansett er så godt diversifisert som Petroleumsfondet, kan man redusere antall aksjer i porteføljen ganske mye før bortfallet av diversifikasjonsgevinster medfører en statistisk signifikant risikoøkning. Man ser også at den mest omfattende filtreringen (produktfiltrering) faktisk har ført til marginalt lavere risiko i beregningsperioden. Siden man umulig kan få lavere risiko ved å redusere diversifikasjonsmulighetene, må dette nødvendigvis skyldes sammensetningen av faktorer i risikomodellen som påvirker systematisk risiko.

Filtrering av investeringsuniverset basert på *uakseptabel atferd* er vanskeligere å beregne, fordi begrepet uakseptabel atferd i seg selv er upresist. I Norge er listene som KLP og det svenske AP 7 godt kjent. Dersom man legger til grunn disse fondenes vurdering av hvilke selskaper som har vist uakseptabel atferd, kan det foretas beregninger av konsekvenser for risiko og investeringsunivers. AP7 sin liste over

[105] Kilde: Norges Bank

selskaper det var investeringsforbud i ved utgangen av 2002 var noe mer omfattende enn KLPs liste som ble offentliggjort 9.1.2003. AP7 sin liste (41 selskaper) filtrerer bort selskaper med en verdi tilsvarende om lag 9 pst. av verdensindeksen, mens KLPs liste (26 selskaper) utgjør vel 7 pst.. Over 4 pst.-poeng av reduksjonen i markedsverdi utgjøres av 6 store multinasjonale selskaper (Exxon Mobil, WalMart, Coca Cola, TotalFinaElf, Nestle og ChevronTexaco). I likhet med beregningene ovenfor, er endringen i absolutt risiko marginal. Porteføljens volatilitet (standardavvik) øker med 0,2 – 0,3 pst..

Ved empirisk forskning vil man sette krav til statistisk signifikans før man aksepterer at det er ulikheter mellom to datasett som er annet enn tilfeldig. Felles for de endringene i absolutt risiko som framkommer i tabell 8.1 og i beregningene på KLP og AP7's filtreringslister er at forskjellene ikke er statistisk signifikante. Man kan med andre ord ikke si om de risikoforskjeller som er vist i disse datasettene er generelt gyldige, eller om de kun har gyldighet innenfor det tidsintervallet som ligger til grunn. Man må også være klar over at andre målemetoder kan gi noe annerledes resultater.

Filtrering som skissert i disse eksemplene gir altså ingen signifikant påvirkning på størrelsen på totalrisikoen i porteføljen. Uavhengig av hvordan risikonivået faktisk har vært historisk, kan imidlertid filtreringen påvirke selve sammensetningen av de faktorer som bestemmer systematisk risiko. Sannsynligheten for dette øker når andelen av investeringsuniverset som omfattes av filtreringen stiger. Dette vil påvirke framtidig avkastning, men man kan ikke si noe eksakt om i hvilken retning avkastningen påvirkes.

Avkastningskonsekvenser ut over endring av systematisk risiko og bortfall av diversifikasjonsgevinster

Negativ filtrering vil kunne gi negative effekter for mulighetene til aktiv forvaltning, særlig hvis regimet og listen over ikke-tillatte selskaper blir ustabil. Hensikten med aktiv forvaltning er å gi porteføljen en noe høyere avkastning enn referanseindeksen gjennom godt begrunnede investeringsvalg. I gjennomsnitt vil aktiv forvaltning ikke lønne seg fordi markedet i gjennomsnitt ikke kan slå markedet, og fordi aktiv forvaltning medfører høyere forvaltnings- og transaksjonskostnader. Enkeltgrupper av investorer kan imidlertid over tid slå markedet og sannsynliggjøre at dette skyldes dyktighet.

Aktive forvaltere vil alltid ønske seg et størst mulig investeringsunivers innenfor sitt definerte kompetanseområde, fordi dette gir mulighet både til å ta flest aktive posisjoner og spre risikoen. Innskrenking av universet medfører derfor på marginen mindre mulighet for å generere meravkastning fra aktiv forvaltning. Dersom man legger til grunn at aktiv forvaltning lønner seg, vil det derfor være en viss kostnad knyttet til å innskrenke mulighetsområdet for forvaltningen. Siden den aktive forvaltningen uansett betyr mye mindre for samlet avkastning enn selve strategivalget (sammensetning av aktivaklasser og sektor/regions/markeds/valutasammensetning), vil imidlertid den samlede porteføljeeffekten av dette være begrenset, selv med relativt omfattende etiske filtre. Det forutsetter imidlertid at filtrene er relativt stabile over tid. Et system med ustabile filtre vil også redusere forutsigbarheten i den aktive forvaltningen. Det kan svekke Norges Banks mulighet til å skaffe seg tilgang til de

aller beste internasjonale forvalterne.

Innføring av etiske filtre kan også ha en negativ konsekvens i form av økte forvaltnings- og transaksjonskostnader. Utformingen av kriteriene vil være avgjørende for hvorvidt disse kostnadene blir marginale eller merkbare. For eksempel vil et kriterium som sier at kun tobakksselskaper skal utelukkes, ikke gi synlige effekter på transaksjonskostnadene. Antallet tobakksselskaper er relativt stabilt, slik at porteføljen og referanseindeksen forblir uberørt over tid etter at tilpasningen til kriteriet først er gjennomført. Motsatt vil et system med svært mange forskjellige kriterier som diskvalifiserer mange selskaper, og hvor listen over diskvalifiserte selskaper endres ofte, kunne medføre merkbare transaksjonskostnader. I den delen av porteføljen som forvaltes med lav relativ risiko mot indeks, vil kostnaden komme fra to kilder: For det første økes omsetningen, noe som genererer ekstra handlekostnader. Dernest blir selve porteføljen mindre lik porteføljer som andre store institusjonelle forvaltere har i de samme markedene. Det reduserer muligheten for å benytte de mest kostnadseffektive handlestrategiene som porteføljekryssing og programhandler når man skal kjøpe eller selge for store beløp i markedet.

Transaksjonskostnader ved kjøp og salg av aksjer består av kommisjon til megler, eventuelle transaksjonsskatter, forskjell mellom kjøps/salgskurs og pris i referanseindeks, samt negativ markedspåvirkning. Negativ markedspåvirkning er ikke like lett synlig som de øvrige kostnadselementene, men kan gjerne være den viktigste komponenten. Markedspåvirkningen ved kjøp og salg er en faktor av transaksjonens størrelse i forhold til den enkelte aksjes likviditet. Hvis en aksje tas ut av referanseindeksen i en så stor portefølje som Petroleumsfondet med øyeblikkelig virkning, gir det forvalteren et insentiv til å gjøre det samme i den faktiske porteføljen. Selv om eierandelen i det enkelte selskap er liten, kan selve transaksjonsbehovet være dominerende i forhold til aksjens normale omsetning. Transaksjonskostnadene påvirkes derfor ikke bare av hvor stor del av universet som tas bort og hvor ofte en eventuell ”svarteliste” justeres, men også av regler for hvor raskt dette må gjennomføres, og av hvorvidt beslutningen er gjort kjent for markedet før den gjennomføres.

Økt omsetningshyppighet øker transaksjonskostnadene, noe som med sikkerhet vil redusere porteføljens forventede avkastning. Det er imidlertid ikke omfanget av negative filtre som bestemmer hvor betydningsfull denne effekten blir, men hvor stabilt selve regimet for filtrering blir, og derfor hvor stabil selve listen over selskapene som tas ut av investeringsuniverset er. Dersom en slik liste endres hyppig med effekt for mer enn en marginal del av porteføljen, vil negativ filtrering kunne bli kostbart, fordi Petroleumsfondet i seg selv er så stort. Hvis for eksempel omsetningsgraden økes med 2 pst. på hele aksjeporteføljen hvert år, svarer det til en årlig ekstra kostnad i form av økte transaksjonskostnader på omlag NOK 11,5 mill. Det er da tatt utgangspunkt i aksjeporteføljens størrelse pr. 31.12.2002, og en gjennomsnittlig transaksjonskostnad på 0,25 pst..

I tillegg til disse kostnadene vil en ha kostnader knyttet til informasjonsinnhenting, verifisering av informasjon og beregning av referanseindekser. Disse kostnadene vil trolig være begrenset til en 2-3 millioner i året.

9.7.2 Administrative konsekvenser

De administrative utfordringene ved innføring av negative etiske filtre i porteføljen er først og fremst knyttet til forholdet mellom leverandørene av indeksdata til referanseindeksen for Petroleumsfondet og til forholdet mellom Norges Bank og de eksterne forvalterne.

Dersom enkeltselskaper utelukkes fra investeringsuniverset, må selskapene også tas ut av referanseindeksen som Norges Bank måles mot for å skape et rettferdig sammenligningsgrunnlag for den aktive forvaltningen. Dette gjelder referanseindeksene både for aksjer og obligasjoner. Utelukkelse av hele undersektorer i referanseindeksen i henhold til de sektorklassifiseringer som FTSE har gjennomført i sine aksjeindekser, vil være administrativt enkelt å implementere for aksjeporteføljens vedkommende. Det vil i slike tilfeller ikke være nødvendig å justere indeksdata helt ned på selskapsnivå. Dersom filtrering skjer på andre premisser, for eksempel ved å definere andre sektorer enn hva FTSE benytter seg av, eller ved å definere innholdet i sektorbegrepet annerledes, må justering av indeksdata skje på selskapsnivå. Det bør være mulig å automatisere rutiner for slike justeringer, men særlig vil hyppige forandringer av antall selskaper som filtreres ut, øke ressursbruken til vedlikehold og kontroll av referanseindeks.

De indeksene som benyttes som byggesteiner for obligasjonsporteføljens referanseindeks, har mindre finmasket definering av sektorer enn hva som gjelder for aksjeindeksene. Justeringer av referanseindeks må uansett skje på selskapsnivå her. De kommentarer som er knyttet til justeringer av aksjeindekser på selskapsnivå, vil gjelde også for tilsvarende justeringer i obligasjonsindeksene.

Pr. 31.12.2002 har Petroleumsfondet forvaltningsavtaler med 24 ulike forvaltningsorganisasjoner som forvalter i alt 40 ulike mandater. Alle perioderesultater som forvalteren selv beregner, avstemmes mot beregninger gjort av Norges Bank, og mot beregninger gjort av bankens globale depotagent. Tallene som depotinstitusjonen beregner, er bestemmende for den avkastningsavhengige delen av forvaltningshonorarene. Alle forandringer i fondets samlede referanseindeks må gjenspeiles i de referanseindeksene som interne og eksterne forvaltere måles mot, både i Norges Banks egne systemer og hos den eller de globale depotene som benyttes. Hyppige forandringer på selskapsnivå vil skape økt kompleksitet i målegrunnlaget for de eksterne forvalterne og øke ressursbruken på avstemming av forvalternes resultatanalyser mot Norges Banks egne analyser av hvert forvaltningsmandat både internt i banken og hos bankens globale depotagent(er). Dersom omfanget av filtrering øker, kan det også få konsekvenser for forvaltningshonoraret som eksterne forvaltere vil kreve.

10 Uttrekk

10.1 Innledning

Som beskrevet i kapittel 9 om negativ filtrering, er det etter utvalgets oppfatning hensiktsmessig å skille mellom filtrering av "uetiske" *produkter eller produksjonsprosesser* og utelukkelse av selskaper på grunn av uetisk *atferd eller opptreden*. Det er etter utvalgets mening vanskelig å filtrere investeringsuniverset for å fange opp alle krenkelser av menneskerettighets- eller arbeidsrettighetsstandarder. Opplysninger om for eksempel brudd på arbeidsrettighetsstandarder er ikke noe selskaper selv går ut med, og slik informasjon vil således i stor grad måtte basere seg på påstander som kan være vanskelig å etterprøve. Videre vil ofte ansvarsforholdene for brudd på etiske normer være uklare. Et annet kompliserende element er at selskapers atferd endrer seg, og at selskapsstrukturer stadig endrer seg ved at bedrifter selges eller slås sammen. Det ville, slik utvalget ser det, trolig bli nokså tilfeldig hvilke selskaper som ville bli fanget opp i et filter basert på kriterier om selskapers atferd, og man ville heller ikke nødvendigvis fange opp de riktige selskapene.

Utvalget foreslår derfor at selskaper som er involvert i grove brudd på grunnleggende etiske normer, kan bli utelukket fra Petroleumsfondet etter en konkret vurdering. Dette kan gjøres gjennom å videreutvikle dagens uttrekksmekanisme.

10.2 Hvorfor uttrekk?

Formålet med en uttrekksmekanisme er det samme som for negativ filtrering, nemlig å utelukke selskaper som er medansvarlig for så uetiske forhold at det er uakseptabelt for Petroleumsfondet å medvirke til slik virksomhet. Eksempler på slike uetiske forhold er grunnleggende menneskerettsbrudd, grov korrupsjon og alvorlig miljøskade.

Utvalget foreslår ikke en ordning som innebærer at Petroleumsfondet skal trekke seg ut av et selskap som en straffereaksjon på selskapets uetiske handlinger. Skal fondet trekke seg ut, må det etter vårt syn være fordi man retter blikket fremover og anser uttrekk som nødvendig for å unngå å medvirke til nye uetiske handlinger.

Det stigmatiserende ved at investorer trekker seg ut av selskaper av etiske årsaker, kan føre til at selskaper endrer sin praksis. Det er ikke realistisk å tro at fondet gjennom en utelukkelse vil kunne bidra til at selskapets tilgang på kapital tørker ut eller at etterspørselen etter selskapets aksjer synker på en slik måte at selskapet av den grunn ser seg nødt til å forandre sin atferd. Ønsket om å unngå negativt omdømme vil på den annen side kunne føre til endringer i selskapers atferd fordi selskapet frykter at dette kan forringe verdien på selskapet. Etter utvalgets mening er eierskapsutøvelse likevel et bedre virkemiddel dersom formålet er å påvirke selskaper i ønsket retning.

10.3 Grunnlaget for uttrekk

Uttrekning av et selskap er en forsvarsmekanisme for å unngå å komme i en slik stilling at fondet medvirker til en etisk uakseptabel praksis. De kravene som settes til saksbehandling og faktisk grunnlag for en beslutning om uttrekning, må ses i forhold til dette. Formålet med uttrekning tilsier at vurderingen retter seg mot selskapets strategi og praksis fremover i tid. Dette innebærer at det ikke kan stilles krav om sikkerhet før en beslutning om uttrekk treffes, men at det er snakk om forventninger basert på sannsynlighetsbetraktninger og prognoser. Beslutningen må treffes ut fra en vurdering av hvor stor grad av *etisk risiko* fondet skal bære. Dette innebærer at det må fastsettes et akseptabelt nivå for den etiske risiko forbundet med Petroleumsfondets investeringer, og at det ut fra dette nivået må foretas en konkret etisk risikovurdering når det foreligger indikasjoner på at risikonivået kan være overskredet.

Fastsettelse av et etisk risikonivå må skje i forhold til de grunnleggende etiske krav til menneskerettigheter, miljø og sosiale forhold som er beskrevet i vedlegg 7. Vurderingen må likevel ta utgangspunkt i at slik internasjonale markeder fungerer i dag, innebærer enhver investering en forbindelse til forhold som kan diskuteres fra et etisk synspunkt. Sett i sammenheng med at utvalget mener at en investor har en etisk plikt til å utøve et aktivt eierskap, mener utvalget at det må aksepteres en viss risiko for at fondet gjennom sine investeringer medvirker til uetisk opptreden. Det kan med andre ord ikke forlanges at Petroleumsfondet ikke skal ha eierandeler i selskaper som har eller medvirker til en etisk uakseptabel atferd. På den annen side må en slik aksept av risiko ikke virke som en unnskyldning til ikke å gjøre noe som helst i forhold til investeringer i selskaper med klart uetisk atferd. Utfordringen ligger i å balansere mellom disse to ytterpunkter. Samtidig må den ordning som etableres, ikke virke slik at departementet løpende må svare for det universet av selskaper som fondet kan investere i.

Det bør derfor fastsettes visse referansepunkter for når det foreligger en uakseptabel etisk risiko. Disse referansepunktene kan utvikles på grunnlag av de internasjonale instrumentene som også ligger til grunn for fondets eierskapsutøvelse. Det er bare de groveste former for brudd på disse normene som bør danne grunnlag for uttrekk. Det vil si at ikke alle normbrudd som et selskap blir beskyldt for å ha begått eller medvirket til, er relevante for vurderingen av om Petroleumsfondet skal trekke seg ut. Det er bare der det foreligger grove eller systematiske brudd på grunnleggende menneskerettigheter eller arbeidsrettsstandarder, alvorlig miljøskade, grov korrupsjon eller andre grove brudd på etiske normer, at det kan komme på tale å vurdere uttrekk. Med dette tenker vi på:

- Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid og annen utbytting av barn
- Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- Alvorlig miljøskade
- Grov korrupsjon
- Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

Det er flere faktorer som må trekkes inn i en etisk risikovurdering. For det første må man vurdere karakteren av det forhold man risikerer å medvirke til. Hvis det er snakk

om forhold som er meget alvorlige ut fra en etisk betraktning, tilsier det en høyere grad av aktsomhet fra Fondets side enn der hvor det er tale om forhold som ikke er fullt så alvorlige. En høy grad av aktsomhet vil innebære et krav til å foreta aktive undersøkelser der hvor det kan foreligge indikasjoner på at et selskap i porteføljen har en uetisk praksis. Men det vil også innebære et krav til handling i form av å trekke selskapet ut av porteføljen som et forsiktighetstiltak.

For det andre må man vurdere de opplysninger som foreligger om selskapets atferd til nå. Det vil som regel være indikasjoner på om selskapets uetiske opptreden kan antas å fortsette i fremtiden. I så fall vil det å holde på en investering i selskapet kunne innebære en medvirkning til en fremtidig uetisk opptreden.

Ut fra vanlige krav til forvaltningens utredning og saksbehandling må fondet ha et forsvarlig faktisk grunnlag for en antagelse om at et selskap har vært ansvarlig for en uetisk atferd. Hvor det er tvil om det faktiske grunnlaget, om selskapets evne og vilje til å rydde opp eller om mulighetene for å nå frem med eierskapsutøvelse, må det likevel være forsvarlig å utelukke selskapet. Det er klart at det ikke eksisterer noe rettslig krav hos noen på å være del av Petroleumsfondets investeringsunivers. Når staten som eier av Petroleumsfondet beslutter at et selskap skal utelukkes fra fondets investeringsunivers, treffes det derfor ikke noe vedtak i forvaltningslovens forstand. Opplysninger om selskapets atferd innhentes dessuten ikke med det formål å treffe noen avgjørelse om hvordan selskapet har opptrådt. Formålet er å treffe en avgjørelse om hvorvidt selskapet i fremtiden vil representere en uakseptabel etisk risiko for Petroleumsfondet. Denne avgjørelsen vil være avhengig av det etiske risikonivå staten er villig til å akseptere på vegne av Petroleumsfondet. En avgjørelse om å trekke et selskap ut fra porteføljen av etiske grunner innebærer derfor ikke nødvendigvis noen beskyldning om at et selskap har utvist en uetisk praksis eller at det er uetisk å investere i det, bare at det ut fra de retningslinjer som er trukket opp for Petroleumsfondet, innebærer en uakseptabel etisk risiko å ha selskapet i porteføljen.

10.4 Medvirkning og avgrensning av selskapers ansvar

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

Brudd på menneskerettigheter, miljøbestemmelser og andre grunnleggende etiske krav vil ofte være et resultat av et selskaps mangel på fokus på slike spørsmål. Etiske overtramp kan være et resultat av manglende rutiner for å håndtere f.eks. korrupsjon, menneskerettigheter eller miljø, snarere enn en bevisst strategi fra et selskap om å benytte metoder som de fleste vil anse som uetiske. Gjennom dialog med selskapene kan en søke å påvirke dem til å lage systemer som gjør at slik atferd i størst mulig grad forhindres. Eierskapsutøvelse vil i slike tilfeller kunne være langt mer effektivt for å påvirke et selskaps atferd enn å trekke seg ut av selskaper.

Dette kan tilsi at det bør settes ganske snevre grenser for hvilke selskaper som vurderes for utelukkelse. Hvis et selskap som har begått et overtramp, har iverksatt tiltak for å hindre at liknende hendelser skjer i fremtiden, medvirker man ikke til uetiske handlinger ved å ha eierandeler i selskapet. Hvis disse tiltakene er satt inn etter at Petroleumsfondet har tatt opp forholdene som ledd i sin eierskapsutøvelse, kan det tvert imot sies at Petroleumsfondet har oppfylt en etisk forpliktelse til å gjøre noe aktivt med uetiske forhold i sitt investeringsunivers. Uttrekk bør begrenses til de alvorligste tilfeller der selskapet Petroleumsfondet er investert i, er direkte ansvarlig for uakseptable normbrudd, og der en ikke forventer at denne praksis vil opphøre.

I noen tilfeller vil det kunne oppstå spørsmål om det er uetisk å investere i selskap som ikke selv er direkte involvert i en uetisk praksis, men hvor det er risiko for uetiske forhold hos underleverandører eller hos selskap som vårt investeringsobjekt kontrollerer eller har eierandeler i eller andre forbindelser til. Etisk ansvar kan også tenkes i forhold til personer som handler i selskapets interesse, for eksempel statlige sikkerhetsstyrker. Det er neppe fornuftig å fastsette klare grenser for hva slags forbindelser av denne karakter som skal føre til utrekk, og hvilke som ikke skal føre til uttrekk. Vurderingene må skje i forhold til det enkelte tilfelle. Retningsgivende for vurderingen bør på den ene siden være om det foreligger forhold som gjøre det rimelig å snakke om medvirkning i etisk forstand, og på den annen side bruk av alternative virkemidler.

Hvor det er snakk om så tette forbindelser mellom Petroleumsfondets investeringsobjekt og det selskap der det er risiko for uetiske forhold at man kan identifisere de to med hverandre, kan den selskapsrettslige organiseringen ikke være avgjørende for den etiske vurderingen av medvirkning. Forhold som kan være avgjørende for slik identifikasjon, er eierandelens størrelse, om selskapene opptrer som en enhet utad og om investering i aksjer i det ene selskapet får betydning for det andre selskapet. Også utenfor identifikasjonstilfellene kan det likevel være rimelig å snakke om medvirkning. Bare det å ha eierandeler kan i seg selv ikke være tilstrekkelig. Dreier det seg om eierskap, er det rimelig å kreve at selskapet har faktisk kontroll over den enhet som de uetiske forhold direkte knytter seg til, før det kan bli tale om medvirkning for Petroleumsfondet.

Hvor forbindelsen ikke er eierskap, men kunde-leverandørforhold, kan vurderingen bli en annen. Sett fra et effektivitetssynspunkt, vil det ofte være slik at en viktig kunde har større påvirkningskraft overfor en underleverandør enn mange andre. Overfor selskaper med utstrakt bruk av underleverandører med høy etisk risiko kan det derfor være grunn til nettopp ikke å trekke ut investeringene dersom det er mulig å påvirke deres praksis i forhold til sine underleverandører. Selv om et selskap har uetiske underleverandører, kan det derfor være fornuftig ikke å trekke seg ut med mindre det er et mønster i at selskapet bruker underleverandører med en tvilsom praksis uten å søke å gjøre noe med dette. Forholdet vil nærme seg medvirkning hvis kundeforholdet er langvarig eller gjentatt etter at de uetiske forholdene er avdekket. Hvis det enkelte kundeforholdet er mindre vesentlig eller flyktig, for eksempel der et hotell blir brukt som utgangspunkt for barneprostitusjon, bør det legges vekt på om selskapet selv legger forholdene til rette for den typen overgrep eller medvirker gjennom utilbørlig passivitet.

Særlige problemer reiser seg ved selskaper som har virksomhet i stater hvor det skjer alvorlige brudd på menneskerettigheter. Slike brudd kan skje også i tilknytning til selskapenes virksomhet for eksempel ved bruk av sikkerhetsstyrker for å beskytte selskapets eiendom og anlegg, deportasjon av befolkning og miljøødeleggelser for å legge til rette for selskapets prosjekter eller arrestasjon og forfølgelse av arbeidstakere som søker å fremme faglige rettigheter. Hvis handlingene er foretatt direkte for å beskytte selskapets eiendom eller investeringer, og selskapet ikke har truffet rimelige tiltak for å hindre overgrepene, er det snakk om medvirkning fra selskapets side.

10.5 Uttrekk av obligasjoner

Petroleumsfondet har plassert 60 pst. av kapitalen i obligasjoner. Den viktigste kategorien obligasjonsutstedere er nasjonalstater. Andre viktige utstedere er internasjonale organisasjoner som Verdensbanken, foretak med særlig tilknytning til offentlig sektor ("agencies"), selskaper innen vann - og energiforsyning, finansinstitusjoner og industrielle foretak. Forskriften for forvaltning av Statens petroleumsfond definerer hvilke markeder det er tillatt å investere i. Det er viktig å være klar over at denne landlisten kun begrenser hvilke markeder og valutaer obligasjonene må være denominert i. Så lenge utstedere av obligasjoner har en akseptabel kredittverdighet, er det tillatt å investere i deres obligasjoner uavhengig av hvilket land utstederen er hjemmehørende i.

Eierskapsutøvelse kan ikke benyttes for obligasjoner ettersom obligasjonene ikke gir eierbeføyelser. Negativ filtrering og uttrekk kan imidlertid foretas også i forhold til obligasjonsinvesteringene. Når det gjelder obligasjoner utstedt av finansforetak, industrielle foretak eller øvrige selskaper, bør obligasjonsinvesteringene likebehandles med aksjeinvesteringene. Når hovedargumentet for filtrering eller uttrekk er å unngå medvirkning til produksjon av et bestemt produkt, eller unngå å bli assosiert med uakseptabel atferd fra et selskaps side, er det vanskelig å se noe prinsipielt etisk skille mellom aksjeinvesteringer og obligasjonsinvesteringer. Det taler for likebehandling mellom aksjer og obligasjoner fra de samme selskapene.

Nasjonalstater og internasjonale organisasjoner må behandles separat. Norge har økonomisk og diplomatisk samkvem med de fleste land i verden. Med unntak av de land som er omfattet av internasjonale sanksjonsregimer, opprettholdes denne kontakten selv om man fra norsk side er uenig i den politikken et land fører, for eksempel når det gjelder menneskerettigheter. Ordinære utenrikspolitiske kanaler er langt viktigere for å påvirke andre lands myndigheter til å endre sin politikk i ønsket retning enn et uttrekk fra Petroleumsfondets investeringsmuligheter. I mange tilfeller vil samhandel og kontakt gi bedre påvirkningsmuligheter enn isolasjon.

Det er også vanskelig å begrunne forbud mot investeringer i enkelte lands statsobligasjoner med overlappende konsensus. Selv om det kan være alminnelig enighet om kritikk mot et lands politikk på enkeltområder, er det ikke nødvendigvis alminnelig enighet om å ta avstand fra landet generelt sett, eller om hvilke reaksjonsformer som er egnet i slike tilfeller.

I tilfeller hvor FN vedtar å iverksette sanksjoner mot et enkelt land i form av bindende handelsrestriksjoner e.l., vil sanksjonene etter gjennomføring i norsk rett normalt sette forbud mot investeringer i det aktuelle land. I den grad slike land har utstedt obligasjoner som inngår i Petroleumsfondets investeringsmuligheter, vil konsekvensen være at disse trekkes ut av investeringsmulighetene. I disse tilfellene vil normalt også kriteriet om overlappende konsensus være tilfredsstilt.

G-5 landene og enkelte finansinstitusjoner som for eksempel de amerikanske føderale kredittinstitusjonene Federal National Mortgage Association (”Fannie Mae”) og Federal Home Loan Mortgage Corporation (”Freddie Mac”) har større andeler i referanseindeksen for obligasjonsporteføljen enn noe enkeltselskap har i aksjeporteføljen. Uttrekk som omfattet disse obligasjonsutstederne, ville skape potensielt store operative utfordringer for Petroleumsfondet. Det synes imidlertid svært lite sannsynlig at disse utstederne vil kunne bli omfattet av et uttrekk som beskrevet ovenfor.

10.6 Eksempler på hvordan den foreslåtte uttrekksmekanismen kan benyttes

Når uttrekk skal vurderes på grunnlag av en uetisk atferd i forhold til våpen, menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter, individers rettigheter i krig, tobakk eller miljø, er det fordi man ikke vil medvirke til alvorlige etiske normbrudd på disse områdene. Eventuell informasjon fra eierskapsutøvelsen om selskapets strategi på dette området vil inngå som en del av vurderingen av uttrekk.

Menneskerettigheter og arbeidsrettigheter

Selskapers bidrag til grove eller systematiske brudd på menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter bør etter utvalgets mening kunne omfattes av den foreslåtte uttrekksmekanismen. I kapittel 7 har utvalget gjort rede for de meste sentrale standardene på disse områdene slik de er nedfelt i globale og regionale konvensjoner. Det understrekes at det i utgangspunktet bare er statlige myndigheter som kan begå brudd på menneskerettighets- og arbeidstakerrettighetskonvensjoner. Stater hefter for alle brudd på disse konvensjonene som er begått i offentlig regi på en eller annen måte.

Samtidig er det klart at private bedrifter vil kunne hevdes å *bidra* til menneskerettighetskrenkelser eller arbeidstakerrettighetskrenkelser på ulike måter. Man kan forestille seg at en bedrift trenger nye arealer for å utvide sin virksomhet, og at lokalbefolkningen tvangsflyttes ut av dette området av statlige myndigheter uten å få kompensasjon eller tilbud om nytt bosted. I så fall kan det hevdes at vedkommende selskap benytter seg av en stats menneskerettighetsbrudd til å utvide virksomheten sin. Et annet eksempel på medansvar for menneskerettighetsbrudd kan være at et selskap anvender sikkerhetsstyrker som begår overgrep mot lokalbefolkningen eller bedriftens egne arbeidstakere, uten at staten griper inn. Et tredje eksempel vil kunne være at et selskap benytter systematiske tvungne graviditetstester overfor alle kvinnelige ansatte uten at staten hindrer dette.

Når det gjelder brudd på arbeidstakerrettigheter, vises det ofte til eksempler på at selskaper benytter seg av tvangsarbeid, eller i langt større grad, barnearbeid. Utvalget

legger til grunn at Petroleumsfondet ikke ønsker å bidra til slike krenkelser av rettigheter, og at uttrekksmekanismen derfor vil kunne benyttes i slike tilfeller. Også andre grove eller systematiske krenkelser av de alminnelige arbeidstakerrettigheter vil kunne føre til uttrekk. Det må imidlertid understrekes at ikke alle brudd på alle menneskerettighets- eller ILO-konvensjoner automatisk vil måtte føre til at selskaper som bidrar til dette trekkes ut av investeringsuniverset. Det er også viktig å poengtere at det er der hvor det er klar fare for *fortsatt* uetisk opptreden at uttrekksmekanismen skal komme inn.

Individers rettigheter i krig og konflikt

Det vil i visse tilfeller kunne tenkes at selskaper driver sin virksomhet i områder hvor det er krig eller andre konfliktsituasjoner. Dette er ikke nødvendigvis i seg selv uetisk eller i strid med internasjonale normer. Imidlertid vil det kunne tenkes tilfeller hvor selskaper direkte tjener på at sivilbefolkningen lider eller blir utsatt for overgrep. Enkeltpersoner, men også selskaper, vil til og med kunne holdes strafferettslig ansvarlig for aktiviteter som kan kategoriseres som alvorlige internasjonale forbrytelser, som folkemord, forbrytelser mot menneskeheten etc. Under Nürenberg-prosessen ble personer dømt for medvirkning til bl.a. forbrytelser mot menneskeheten fordi de representerte selskaper som hadde produsert for eksempel gassen som ble brukt i utryddelsesleirene. Utvalget forutsetter at uttrekksmekanismen vil kunne benyttes i tilfeller hvor selskaper opptrer på en måte som kan utgjøre alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner.

Miljø

Alvorlig miljøskade vil kunne kvalifisere for bruk av uttrekksmekanismen. Det er etter utvalgets oppfatning ikke mulig å sette eksakte grenser for hva alvorlig miljøskade innebærer. Det må vurderes i det enkelte tilfelle. Utvalget finner det rimelig at uttrekksmekanismen vurderes ved handlinger som forårsaker betydelig skade på natur og miljø ved forurensning av luft, vann og jord, ved oppbevaring eller bortskaffelse av avfall, eller ved andre inngrep som gir alvorlige irreversible virkninger i natur og miljø for eksempel i forhold til biologisk mangfold, inngrep i vernede områder eller menneskers helse. I vurderingen bør det legges vekt på om skadevirkningene er et resultat av illegale handlinger, en systematisk atferd, om den er planlagt eller om skaden er blitt større fordi selskapet har forsøkt å skjule handlingene.

Alvorlig miljøskade vil også kunne vurderes ut i fra hva som er rimelige forventninger til selskapers miljøansvar. En rimelig forventning er at selskaper har en miljøstrategi og et miljøledelsessystem som kan forhindre alvorlige miljøskader både på kort og lang sikt. En annen rimelig forventning er at selskapene ikke utnytter utilstrekkelige miljøreguleringer og manglende håndhevelse som en mulighet for å senke selskapets miljøprestasjoner på en slik måte at det fører til alvorlig miljøskade. Manglende oppmerksomhet om hvordan alvorlig miljøskade kan forhindres, kan ha store økonomiske konsekvenser for selskapene. Hvilke systemer bedriftene har for å forhindre dette vil også være et relevant tema i eierstyringen.

Illegal hogst vil kunne klassifiseres som miljøkriminalitet og er et eksempel på alvorlig miljøskade der uttrekksmekanismen vil kunne komme til anvendelse (se også

kap.9.8.2). Illegal hogst er avvirkning, transport og kjøp og salg av tømmer som skjer i strid med nasjonal lovgivning. Dette inkluderer også korrupte metoder for å få tilgang til skogområder, uttak av tømmer fra vernede områder, hogst av vernede arter, eller at hogsten overstiger tillatt hogstkvantum. Ulovligheter skjer også gjennom illegal videreforedling, eksport, feilaktige tolldeklarasjoner, og unnlatelse av betaling av skatter og avgifter. Dersom slike forhold avdekkes i selskaper som Petroleumsfondet er investert i, vil det kunne kvalifisere for bruk av uttrekksmekanismen.

Kjernevåpen

Utvalget har i kapittel 9 foreslått at Petroleumsfondet ikke bør være investert i selskaper som utvikler og produserer de sentrale komponentene til kjernevåpen. Negativ filtrering vil trolig bare i begrenset utstrekning kunne forhindre slik medvirkning, jfr. drøftelsen under pkt. 9.4.6. Det er derfor også aktuelt å benytte uttrekk som virkemiddel for å hindre medvirkning til kjernevåpenproduksjon. I fremtiden vil dette trolig være mest aktuelt i forhold til produksjon av små kjernevåpen. Dersom det avdekkes at Petroleumsfondet er investert i slik virksomhet bør investeringen trekkes ut av porteføljen. Med hensyn til strategiske komponenter som kan inngå i fremstilling av kjernevåpen, men som også kan fylle legitime formål (flerbruksvarer), foreslår utvalget ikke at disse skal gjøres til gjenstand for negativ filtrering (se vedlegg 9.4.6). Produksjon og handel med slike produkter er underlagt prosedyrer fastsatt i internasjonale kontrollregimer om ikke-spredning og eksportkontroll. Disse prosedyrene innebærer plikt til notifikasjon av salg av flerbruksvarer og forbyr salg av visse slike varer til andre enn de erklærte atommaktene. Selskaper som produserer og omsetter produkter i strid med disse kontrollregimene gjør seg skyldig i en etisk uakseptabel adferd som Petroleumsfondet ikke bør medvirke til. Slik adferd bør etter omstendighetene kunne lede til uttrekk fra porteføljen.

Tobakk

Utvalget har i kapitel 9 vurdert om Petroleumsfondet bør filtreres for tobakk, jfr. avsnitt 9.7. Utvalget har ikke kommet frem til en samlet konklusjon om hvorvidt negativ filtrering eller uttrekksmekanismen bør benyttes for å utelukke tobakksprodusenter fra fondet. Dersom uttrekksmekanismen benyttes, er det aktuelt å utelukke selskaper som utviser grov uetisk atferd, herunder også utilbørlig markedsføring av tobakk.

Eksempler på tobakksprodusenters uetiske atferd har vært knyttet til tilsetningsstoffer i tobakk for å øke avhengigheten av et helseskadelig produkt, markedsføring der de helseskadelige effektene forties, bl.a. for å unngå restriksjoner på markedsføring av tobakksprodukter, bevisst bruk/kjøp av forskere for å feiltolke vitenskapelige data om sammenheng mellom helseskader og passiv røyking, manglende tiltak for å forbedre svært dårlige arbeidsforhold i tobakksplantasjer og bevisst markedsføring av tobakk rettet mot barn og unge.

Grunnlaget for å bruke uttrekksmekanismen vil selvsagt være det samme for tobakksselskaper som for andre selskaper, f. eks. grove brudd på menneskerettighetene eller arbeidstakerrettigheter. Utvalget ønsker likevel å fremheve

at utilbørlig markedsføring av tobakksprodukter, som f.eks. å unnlate å opplyse om helserisikoen ved tobakk, markedsføring av tobakk direkte mot barn og unge eller tilsetting av stoffer som øker avhengigheten av tobakk, er så uetisk at det alene bør gi grunnlag for å vurdere bruk av uttrekksmekanismen.

Manglende fokus på relevant forbrukerinformasjon og god markedsføringsskikk kan bli kostbart for bedriftene på lengre sikt. Hvordan dette faktisk følges opp av den enkelte tobakksprodusent, kan være et relevant tema for eierskapsutøvelsen. Når det vurderes om man skal trekke seg ut av et selskap på grunnlag av uetisk markedsføring av tobakk, vil man i vurderingen av risikoen for å medvirke til grovt uetiske forhold også legge vekt på (eventuell) informasjon fra eierskapsutøvelsen om bedriftenes strategi på dette området i fremtiden.

10.7 Dagens uttrekksmekanisme for Petroleumsfondet

I dag utelukkes selskaper hvis man gjennom investeringer i disse selskapene bryter Norges folkerettslige forpliktelser. Norges folkerettslige forpliktelser følger blant annet av internasjonale konvensjoner Norge er part i. Det er ikke nødvendigvis sammenfall mellom alminnelige internasjonale forbud og det som er forbudt for Norge. For de fleste menneskerettighetskrenkelsers vedkommende er det bare de som forekommer innenfor norsk jurisdiksjon som fører til ansvar for Norge. Enkelte andre internasjonale konvensjoner har et slikt innhold at brudd som foregår utenfor norsk jurisdiksjon kan føre til at Norge blir ansvarlig for bruddet. De internasjonale konvensjonene om antipersonellminer, samt kjemiske og biologiske våpen inneholder vidtgående medvirkningsbestemmelser, og medfører at statlige investeringer i selskaper som produserer slike våpen kan rammes av konvensjonenes forbud. Enkelte bestemmelser i FNs barnekonvensjon knyttet til seksuell utnyttelse av barn og salg av barn samt i ILOs konvensjon om de verste former for barnearbeid, krever aktivitetsplikt for statene, og kan også føre til at statlige investeringer i slik virksomhet vil kunne hevdes å være i motstrid med konvensjonenes bestemmelser. Dagens uttrekksmekanisme rammer med andre ord bare brudd på konvensjoner som samtidig er brudd på norske folkerettslige forpliktelser. Denne mekanismen har derfor en relativt begrenset rekkevidde.

Innenfor uttrekksmekanismen er det oppnevnt et sakkyndig råd, Petroleumsfondets Folkerettsråd, som etter oppdrag fra Finansdepartementet vurderer om enkeltinvesteringer kan innebære brudd på Norges folkerettslige forpliktelser. Folkerettsrådet vurderer nærmere identifiserte investeringer som påstås å medføre brudd på folkeretten. Som et grunnlag for vurderingen kan Norges Bank be de aktuelle selskapene om informasjon om påstandene som er reist. Rådet har høy folkerettslig og økonomisk kompetanse. Folkerettsrådet foretar både en faktisk vurdering av saksforholdene og en rettslig vurdering.

Etter anbefalinger fra Folkerettsrådet kan Finansdepartementet utelukke selskaper fra fondet, hvis man ved å investere i disse kan stå i fare for å bryte Norges folkerettslige forpliktelser.

10.8 Petroleumsfondets etikk- og folkerettsråd

Avgjørelser om uttrekk av selskaper og negativ filtrering bør være Finansdepartementets ansvar. Også i dagens uttrekksmekanisme er det Finansdepartementet som fatter avgjørelser om uttrekk basert på tilrådinger fra Petroleumsfondets folkerettsråd. Denne ansvarsfordelingen bør også gjelde i en uttrekksmekanisme basert på etiske kriterier.

Utvalget mener at det ved etablering av en uttrekksmekanisme etter etiske kriterier er fornuftig å ta utgangspunkt i den gjeldende uttrekksmekanismen for Petroleumsfondet. Petroleumsfondets folkerettsråd foretar etter oppdrag fra Finansdepartementet vurderinger av om enkeltinvesteringer kan innebære brudd på Norges folkerettslige forpliktelser. Som et grunnlag for vurderingen kan Norges Bank be de aktuelle selskapene om informasjon om påstandene som er reist.

Ordningen med et eksternt folkerettsråd har fungert godt. Det bør derfor opprettes et nytt råd for den utvidede uttrekksmekanismen, *Petroleumsfondets etikk- og folkerettsråd*. Samtidig bør det eksisterende folkerettsrådet legges ned.

Rådet bør, etter utvalgets mening, vurdere både selskaper som skal omfattes av negativ filtrering, og selskaper som omfattes av uttrekksmekanismen. Rådet bør på selvstendig grunnlag kunne avgjøre om det skal ta et selskap opp til nærmere vurdering. Rådets vurderinger kan, også når rådet ikke velger å foreslå uttrekk, stilles til disposisjon for Norges Bank, og dermed dras nytte av i eierskapsutøvelsen. Det vil på samme måte være naturlig at Rådet benytter Norges Banks rapportering fra eierskapsutøvelsen som en informasjonskilde for sin virksomhet.

Rådet bør ha ansvaret for å skaffe tilstrekkelig informasjon til at Finansdepartementet kan gjennomføre den negative filtreringen. Også når det gjelder uttrekk, bør rådet ha et ansvar for å fremskaffe tilgjengelig informasjon. Mulighetene for å legge ut filtre for å identifisere alle selskaper med uetisk virksomhet er som nevnt etter utvalgets mening små. Informasjon om forhold som kan begrunne uttrekk, vil trolig i større grad komme på ad-hoc basis som innspill fra f. eks. frivillige organisasjoner eller media.

Rådet bør ha tilstrekkelig ekspertise innen de områdene man skal vurdere. Dette kan tilsi at rådet bør ha fem medlemmer. Rådet får utvidede oppgaver i forhold til i dag. Erfaringen viser at det ikke er mulig å basere seg fullt ut på å kjøpe tjenestene eksternt. Rådet må få nok tid og ressurser slik at saksbehandlingen kan gjøres grundig. Det er også viktig for ordningens legitimitet at rådet gis en uavhengighet og mulighet til å bygge opp en kompetanse. Utvalget mener på denne bakgrunn at rådet både må ha et eget sekretariat og gis tilstrekkelige midler til utredning.

Grunnlaget for rådets anbefaling om utelukkelse av et selskap er at den etiske risiko knyttet til investeringer i selskapet er uakseptabel. Rådet behøver med andre ord ikke finne det dokumentert eller bevist at selskapet er ansvarlig for en uetisk praksis. Selv om beslutningen om uttrekk ikke berører rettigheter eller plikter for det selskapet avgjørelsen gjelder, bør selskapet rutinemessig få uttale seg om et forslag til anbefaling fra rådet og det grunnlag som denne bygger på. En slik dialog med selskapet vil kunne bedre kvaliteten på den informasjon som en eventuell beslutning

om uttrekk bygger på, og vil også kunne gi nyttig informasjon for den risikovurdering som skal foretas.

Rådets tilrådninger til Finansdepartementet bør være offentlige. Det er både i tråd med dagens praksis og i tråd med prinsippet om offentlighet i forvaltningen at rådets sluttrapport offentliggjøres. Det bør være adgang for Finansdepartementet til å utsette offentlighet hvis det er nødvendig for å gjennomføre nedsalg i aksjer eller obligasjoner på en finansielt forsvarlig måte.

10.9 Forslag til retningslinjer for negativ filtrering og uttrekk

1
Finansdepartementet treffer beslutning om negativ filtrering og uttrekk av selskaper fra investeringsmulighetene etter tilrådning fra Petroleumsfondets etikk- og folkerettsråd.

2
Tilrådningene og beslutningene er offentlige. Departementet kan i særlige tilfeller utsette tidspunktet for offentliggjøring dersom det anses nødvendig for en finansielt forsvarlig gjennomføring av uttrekk av selskapet.

3
Petroleumsfondets etikk- og folkerettsråd består av 5 medlemmer oppnevnt av Kongen. Rådet har sitt eget sekretariat. Rådet avgir årlig rapport om sin virksomhet til Finansdepartementet.

4
Rådet gir tilrådning om hvorvidt en investering er i strid med Norges folkerettslige forpliktelser etter anmodning fra Finansdepartementet.

5
Rådet gir tilrådning om negativ filtrering av et eller flere selskaper på grunnlag av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper.

Rådet gir tilrådning om å trekke et eller flere selskaper ut av investeringsuniverset på grunn av handlinger eller unnlatelser som innebærer:
- Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid og annen utbytting av barn
- Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- Alvorlig miljøskade
- Grov korrupsjon
- Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

Rådet tar opp saker under dette punkt på eget initiativ eller på anmodning fra Finansdepartementet.

6
Rådet innhenter nødvendig informasjon på fritt grunnlag og sørger for at saken er så godt belyst som mulig før tilrådning om uttrekk eller utelukkelse fra investeringsuniverset gis. Rådet kan be Norges Bank om opplysninger om hvordan konkrete selskaper er håndtert i eierskapsutøvelsen. Henvendelse til vedkommende selskap skal skje gjennom Norges Bank. Vurderer Rådet å tilrå uttrekk, skal utkast til tilrådning sammen med grunnlaget for den forelegges selskapet til uttalelse.

7
Rådet skal rutinemessig vurdere om grunnlaget for utelukkelse fortsatt er til stede og kan på bakgrunn av ny informasjon anbefale Finansdepartementet at en beslutning om utelukkelse oppheves.

8
De avgjørelser Finansdepartementet fatter i forbindelse med tilrådning fra Rådet, skal umiddelbart meddeles Norges Bank. Finansdepartementet kan be Norges Bank meddele de berørte selskaper om de avgjørelsene departementet har fattet og begrunnelsen for avgjørelsen.

11 Evaluering av etisk forvaltning: Metode, resultat og kostnader

Av

Ole Gjølberg[♥] og Thore Johnsen[♦]

13.06.2003

Del I: Innledende betraktninger

1. Socially Responsible Investments (SRI)

Gjennom 1980- og 90-årene vokste det fram en diskusjon og et engasjement rundt de etiske, samfunns- og miljømessige sidene ved finansinvesteringer og forvaltning av porteføljer. Betegnelser som SRI (Socially Responsible Investments) og CSR (Corporate Social Responsibility) ble etablert, og et voksende antall porteføljer har de siste årene presentert seg som SRI-fond. Samtidig er det utviklet et antall SRI-indekser som er sammensatt med utgangspunkt i ulike definisjoner av virksomhetenes antatte, erklærte eller dokumenterte praksis i forhold til etikk, miljø, sosiale spørsmål, helse, menneskerettigheter m.v. Disse fondene og indeksene avviker i varierende grad fra sine konvensjonelle slektninger. Noen fond eller indekser representerer forholdsvis små avvik fra fond eller indekser som ikke definerer seg innenfor SRI-klassen. For andre fond eller indekser kan man finne ganske betydelige avvik mht. hvilke virksomheter det er investert i, vurdert ut fra bransjesammensetning, størrelse på selskapene i porteføljen, samt deres geografiske lokalisering.

For mange fondsforvaltere er etikk, samfunnsansvar og miljøspørsmål blitt en del av agendaen, enten fordi man selv ønsker å legge slike vurderinger inn i sin forvaltning, eller fordi man presses til det av investorer eller myndigheter. I England har man pålagt pensjonsforvalterne å redegjøre for sin tilnærming til SRI-problemstillinger[106], og for tiden diskuterer man der lovgivning som innebærer at alle virksomheter i en viss utstrekning må rapportere om de etiske, sosiale og miljømessige sidene ved sin virksomhet *utover* de forholdsvis knappe kommentarene som finnes i bl.a. norsk lovgivning om egenvurdering av påvirkning på indre og ytre miljø i noen få linjer i

♥ Institutt for økonomi og ressursforvalting, NLH, 1432 Ås. E-post: ole.gjolberg@ios.nlh.no
♦ Institutt for foretaksøkonomi, NHH, 5045 Bergen. E-post: thore.johnsen@nhh.no

[106] 1995 Pensions Act, Section 35, som krever at alle fondsforvaltere avgir en erklæring om sine forvaltningsprinsipper (Statement of Investment Principles, SIP). Denne erklæringen skal beskrive bl.a. avveininger mellom avkastning og risiko, samt hvilke (om noen) sosiale, miljømessige, etiske betraktninger som forvalter gjør i forbindelse med sine investeringsbeslutninger. I tillegg må forvalteren redegjøre for hvordan man utøver sin eiermakt i forhold til investeringene. Se Sparkes (2001)

årsberetningen[107]. Siden ca. 1980 har man i mange land sett en sterk vekst i fond som ut fra ulike kriterier definerer seg som SRI-fond.[108]

Diskusjonen rundt sosialt ansvarlige virksomheter og CSR/SRI-investeringer har generert en litteratur hvor resultatene fra slike investeringer analyseres, liksom det foreligger en rekke studier av mulige sammenhenger mellom økonomisk resultat og etisk, sosial og miljømessig atferd på foretaksnivå. Vi skal i denne rapporten først redegjøre for hvordan man generelt evaluerer resultater fra sparing i fond. Deretter vil vi ta for oss den etter hvert ganske store litteraturen som analyserer SRI-resultater. Vi vil i den forbindelse ta opp grunnleggende metodiske spørsmål. Dette vil vi bl.a. gjøre gjennom å etterprøve eller oppdatere foreliggende resultater med nyere data for på den måten å tegne et bilde av hvor robuste konklusjonene i litteraturen basert på data fra (særlig) 1980- og 90-årene er. Til slutt vil vi drøfte spørsmålet om det ligger merkostnader forbundet med selve forvaltningen av SRI-fond utover det som forvaltningen av konvensjonelle fond koster.

Studier av SRI-resultater (”performance”) står overfor tre hovedproblem. Det første er problemet forbundet med å *måle performance*. Hvordan veier man sammen avkastning og risiko og hva måler man dette opp imot? Dette drøfter vi grundig i del II i denne rapporten, hvor vi redegjør for metodiske problem knyttet til evaluering av porteføljeforvaltning generelt, samtidig som vi fokuserer på problem knyttet til aktiv forvaltning av porteføljer der forvalteren pålegges bestemte krav i forhold til sammensetningen av porteføljen.

Mange sammenligninger mellom SRI- og konvensjonelle investeringer nøyer seg med å se på avkastning, uavhengig av risiko. Dette er ingen tilfredsstillende metode. I de mer seriøse studiene av SRI-fond og –indekser anvendes imidlertid standard mål og metoder for beregning av risikojustert avkastning, og vi vil konsentrere vår oppmerksomhet om denne delen av litteraturen. Samtidig er det åpenbare problem knyttet til valg av målestokk for SRI-fond, i den utstrekning disse er vesentlig annerledes bygd opp mht. land, bransjer, selskapsstørrelse osv. enn vanlige etablerte ”benchmarks”. Konklusjoner fra evalueringer av SRI-fond vil ofte være svært følsomme for hvilken målestokk man velger[109]. Dette vil vi drøfte nærmere i del III, der vi bl.a. foretar en ganske omfattende gjennomgang av foreliggende litteratur hvor SRI-fond evalueres.

Det andre hovedproblemet i evaluering av SRI-fond dreier seg om hvordan man skal *operasjonalisere* eller måle og sammenligne etiske, sosiale og miljømessige standarder. Innenfor klassen av SRI-fond finnes det svært ulike kriterier på hva som skal være de etiske, sosiale osv. standardene som skal legges til grunn ved investeringsvalgene. SRI-fond er derfor innbyrdes svært ulike, og følgelig er det vanskelig å sammenligne avkastning og risiko på tvers av fond innenfor SRI-klassen.

[107] Det bør i den forbindelse bemerkes at det fortsatt er ganske uklart *hva* det er som skal rapporteres, hvilke faktorer det skal legges vekt på m.v.

[108] Det er vanskelig å angi eksakte tall på hvor mye som er investert i SRI-fond, bl.a. fordi det er vanskelig å definere hva et SRI-fond er. Uansett er det klart at veksten i denne typen fond har vært sterk. I Financial Times' Financial Management bilag fra 31. mars 2003 blir det hevdet at SRI i London har vokst fra rundt 3 milliarder pund i 2000 til over 400 milliarder pund i dag. Det framgår ikke hvordan man her har definert SRI-fond. Trolig dreier det seg om en ganske bred definisjon.

[109] Se for eksempel Luther & Matatko (1994) om valg av målestokk for SRI-performance

Vi skal i denne studien ikke forsøke å gruppere SRI-fond ut fra en form for etisk eller sosial skala. Isteden vil vi ganske enkelt si at fond eller indekser som benevner seg selv om etiske, sosialt ansvarlige e.l. per definisjon tilhører SRI-klassen.[110]

Det tredje problemet dreier seg om *representativitet*. Når resultatene fra et SRI-fond måles opp mot en ikke-SRI-basert standard, kan man da egentlig trekke generelle konklusjoner basert på et erfaringsmateriale for en kort og ganske spesiell periode? Er resultater fra SRI-utvalg representative utover den perioden data er hentet fra? I mange av de foreliggende studiene er man opptatt av dette, og mange studier sier ganske klart at konklusjonene som trekkes, lett kan være et resultat av det spesielle utvalget (sammensetning og observasjonsperiode) som ligger til grunn for analysen. Vi skal i vår gjennomgang av den internasjonale litteraturen i del III gå nærmere inn på dette – bl.a. ved å oppdatere studiene med nyere data. På den måten vil man kunne danne seg et inntrykk av hvorvidt resultatene fra den tidlige litteraturen er basert på utvalgstilfeldigheter eller hvorvidt de synes å være robuste utover det foreliggende utvalget.

Rapporten er organisert som følger: I kapittel 2 tar vi opp enkelte prinsipielle spørsmål knyttet til det å etablere selesksjonskriterier knyttet til bl.a. etikk. Drøftingen representerer ikke noe forsøk på å avklare problem knyttet til det å utforme konkrete beslutningsregler. Isteden vil vi peke på hvilke prinsipielle effekter ulike typer beslutningsregler kan ha på utfallet mht. avkastning og risiko for porteføljen som forvaltes. Det å gjøre etiske valg – eller å la være å gjøre slike valg, vil som regel ha en kostnad. Milton Friedman's berømte utsagn om at bedriftenes sosiale ansvar ligger i å tjene penger, kan lett finne sin motsats i utsagn som nærmest setter en uendelig høy kostnad på enhver handling som ikke ligger innenfor ens egen definisjon av hva som er etisk eller miljømessig riktig. I utgangspunktet ligger det et etisk imperativ i det å forvalte fond, nemlig å sørge for at de som sparer i dag, oppnår en tilfredsstillende pensjon eller inntekt i framtiden[111]. I forhold til etiske, miljømessige eller andre viktige spørsmål vil en forvalter da ofte stå overfor svært vanskelige avveiningsproblemer. I noen tilfelle vil man føle seg på trygg grunn når man som forvalter av sin eiers penger sier at uansett hva kostnaden måtte være, så investerer vi ikke i virksomheter som driver med X. Dette vil være greit dersom man er helt sikker på at X er noe som eieren *uansett* ikke ønsker å plassere sine sparepenger i, for eksempel virksomheter som bryter fundamentalt med menneskerettigheter, driver med aktiviteter som ligger på eller over grensen til kriminell virksomhet. Litt vanskeligere blir det med en gang man beveger seg over i virksomheter som driver juridisk sett lovlig virksomhet. Også her vil det kunne etableres regler som en forvalter føler seg rimelig trygg på at i hvert fall et flertall av eierne ikke ønsker å investere. Virksomheter i Sør Afrika (under apartheid), eller i diktaturer som Burma og Nord Korea vil det trolig være bred konsensus om å holde seg unna. Men graden av enighet begynner trolig raskt å avta når man blir bedt om å vurdere for eksempel farmasivirksomheter, selskaper som driver med bioteknologi, kjemisk industri og lignende. Det hjelpe lite å definere bort seleksjonsproblemet gjennom å usynliggjøre det, for eksempel ved å melde seg ut av aksjemarkedet og plassere all sin sparing i obligasjoner eller i likvider (bankinnskudd). For en etisk bevisst fondssparer, vil det

[110] For øvrig viser vi til en omfattende debatt knyttet til hva det egentlig vil si å være en etisk investor. Se f.eks. Sparkes (2001)

[111] For seg selv, eller for senere generasjoner som man sparer på vegne av.

neppe være noen god løsning å overlate til banker eller obligasjonsutstedere hvordan sparepengene skal brukes[112].

Kapittel 3-8 drøfter generelle metodespørsmål knyttet til det å evaluere fondsforvaltning, samt hvordan spesielle krav til forvaltningen vil påvirke hvordan man kan evaluere et fonds avkastning. Etter noen innledende metodiske betraktninger i kapittel 3, følger i kapittel 4 og 5 en gjennomgang av standard mål som anvendes i beregning og evaluering av risikojustert avkastning. Deretter drøfter vi spørsmålet om risikoen for avkastningsavvik mellom ulike indekser (kapittel 6) og videre spørsmålet om – eller i hvilken utstrekning – vi kan ha tillit til historiske risikojusterte avkastningsmål (kapittel 7). Metodedrøftingen oppsummeres i kapittel 8.

Kapittel 9 innleder vår gjennomgang av litteraturen. Først drøftes prinsipielt dette å foreta investeringsbeslutninger samtidig som man skal representere sine eieres etiske, sosiale eller miljøpolitiske preferanser. Videre tar vi i kapittel 10 opp spørsmålet om hvorvidt etiske eller andre seleksjonsregler i det hele tatt setter effektive beskrankninger på porteføljevalgene. Noen studier hevder at så ikke er tilfellet, dvs.. at man både kan gjøre det godt finansielt og etisk – samtidig, fordi det rett og slett er slik at de etiske, sosialt ansvarlige selskapene også er de selskapene som gjør det best rent økonomisk. I så fall er det egentlig ikke behov for noen regler om etisk seleksjon. Rasjonelle porteføljeforvaltere vil helt på egen hånd og uten slike regler uansett velge bort de u-etiske, ikke-sosiale, miljøsynderne osv. I kapittel 11 går vi så inn på mer spesifikke analyser av SRI-performance publisert de siste 20-25 årene. I tre underkapitler går vi gjennom en ganske omfattende mengde studier av hhv. Enkelt-selskaper, SRI-fond og SRI-indekser. Deretter følger vi opp disse studiene i kapittel 12, hvor vi oppdaterer analysene fra 1990-tallet med nyere data. Dette representerer selvsagt ingen komplett oppdatering av foreliggende studier. Snarere er vårt poeng å få fram hvor følsomme resultatene er for utvalg – både mht. investeringsobjekter og tidsperiode. Kapittel 13 oppsummerer vår litteraturgjennomgang og våre analyser av SRI-performance.

Kapittel 14 innleder drøftingen av forvaltningskostnader knyttet til SRI-fond, dvs.. kostnader utover eventuelle avvik i risikojustert avkastning. Forvaltningskostnadene kan deles i to komponenter. Den første dreier seg om administrasjonskostnader knyttet til det å følge opp de strategier og retningslinjene som eierne har vedtatt. Enkelt sagt: Hvilke forvaltningshonorarer man må regne med dersom man skal ha en aktiv forvaltning med spesielle retningslinjer, for eksempel knyttet til sosiale, etiske eller miljømessige parametere. Den andre komponenten i forvaltningskostnadene dreier seg om transaksjonskostnadene, dvs.. hvilke kostnader som oppstår i forbindelse med det å drive aktiv forvaltning av et SRI-fond og risikostyring, for eksempel gjennom å ta posisjoner i futuresmarkedene.

Vi har valgt å knytte drøftingen av den første komponenten, dvs.. de administrative forvaltningskostnadene, til tre ulike investeringsstrategier og oppfølgingen av disse tre strategiene: Negativ seleksjon (kapittel 16), positiv seleksjon (kapittel 17) og aktivistisk seleksjon (kapittel 18). Den andre komponenten, dvs.. transaksjons-kostnader knyttet til risikostyring m.v. avhenger av korrelasjoner mellom det som er

[112] Arthur (1999) argumenterer sterkt for at det er uetisk å investere i "gilts" under dekke av å drive etiske investeringer.

et fonds målestokk (”benchmark”) og de instrumentene som man kan benytte i sin aktive risikostyring. Veldig enkelt forklart: Dersom man ønsker å styre risikoen knyttet til den porteføljen som skal forvaltes, kan man gjøre dette gjennom å ta posisjoner over kortere eller lengre tid i for eksempel futuresmarkedet. Dersom dette futuresmarkedet er sterkt korrelert med den målestokken som fondets resultater måles opp imot, så vil mye av fondets risiko kunne fjernes og transaksjonskostnadene blir lave. Motsatt vil en lav korrelasjon mellom fondets målestokk og risikostyrings-instrumentet medføre høye transaksjonskostnader. Dette er temaet for kapittel 19, hvor vi ser på sammenhengene mellom en aktuell SRI-målestokk (Domini-indeksen) og en indeks som omsettes i futuresmarkedet (S&P 500). Kapittel 20 konkluderer drøftingen av forvaltningskostnader.

2. Etikk som valgparameter

Det er svært mange utfordringer forbundet med det å foreta investeringer med utgangspunkt i en eller annen miljømessig, sosial eller etisk evaluering. Som regel finnes det ingen enkle fasitsvar. Derimot kan det etableres retningslinjer for hvordan man håndterer disse utfordringene. Et enkelt – og lettvint – utgangspunkt kan være å velge ut (definere) enkelte konkrete virksomheter eller virksomhetsområder som man ikke ønsker å investere i. I praksis vil dette ofte være virksomheter engasjert i våpenindustrien, eller kanskje enda mer spesifikt; virksomheter som produserer spesielle typer av våpen (for eksempel klasebomber). Likeledes vil man finne eksempler på at alle virksomheter i bestemte land defineres som ikke-akseptable, uansett hva disse virksomhetene produserer. Det faktum at virksomheten er lokalisert i et land hvor grunnleggende menneskerettigheter brytes, eller som er i krig, kan være en begrunnelse for å velge bort virksomheter i disse landene fra investeringsuniverset.

Enkelte fond eller indekser legger ambisjonsnivået der. I mange tilfelle vil dette kunne innebære at disse fondene eller indeksene i meget liten utstrekning avviker fra fond eller indekser som ikke gjennomfører tilsvarende seleksjon. Tobakksindustrien eller enkeltselskaper i helt spesielle land betyr totalt sett temmelig lite i den store sammenheng. Det å velge bort disse vil dermed ofte ha marginal betydning på porteføljesammensetningen, med mindre avkastningen i for eksempel tobakksindustrien samvarierer på en slik måte med andre virksomheter at det å utelate virksomheter som produserer eller distribuerer tobakk, gir helt spesielle porteføljeeffekter[113]. Det å utelukke selskap fra, for eksempel, Burma eller andre små og spesielle land, vil likeledes som regel ha beskjedne totaleffekter. Man kan dermed i mange tilfelle si at SRI-fond av denne typen trolig har en større betydning for investors eller forvalters samvittighet enn for hans finansielle resultater.

Et motsatt utgangspunkt er at man vurderer etikk, miljøstandarder osv. i forhold til hvert eneste potensielle selskap i fondet eller indeksen. Som påpekt i flere studier (se for eksempel Tørres, 2002) kan man da lett møte store avgrensnings- og avveiningsproblemer. Hvor går grensen mellom etisk akseptable og etisk uakseptable regimer? Hvor mye forurensning skal kunne aksepteres før man utelukker en

[113] Analyser av fond som ekskluderer et begrenset antall spesifikke virksomheter, tyder på at effekten av dette på risikojustert avkastning er begrenset. EIRIS gjorde en undersøkelse for perioden 1983-88 der man for eksempel ekskluderte selskap i Sør Afrika som betalte sine svarte mindre enn minimumslønn, eller selskap som hadde store investeringer i Sør Afrika. Sammenlignet med en konvensjonell indeks (FTSE), hadde dette marginal effekt (se Cullis & al (1992)).

trefordelingsbedrift i porteføljen? Er miljøsynder absolutte eller relative, - er det for eksempel verre at en kjemisk bedrift i den vestlige verden sender ut X tonn med CO_2 enn at en kjemisk virksomhet i Kina sender ut den samme mengden (eller mer)? I praksis ender man her ofte opp med forutinntatte holdninger til bransjer og land: Man definerer bredt virksomheter innen bioteknologi, olje- og gassvirksomheter som miljømessig problematiske, og man reduserer investeringene i land X og Y fordi man mener å vite at i disse landene er det generelt mye korrupsjon og dårlige miljøstandarder. Motsatt forhåndsdefinerer man for eksempel IT-bransjen og virksomheter innen miljøteknologi og helseproduksjon, gjerne i spesielle land, som utvalgte og "rene" i investeringssammenheng.

En tredje tilnærming er mer pragmatisk: Man velger ut selskaper som synes å ta miljøspørsmål, menneskerettigheter osv. alvorlig og som forsøker å forholde seg på en positiv og aktiv måte til slike temaer. En slik tilnærming innebærer at man langt på vei velger konvensjonelt mht. bransjer, land og virksomheter, men samtidig forsøker å plukke de virksomhetene som synes å være "best i klassen", det være seg innenfor oljeindustrien, bioteknologi eller andre bransjer som de mer puristiske allerede i utgangspunktet vil velge bort.

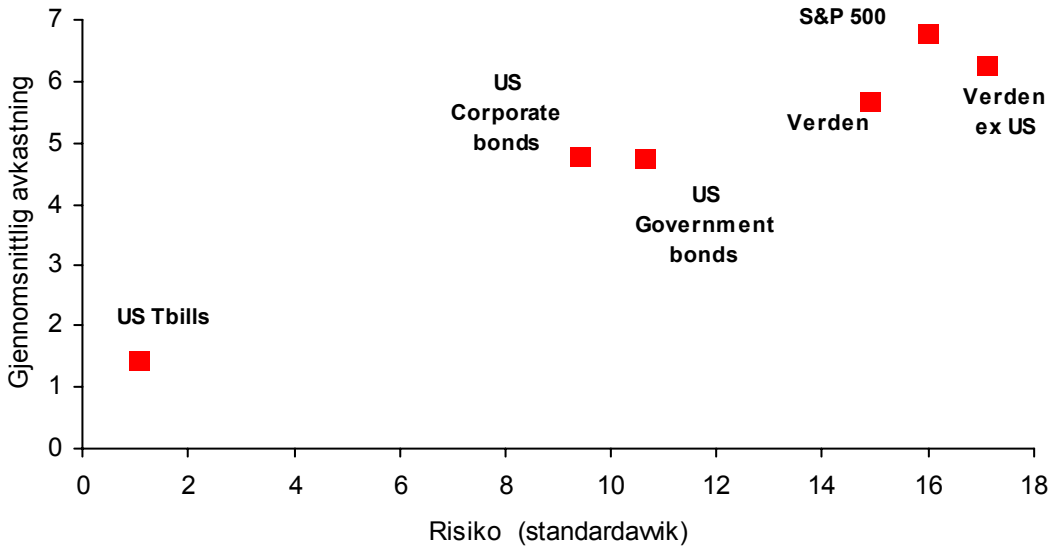
Vi skal i denne rapporten ikke gjøre noe forsøk på å gjennomgå litteraturen som omhandler problemer knyttet til det å etablere SRI-standarder. Vi vil heller ikke forsøke å evaluere grader av etisk eller sosialt ansvar når vi gjennomgår resultatene (fra litteraturen, så vel som egne empiriske resultater) for SRI-fond eller -indekser. Vi vil imidlertid ta opp det problemet som ligger i at SRI-indekser og -fond er disse innbyrdes temmelig forskjellige mht. sammensetning og at det kan medføre en forskjell i forventet performance hvorvidt man anvender en positiv eller strengt negativ seleksjonspolitikk. Med det første forstår vi utvalg på grunnlag av "beste-i-klassen" kriterier, med det andre seleksjon ut fra kriterier av typen "vi skal ikke ha med selskaper fra X (bransje), Y (land) osv." Som vi skal komme tilbake til i kapittel 19, vil de ulike SRI-strategiene dessuten kunne medføre betydelige forskjeller i forvaltningskostnader.

DEL II: Evaluering av fond og indekser: Metode

3. Innledende betraktninger

Kapitalforvaltning er et spørsmål om balansering av avkastning mot risiko. Hovedregelen er at større avkastning også fordrer større risiko. Dette illustreres i figur 11.1 for en dollarbasert investor for perioden 1970 - 2002. Figuren viser sammenhengen mellom gjennomsnittlig realavkastning og risiko for de brede aktivaklassene "pengemarkedet" (dvs.. korte statssertifikater; "t-bills"), "lange obligasjoner" (stat og private), "amerikanske aksjer" (S&P 500) og "internasjonale aksjer" (verdensporteføljen med og uten USA)[114].

[114] Med "verden uten USA" menes EAFE-indeksen = Europe + Australia + Far East, dvs. også uten Kanada og syd-amerikanske land. Avkastningstallene benyttet her og nedenfor er fra Ibbotson Asc. og Datastream.



Figur 11.1 US dollar investor 1970 – 2002 (realavkastning)

Obligasjoner og aksjer ga i denne perioden en betydelig meravkastning i forhold til pengemarkedet, henholdsvis ca +3 % og +5 %, men hadde samtidig en vesentlig større avkastningsvariasjon, målt ved standardavviket for avkastningen. Standardavviket for obligasjoner og aksjer var således ca 10 % og 16 %, sammenlignet med kun ca 1 % for pengemarkedet. Detaljerte tall finnes i tabell 11.1 på neste side, som også viser hvordan avkastning og risiko mellom aktivaklassene har variert over delperioder.

Tabell 11.1 Dollarbasert investor 1970 - 2002; realavkastning
(månedlige avkastningstall; annualisert)

			Obligasjoner		Aksjer		
		Tbills	Stat	Privat	USA	Verden	EAFE[1]
1970-2002	Avkastning	1,5	4,9	4,9	7,0	6,5	5,9
	Risiko	1,0	10,6	9,4	16,0	17,1	14,9
	Sharpe		**0,32**	**0,36**	**0,35**	**0,29**	**0,29**
1970-79	Avkastning	-1,0	-1,4	-0,7	-0,1	3,8	0,6
	Risiko	0,9	8,4	8,4	16,1	15,9	14,3
	Sharpe		**-0,05**	**0,03**	**0,05**	**0,30**	**0,11**
1980-89	Avkastning	3,6	8,2	8,4	13,4	18,6	15,4
	Risiko	1,0	*14,4*	*12,7*	16,5	17,8	14,9
	Sharpe		**0,32**	**0,38**	**0,59**	**0,84**	**0,79**
1990-99	Avkastning	1,9	6,1	5,5	15,9	5,8	9,9
	Risiko	0,7	8,3	6,5	13,6	17,3	14,2
	Sharpe		**0,50**	**0,54**	**1,02**	**0,23**	**0,56**
2000-02	Avkastning	1,2	11,7	10,7	-15,2	-18,0	-17,3
	Risiko	1,0	8,8	6,8	18,7	16,2	16,9
	Sharpe		**1,19**	**1,40**	**-0,88**	**-1,18**	**-1,09**

[1] EAFE = Europe+Australia+Far East

Verdensindeksene fra MSCI, og USA fra Ibbotson Associates.

Figuren og tabellen viser at avkastning ikke har vært perfekt korrelert med risiko. Større avkastning i perioden har ikke nødvendigvis krevd større risiko. Dette gjelder f.eks. mellom de to obligasjonsklassene. Private obligasjoner ga samme avkastning som statsobligasjoner, men med mindre risiko. Tabell 11.1 viser at dette faktisk også gjaldt innenfor alle del-perioder mellom 1970 og 2002. Tilsvarende ga amerikanske aksjer både høyere avkastning og lavere risiko enn internasjonale aksjer (eksklusive USA). Her fikk vår dollarbaserte investor tilsynelatende både i pose og sekk ved å holde seg "hjemme". En nærmere studie av tallene i tabell 1 viser at dette er knyttet til en enkelt del-periode, nemlig "go-go" årene på 1990-tallet. Både gjennom 1970- og 1980-tallet dominerte internasjonale aksjer, med høyere avkastning og lavere risiko. Forholdet mellom avkastning og risiko er åpenbart ikke så enkelt som hovedregelen ovenfor tilsier. Større risiko vil ikke nødvendigvis gi høyere avkastning. For det første beskriver regelen sammenhengen mellom *forventede størrelser* (ex ante), mens vårt datamateriale beskriver hva som faktisk skjedde i ettertid (ex post). Regelen er avledet av en forutsetning om rasjonelle, risikoaverse investorer, og at en markedslikevekt innebærer at mer risikable plasseringsalternativer må kompensere investorene med en høyere forventet avkastning. Hva som så faktisk skjer, vil også være påvirket av uventede begivenheter, dvs.. tilfeldigheter, konjunkturelle variasjoner og mer permanente strukturelle endringer.

For det andre innebærer *diversifikasjon* innenfor - og på tvers av - aktivaklasser at ikke all risiko kan forventes kompensert med større avkastning. Rasjonelle investorer vil holde brede, veldiversifiserte porteføljer, hvor særrisiko knyttet til bestemte selskaper, bransjer, land og regioner er eliminert. I figur 11.1 og tabellen ser vi således at vår dollarinvestor hadde oppnådd en bedre kombinasjon mellom avkastning og risiko ved å kombinere den EAFE[115] med USA. Dette hadde riktignok gitt lavere avkastning enn den internasjonale porteføljen alene, men også vesentlig lavere risiko. Nettoeffekten hadde faktisk vært en bedring, som angitt ved den såkalte Sharpe-forholdet i tabellen (tredje linje for hver periode). Sharpe gir forholdet mellom avkastning (utover pengemarkedet) og risiko, og som vi skal komme nærmere tilbake til nedenfor: dess større tall, dess bedre.

For det tredje gir standardavviket ikke nødvendigvis en fullgod beskrivelse av avkastningsrisikoen for en plassering. Bruk av standardavvik alene forutsetter at utfallsrommet for avkastningstallene er symmetrisk fordelt rundt gjennomsnittlig eller forventet avkastning. Dette er normalt en god beskrivelse for veldiversifiserte, brede aksjeporteføljer, men er mer problematisk for bl.a. porteføljer bestående av private obligasjoner (kredittobligasjoner). Her vil investorenes risikoforventninger også være preget av såkalt nedside skjevhet i utfallsrommet, dvs.. en liten sannsynlighet for spesielt store tap. Vi skal i det etterfølgende kalle dette for *"mannen bak døra"-risiko*. Denne risikoen vil spesielt kunne materialisere seg i dårlige tider, hvor også investors andre investeringsporteføljer gir dårlig avkastning. Investor vil derfor kreve spesiell avkastningskompensasjon for denne risikoen, - i tillegg til kompensasjonen for vanlig standardavviksrisiko.

Sammenligninger av historiske avkastnings- og risikotall vil ofte få problem ved håndtering av slik risiko. Risikoen reflekterer sjeldne begivenheter, som ofte ikke har materialisert seg i den bestemte tidsserien. Dette betyr at mens risikotillegget er

[115] EAFE = Europe + Australia + Far East.

innbakt i beregnet historisk avkastning, er risikoen ikke reflektert i beregnet risiko for perioden. Dette er i litteraturen også omtalt som "peso-risiko", et uttrykk som ble etablert i en periode da "alle" forventet at den meksikanske peso skulle devalueres. I en lang periode la markedsaktørene inn en stor devalueringsrisikopremie for pesoen, og i en lang periode tok aktørene feil i den betydning at det ikke ble noen devaluering. Inntil de på ett tidspunkt plutselig fikk rett! Slike forhold kan forklare hvorfor private obligasjoner fremstår som mer fordelaktige enn statsobligasjoner i figur 11.1. "Mannen bak døra"-nedrisiko er på samme måte viktig ved vurdering av udiversifiserte porteføljer, herunder også porteføljer underlagt etiske restriksjoner. Dette skal vi komme nærmere tilbake til i kapittel 6.

De følgende 4 kapitler vil forklare og diskutere bl.a. betydningen av disse tre avvikene fra hovedregelen om avkastning og risiko:
- betydningen av risikodiversifikasjon (kapittel 4 og 5)
- betydningen av nedsiderisiko (kapittel 6)
- hva forteller egentlig historiske avkastningstall (kapittel 7)

I kapittel 4 vil vi ellers introdusere det mer prinsipielle grunnlaget for tre velkjente mål for risikojustert avkastning for et fond eller en portefølje, Sharpe, og Treynor og Informasjonsraten. De tre risikojusterte målene har samme formelle struktur, men har ulike anvendelsesmuligheter. Alle måler fondets differanseavkastning relativt en benchmark-plassering, og setter gjennomsnittlig verdi i forhold til standardavviket, dvs.. risikoen. Forskjellen går delvis på valget av benchmark (risikofri benchmark for Sharpe og Treynor, og en risikabel benchmark for informasjonsraten – *og derfor det vanlige begrepsmessige skillet mellom absolutt og relativ avkastningsmåling*), og delvis på definisjonen av risikoen (Treynor justerer risikoen for korrelasjonen med markedsporteføljen, dvs.. basis risikabel benchmark).

Vi har allerede møtt Sharpe-forholdet, som er et overordnet mål ved sammenligning mellom veldiversifiserte porteføljer, som diskutert i resten av dette kapittelet. Treynor og det relaterte målet, alfa, er mikronivå mål, som kan benyttes ved sammenligning av udiversifiserte porteføljer, innenfor en større, veldiversifisert investorportefølje. Dette gjøres i kapittel 5, etter en presentasjon av den såkalte Kapitalverdimodellen (CAPM). Kapittel 6 introduserer Informasjonsraten, som er det dominerende risikojusterte avkastningsmålet i moderne forvaltning. Her måles avkastning og risiko relativt til en referanseindeks ("benchmark") innenfor et kundemandat. Kapittel 7 ser på betydningen av ulike målefeil i historiske avkastnings- og risikotall; kan vi egentlig stole på disse tallene? Kapittel 8 gir så en oppsummering. Denne del II av rapporten introduserer poenger, problemstillinger og avkastningsdata som vil prege den følgende del III.

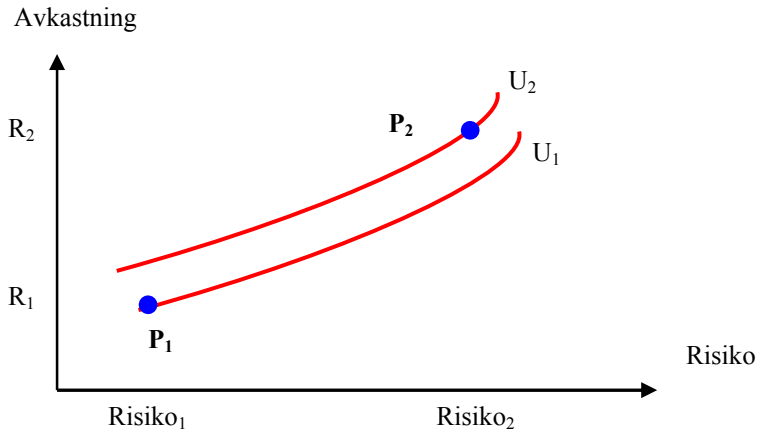
4. Standard mål i evaluering av risikojustert avkastning

Generelt

En forskjell i gjennomsnittlig avkastning mellom fond, eller mellom et fond og en indeks, kan skyldes:
- forskjell i risiko,
- flaks eller uflaks (tilfeldigheter utenfor forvalters kontroll), eller
- dyktighet, eller udyktighet (kvalitetsforskjell).

Vanligvis er forklaringen en kombinasjon av (1)-(3). Spørsmålet er derfor hvor mye som gjenstår som en kvalitetsforskjell (3), etter at vi har fjernet effekten av risiko og tilfeldigheter. Dette kapittelet og det neste kapittel 5 vil være opptatt av justering for risikoforskjeller, men kapittel 6 vil diskutere justering for tilfeldigheter.

Risikojustering av avkastning representerer et klassisk og omfattende problemområde i finansiell økonomi, og har vært viktig motivasjon for mye både teoretisk og empirisk forskning. Dette gjelder f.eks. utviklingen av den såkalte Kapitalverdimodellen (CAPM), og senere varianter av denne. Det prinsipielle grunnlaget for de risikojusterte avkastningsmålene som vi vil benytte i dette og etterfølgende kapittel, kan illustreres ved følgende figur.



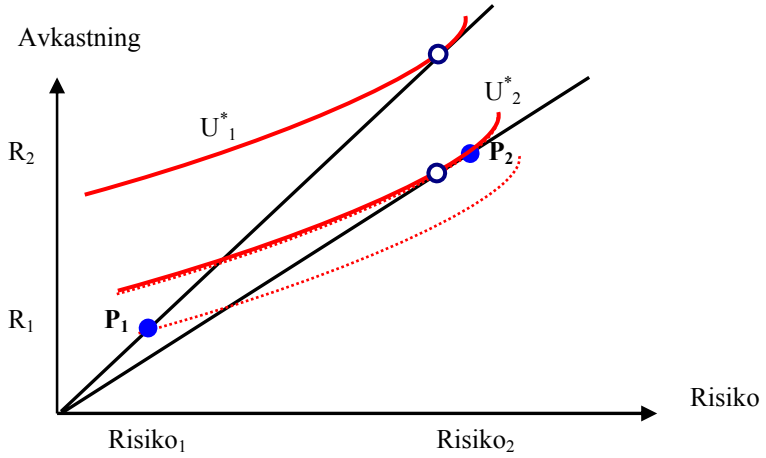
Figur 11.2 Risikopreferanser og porteføljevalg

De to punktene angir to porteføljer eller indekser P_1 og P_2 med klart forskjellige avkastningsprofiler, hhv lav avkastning og risiko, og høy avkastning og risiko. Avkastning og risiko er målt absolutt, eller som differanseavkastning i forhold til en *referanseportefølje*. De tradisjonelle, risikojusterte avkastningsmålene i dette kapitlet benytter en risikofri plassering som referanseportefølje (normalt pengemarkedet), mens de nyere målene i kapittel 5 benytter en risikabel referanseportefølje, f.eks. en aksje- eller en obligasjonsindeks. Tolkningen av figuren er uansett den samme (med en viss reservasjon, jfr. kapittel 6).

En risikoavers investor ønsker plasseringsalternativer som ligger mest mulig nordvest i figuren, dvs. å oppnå maksimal avkastning for et gitt risikonivå, eller (ekvivalent) lavest mulig risiko for et gitt avkastningsnivå. Investors avkastnings-/risikopreferanser er representert ved de to krummede, såkalte indifferenskurvene i diagrammet. Hver kurve angir kombinasjoner av avkastning og risiko mellom hvilke investor er indifferent. Risikoaversjon betyr at investor ønsker å bevege seg til høyest mulig indifferenskurve. Kurvene har positiv helning, siden investor krever en høyere avkastning dersom risikoen økes, eller omvendt, at investor aksepterer en lavere avkastning dersom risikoen reduseres. Kurvene er konvekst krummet fordi investor antas å kreve større avkastningskompensasjon dess høyere risikonivået allerede er. Dette er en standard antagelse i litteraturen, for eksempel at investor er opptatt av variansrisiko.

I et *alt-eller-intet valg* mellom kun de to risikable porteføljene P_1 og P_2 i figuren, vil en investor med de angitte preferansene velge portefølje P_2 med høy avkastning og risiko, siden indifferenskurven gjennom denne porteføljen ligger høyere enn kurven gjennom P_1. Det er allikevel enkelt å se at en mer risikoavers investor (med brattere og mer krummede indifferenskurver) vil kunne reversere dette valget. Et alt-eller-intet valg mellom risikable avkastningsprofiler vil derfor avhenge av investors bestemte risikoholdning.

Valgproblemet forenkles betydelig dersom investor tillates å kombinere hver av porteføljene med en plassering eller et "short salg" av referanseporteføljen (et lån). Dette betyr at investor kan skalere ned eller opp både porteføljens avkastning og risiko, som illustrert ved i strålene fra origo gjennom porteføljene i figur 11.3.



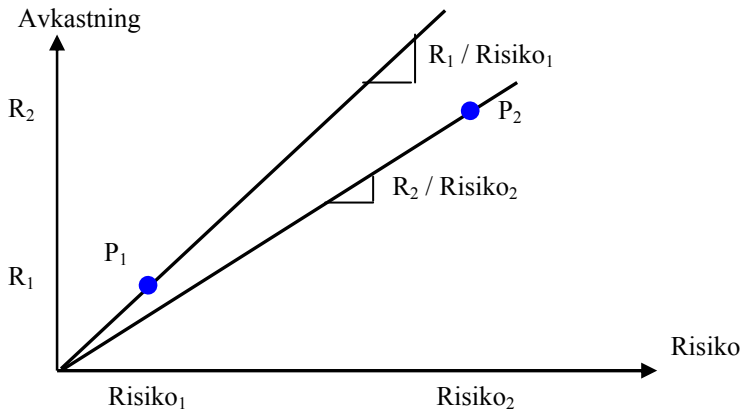
Figur 11.3 Portefølje + risikofri plassering/lån

Kombinasjonene av den enkelte portefølje og referanseporteføljen vil ligge på strålene fra origo til porteføljen. Dette er enklest å innse når referanseporteføljen er det risikofrie alternativet. La oss derfor anta at investor plasserer f.eks. 60 % i pengemarkedet og 40 % i portefølje P_2. Investors risiko og gjennomsnittlige meravkastning vil da være kun 60 % andel av hhv. risikoen og meravkastningen for P_2. Linjestykket mellom P2 og origo gir kombinasjoner med positive andeler (0 % - 100 % i P2, eller pengemarkedet). På linjestykket til høyre for P2 vil investor "short selge" referanseporteføljen (låne), i den grad dette er tillatt.

Dette betyr at vi kan rangere risiko-avkastningkombinasjoner uavhengig av investors grad av risikoaversjon. Rangeringskriteriet vil være forholdstallet

$$\text{"reward/risk"} = \frac{\textbf{differanse - avkastning}}{\textbf{differanse - risiko}},$$

som svarer til helningen på strålene gjennom respektive punkter i figur 11.4.



Figur 11.4 Høyere avkastning/risikoforhold tillater bedre porteføljevalg

I vårt eksempel vil derfor *alle* (risikoaverse) investorer foretrekke portefølje lavrisikoalternativet P_1, siden dette tilbyr et langt høyere forholdstall mellom avkastning og risiko (relativt til referanseporteføljen). I tradisjonell porteføljevurdering benyttes derfor de to alternative forholdstallene Sharpe og Treynor:

$$\textbf{Sharpe} = \frac{\mathbf{R} - \mathbf{Rf}}{\boldsymbol{\sigma}} \qquad \textbf{Treynor} = \frac{\mathbf{R} - \mathbf{Rf}}{\boldsymbol{\beta}}.$$

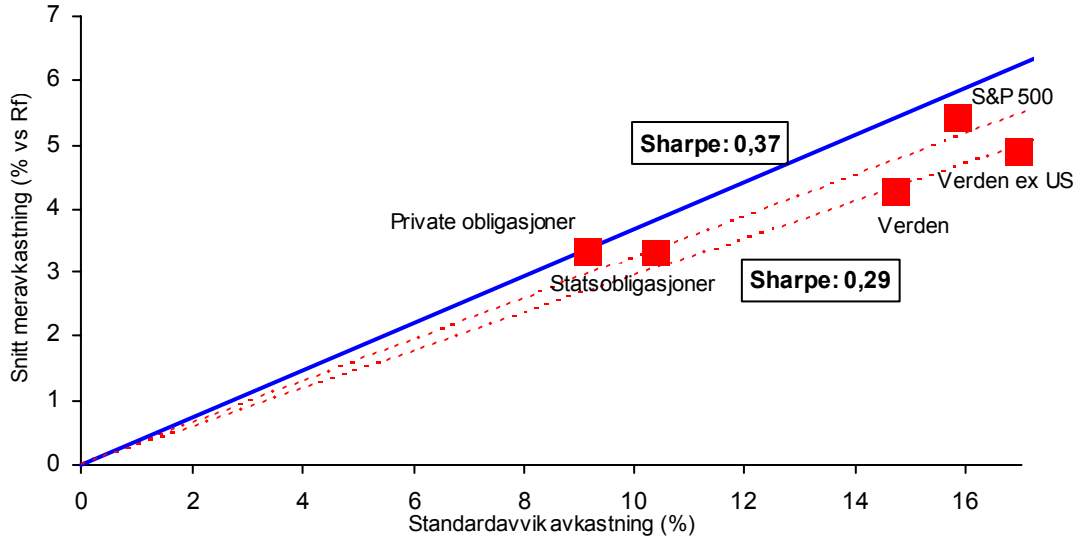
$\overline{\mathbf{R}}$ står her for gjennomsnittlig avkastning til porteføljen, mens **Rf** står for risikofri avkastning, $\boldsymbol{\sigma}$ er standardavviket til porteføljens avkastning, mens $\boldsymbol{\beta}$ er porteføljens systematiske risiko. Begge forholdstallene bruker *differanseavkastning* i forhold til det risikofrie alternativet (avkastning Rf og null risiko). Dette gir samme gjennomsnittlige differanseavkastning $(R - Rf)$ i telleren, mens risikomålet i nevneren er forskjellig. Sharpe-forholdet er det dominerende målet i tradisjonell avkastningsvurdering, og benytter standardavviket for porteføljens avkastning som risikomål (egentlig standardavviket til differanseavkastningen, men dette gir tilnærmet samme standardavvik). Sharpe forutsetter at porteføljen er investors eneste risikable plassering og er dermed et *makronivåmål* for investor.

Treynor-forholdet forutsetter derimot at investor også holder andre risikable plasseringer, og da slik at samlet risikabel portefølje er veldiversifisert, dvs.. at den kopierer den såkalte "markedsporteføljen". Her måles derfor porteføljens risiko relativt til risikabel referanseportefølje (markedsporteføljen) ved den såkalte *betarisikoen*. Treynor brukes svært sjelden i praksis, men er et teoretisk viktig mål, og gir oss dessuten det sentrale *alfamålet* for risikojustert avkastning. Vi vil forklare dette nærmere nedenfor i forbindelse med diversifikasjon.

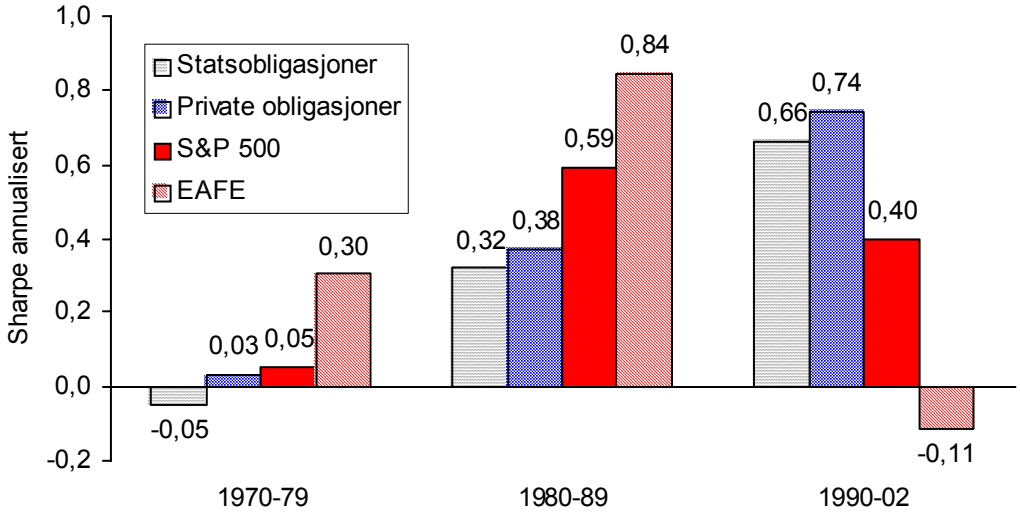
Sharpe anvendt for vår dollarinvestor

Figur 11.5 nedenfor illustrerer bruken av Sharpe-forholdet på de brede, amerikanske og internasjonale indeksene i figur 11.1 og tabell 11.1. Som ventet, dominerte private obligasjoner for hele perioden 1970-2002, med et Sharpe-forhold på 0,37. Dette er beregnet i tredje linje i tabell 11.1 som:

$$Sharpe = \frac{R_{priv.obl.} - Rf}{\sigma_{priv.obl.}} = \frac{4{,}8 - 1{,}5}{9{,}4} = \underline{0{,}37}.$$



Figur 11.5 Sharpe-rater for US dollar investor 1970 – 2002 (realavkastning)



Figur 11.6 Sharpe-rater for dollarinvestor 1970 – 2002

Investorene fikk en avkastningskompensasjon på 0,37 % pr 1 % standardavviks-risiko.[116] I denne perioden hadde lavarisiko alternativet (private obligasjoner) størst Sharpe-forhold (0,37), mens høyrisiko alternativet (internasjonale aksjer, eks USA) hadde minst Sharpe (0,29). Figur 11.6 ovenfor viser at private obligasjoner gjorde det relativt sett, spesielt godt i siste delen av perioden (1990-2002).

[116] Bruk av Sharpe (og Treynor) forutsetter at investor kan belåne porteføljen risikofritt. Dette er enklere å gjøre for statsobligasjoner, enn for private obligasjoner og aksjer. *Man kan derfor stille spørsmålstegn ved bruk av Sharpe for sammenligninger på tvers av aktivaklasser med betydelig forskjeller i risiko*. Denne innvendingen er spesielt relevant ved bruken av informasjonsraten, jfr.kapittel 5.

Eksempelberegninger for et etisk fond (Domini)
Tabell 11.2 illustrerer beregningen av enkelte statistiske mål. Første tallkolonne gir månedlige avkastningstall for 1999 for det eldste, amerikanske etiske avkastningsfondet Domini Ethical Fund[117]. Fondet sammenlignes med tilsvarende månedstall for den vel viktigste amerikanske aksjeindeksen S&P 500, som er en verdiveiet indeks av de 500 mest verdifulle børsselskapene.

Tabellen bekrefter at 1999 var et svært godt år for aksjer. Dette vises ved veksttallene i nederste delen av tabellen, to første linjer. 100 kroner investert i Domini i januar 1999 ville ha vokst til 121,8 kroner ved slutten av året, eller med 21,8 %. Dette gir en *gjennomsnittlig vekst* på 1,66 % pr måned ($1{,}218^{1/12}$-1). Risikofri månedlig vekst var kun 0,44 %, mens veksten var 1,60 % for S&P 500. De to neste to linjene viser at *gjennomsnittlig avkastning* var noe høyere enn veksten, dvs. månedlig 1,74 % mot 1,66 %, eller annualisert 23,0 % avkastning ($1{,}0174^{12}$ - 1) mot 21,8 % vekst. Vi kommer tilbake til en sammenligning av disse to alternative målene på historisk avkastning (vekst versus snittavkastning), og vil i det følgende bruke det aritmetiske avkastningssnittet.

[117] Vi kommer nærmere tilbake til Domini og andre SRI-fond/indekser i del III.

Tabell 11.2 Domini vs S&P 500 1999

	Månedlig avkastning			R - Rf		
	Domini	S&P	Rf	Domini	S&P	
jan	6,20	4,18	0,43	5,76	3,75	
feb	-4,48	-3,11	0,39	-4,87	-3,49	
mar	3,24	4,00	0,42	2,82	3,58	
apr	2,41	3,87	0,40	2,00	3,47	
mai	-2,25	-2,36	0,42	-2,67	-2,78	
jun	6,34	5,55	0,40	5,94	5,15	
jul	-2,95	-3,12	0,43	-3,38	-3,55	
aug	-0,29	-0,49	0,45	-0,74	-0,94	
sep	-3,21	-2,74	0,44	-3,66	-3,19	
okt	6,70	6,33	0,48	6,23	5,85	
nov	3,74	2,03	0,48	3,26	1,55	
des	5,42	5,89	0,51	4,91	5,38	
A. Vekst (geometrisk snitt)						
mnd	1,66	1,60	0,44			$(P_{00}/P_{99})^{1/12}-1$
år	**21,8**	**21,0**	**5,4**			$P_{00}/P_{99}-1$
B. Snitt avkastning (aritmetisk)						
mnd	1,74	1,67	0,44	1,30	1,23	
år	**23,0**	**22,0**	**5,4**	**16,8**	**15,8**	**$(1+mnd)^{12}$**
C. Standardavvik						
mnd	4,17	3,78	0,04	4,15	3,77	
år	**14,4**	**13,1**	**0,1**	**14,4**	**13,1**	**mnd x √12**
D. Diff-avk / diff-risiko						
Mnd				0,31	0,33	
år				**1,17**	**1,21**	

Del C av tabellen viser at Domini hadde en noe større avkastningsvariasjon enn S&P. Månedlig standardavvik var 4,17 % for Domini mot 3,78 % for S&P.

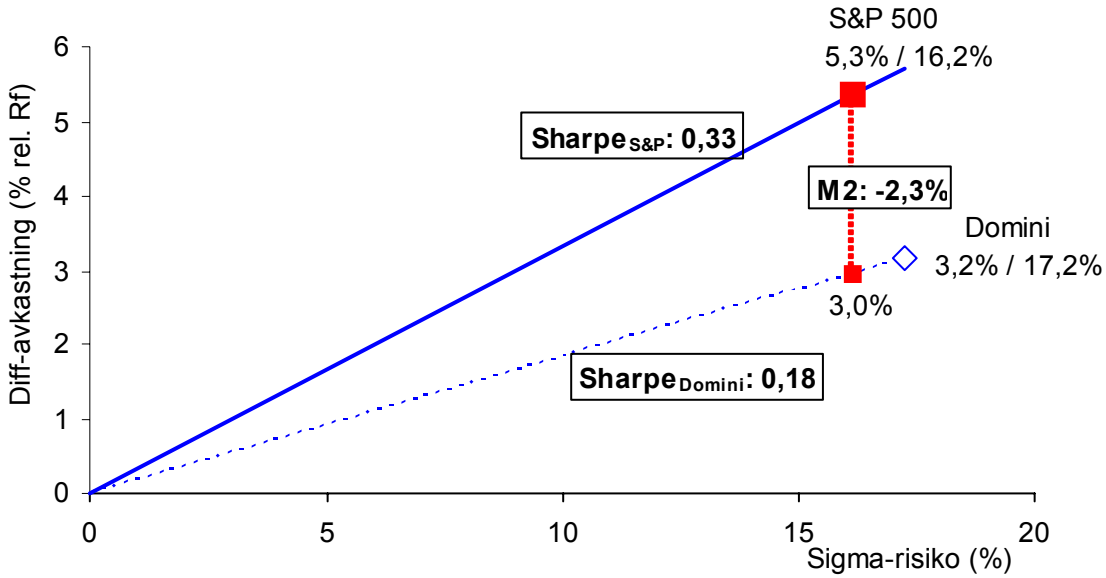
De to siste kolonnene i tabellen måler porteføljenes meravkastning i forhold til det risikofrie alternativet (1 måneds statssertifikater), som gir Sharpe-forholdene del D. Domini hadde en større gjennomsnittlig meravkastning enn S&P, men variasjonen var relativt sett enda større. S&P hadde derfor et marginalt høyere Sharpe-forhold 1,21 mot 1,17 for Domini. Vi har benyttet et årlig Sharpe-forhold, etter annualisering av både gjennomsnittlig avkastning og risiko.

Det er viktig å notere at årlige Sharpe-tall er betydelig høyere enn de tilsvarende månedstallene. Forholdet er tilnærmet $\sqrt{12}$, dvs. kvadratroten av antall måneder i året, som også gjelder for Treynor-forholdet og Informasjonsraten som skal drøftes nedenfor. Dette skyldes at gjennomsnittlig avkastning annualiseres (tilnærmet) med 12-ganger, mens standardavviket kun økes med $\sqrt{12}$. Dette[118] er en sentral innsikt

[118] Denne kvadratrotregelen forutsetter at suksessive, månedlige avkastningstall er (rimelig) ukorrelerte, og stasjonært fordelte. I så fall følger regelen av formelen for variansen (kvadrert standardavvik) av en sum av 12 månedlige, stokastiske avkastningstall: $\sigma_{år}^2 = 12\cdot\sigma_{mnd}^2 + 12\cdot11\cdot kov_{mnd} = 12\cdot\sigma_{mnd}^2 + 0$.

ved vurdering av avkastningsforholdet mellom investeringsperioder av ulik lengde, og ved vurdering av statistisk signifikans av ulike risikojusterte avkastningstall, jfr. kapittel 7. Bemerk også at standardavvikene for meravkastning (relativt til risikofri plassering) er ganske nøyaktig lik standardavvikene for absolutt avkastning (siden det er en svært liten månedlig variasjon i risikofri rente).

Figur 11.7 nedenfor sammenligner forholdet mellom Sharpe for Domini og S&P for hele perioden 1994-2002 (Domini-fondet ble startet først i 1994). Vi ser at referanseporteføljen S&P 500 hadde både vesentlig større meravkastning (5,3 % vs 3,3 %) og mindre risiko (16,2 % vs 17,8). S&P hadde derfor en nesten dobbelt så høy Sharpe som Domini.



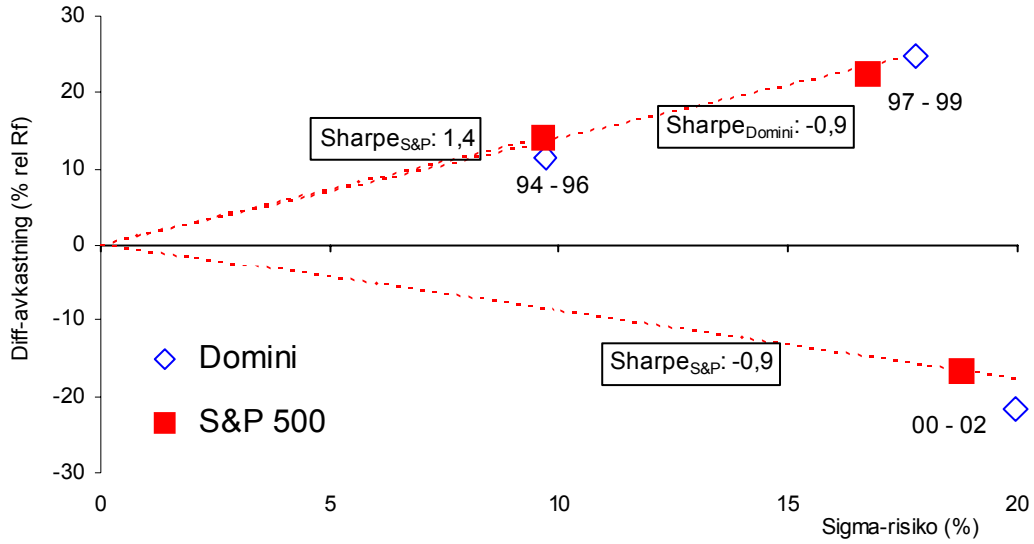
Figur 11. 7 Sharpe for Domini og S&P 500 1994 – 2002 (annualisert)

I figur 11.7 vises også det såkalte *M^2-målet*[119]. Sharpe er et ubenevnt forholdstall, og ikke umiddelbart forståelig. I tillegg har Sharpe-forholdet for en portefølje ingen selvstendig informasjonsverdi. Informasjon om for eksempel forvaltningskvalitet må utledes av en sammenligning med andre porteføljer eller med en referanseindeks. Sharpe forteller kun hvorvidt man slo det risikofrie alternativet, og i så fall hvilken kompensasjon investor fikk pr risikoenhet.

M^2 gjør en direkte sammenligning med Sharpe for en referanseportefølje (normalt markedsporteføljen), og produserer et mål på risikojustert meravkastning i forhold til referanseporteføljen. Dette kalles alternativt "*Risk Adjusted Performance*", eller RAP, og kan direkte sammenlignes med alfamålet som diskuteres i kapittel 5. M^2 er ganske enkelt lik forskjellen i Sharpe-rater multiplisert med referanseindeksens risiko. M^2 er positiv hvis porteføljen har høyere Sharpe enn referanseporteføljen, og er større jo større Sharpe-forskjellen er. I figur 11.7 har vi beregnet Dominis M^2 (annualisert) for 1999 til –2,3 % relativt til S&P 500. Dette er produktet av den lavere Sharpe for Domini (-0,15) og risikonivået for referanseindeksen S&P 500 (16,2 %).

[119] Forkortelse for Modligiani^2, siden målet ble introdusert av den velkjente amerikanske økonomen, nobelprisvinneren Franco Modligiani i samarbeid med hans sønnedatter Leah Modligiani, en analytiker i Morgan Stanley.

Figur 11.8 viser at Domini tapte i forhold til referanseporteføljen både i første og siste 3-års periode (1994-96 og 2000-02), men slo S&P marginalt i oppgangsperioden 1997-99. Dette kommer vi for øvrig tilbake til i del III av rapporten.



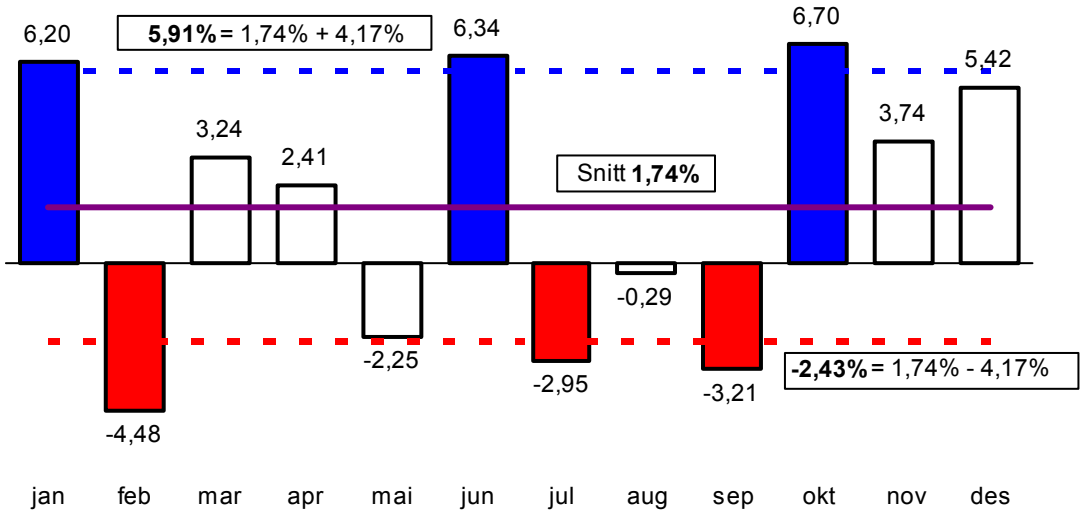
Figur 11.8 Variasjon i Sharpe for 3-års perioder (annualisert)

Større avkastningsvariabilitet reduserer langsiktig, forventet vekst
Standardavviket kvadrert (=variansen) måler gjennomsnittlig kvadrerte avvik fra avkastningssnittet. Som et eksempel benytter vi igjen tall for Domini fra 1999 som følger (jfr. avkastningstallene i tabell 11.2 ovenfor):

$$\text{Std.avvik}^2 = \underset{\text{jan}}{(6{,}20-1{,}74)^2} + \underset{\text{feb}}{(-4{,}48-1{,}74)^2} + \cdots + \underset{\text{des}}{(5{,}42-1{,}74)^2} = \underline{4{,}17}^2$$

Forutsatt rimelig normalfordelte avkastningstall, vil månedlig avkastning ligge utenfor intervallet +/-1 standardavviket (rundt snitt avkastning) i kun 4 av 12 måneder (ca 1/3 av utfall). Figur 11.9 viser at så mange som halvparten av Dominis avkastningstall lå utenfor et slikt intervall.[120]

[120] Uten at dette har statistisk signifikans (altfor få observasjoner), jfr. for øvrig diskusjonen av "tracking error", bl.a. for Domini, i kapittel 5.



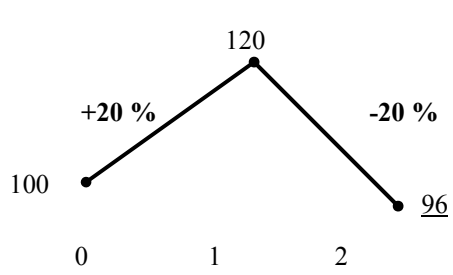
Figur 11.9 Månedlig % variasjon Domini Ethical

Tabell 11.2* nedenfor gjentar nedre delen av tidligere tabell 11.2. Vi er interessert i betydningen av forskjellen mellom de to avkastningsberegningene i tabellen, dvs.. forskjellen mellom gjennomsnittlig vekst i porteføljeverdi (første to linjer i tabellen; geometrisk snitt avkastning) og det enkle aritmetiske avkastningsgjennomsnittet. Vi ser at verdiveksten er betydelig lavere enn gjennomsnittlig avkastning. For de annualiserte tallene tapes hhv. 1,2 % og 1,0 % for Domini og S&P 500.

Verdiveksten taper i forhold til gjennomsnittlig avkastning som følge av variabiliteten i månedlige avkastningstall, og tapet er større jo større denne variabiliteten er. Dette er forskjellen mellom et geometrisk og et aritmetisk, enkelt gjennomsnitt, som illustrert i figur 11.10. Her er avkastningen 20 % første år, og -20 % andre året (rekkefølgen av tap og gevinst er uten betydning). Gjennomsnittlig årlig avkastning er 0 % (aritmetisk snitt), mens årlig vekst er -2 %. For å oppnå en verdivekst lik gjennomsnittlig avkastning må investert beløp (uttak av gevinster og påfyll for tap) holdes konstant.

Tabell 11.2: Domini Ethical Fund vs S&P 500 1999*

	Månedlig avkastning			**R - Rf**		
	Domini	S&P	Rf	Domini	S&P	
A. Vekst (geometrisk snitt)						
mnd	1,66	1,60	0,44			$(P_{00}/P_{99})^{1/12}-1$
år	**21,8**	**21,0**	**5,4**			$P_{00}/P_{99}-1$
B. Snitt avkastning (aritmetisk)						
mnd	1,74	1,67	0,44	1,30	1,23	
år	**23,0**	**22,0**	**5,4**	**16,8**	**15,8**	$(1+\text{mnd})^{12}$
C. Standardavvik						
mnd	4,17	3,78	0,04	4,15	3,77	
år	**14,4**	**13,1**	**0,1**	**14,4**	**13,1**	mnd x √12



Snitt avkastning: 0 % p.a.
aritmetisk: (20 %-20 %)/2

Snitt vekst: -2 % p.a.
geometrisk: $0{,}96^{1/2} - 1$

Figur 11.10 Aritmetisk vs geometrisk snitt

Risikotapet i verdiveksten vil være større jo større variasjonen i avkastningstallene er, som målt ved standardavvik. Dersom årlig avkastning i figur 11.10 varierte mellom +/- 10 %, ville snittvekst være -0,5 % (sluttverdi 99). En halvering av variabiliteten reduserer veksttapet med ¼. En passiv, langsiktig investor taper m.a.o. kapitalvekst dess mer volatil porteføljen er, f.eks. som følge av mindre diversifisering. At risiko koster i form av lavere vekst er viktig, siden denne kostnaden kommer i tillegg til at økt risiko i seg selv er uønsket for investor (jfr. risikojustert avkastning nedenfor), og siden etiske restriksjoner på forvaltningen nødvendigvis innebærer redusert diversifisering av en portefølje.

Tabell 11.3 Domini vs S&P 500 1994 – 2002

	Månedlig % avkastning			Diff. vs Rf		
	Domini	**S&P**	**Risikofri**	**Domini**	**S&P**	
Vekst (geometrisk snitt)						
mnd	0,55	0,74	0,42			$(P_{02}/P_{93})^{1/108} - 1$
år	**6,8**	**9,3**	**5,1**			$(P_{02}/P_{93})^{1/9} - 1$
Snitt avkastning (aritmetisk)						
mnd	0,68	0,85	0,42	0,26	0,44	
år	**8,4**	**10,7**	**5,1**	**3,2**	**5,3**	$(1+\text{mnd})^{12}$
Std avvik						
mnd	5,00	4,69	0,12	4,98	4,67	
år	**17,3**	**16,2**	**0,4**	**17,2**	**16,2**	mnd x √12
Diff-avk / diff-risiko						
Mnd				0,05	0,09	
P.a.				**0,18**	**0,33**	

Betydning av mindre diversifisering illustreres ved en sammenligning mellom Domini og S&P i tabell 11.2*. Siste to linjer i tabellen viser at Domini hadde en noe større variasjon enn S&P, med standardavvik for månedlig avkastning på hhv 4,17 % og 3,78 %. Videre ser vi samme effekt i tabell 11.3, som beregner avkastning og risiko for hele perioden 1994-2002. Her har risikotapene for kapitalveksten økt til hhv. 1,5 % for Domini og 1,4 % for S&P 500.[121]

[121] Enkelte vil kjenne igjen denne effekten som følgende tilnærmede forskjell mellom aritmetisk og geometrisk gjennomsnitt for en stokastisk vekstprosess med volatilitet σ (standardavvik til prosentvise vekst):
Aritm. snitt = Geom. snitt – $0{,}5 \cdot \sigma^2$. Dette er en tilnærming som stemmer godt med forskjellene i tabellen, for eksempel for Domini: $0{,}5 \cdot 0{,}173^2 = 1{,}5$ % (annualisert).

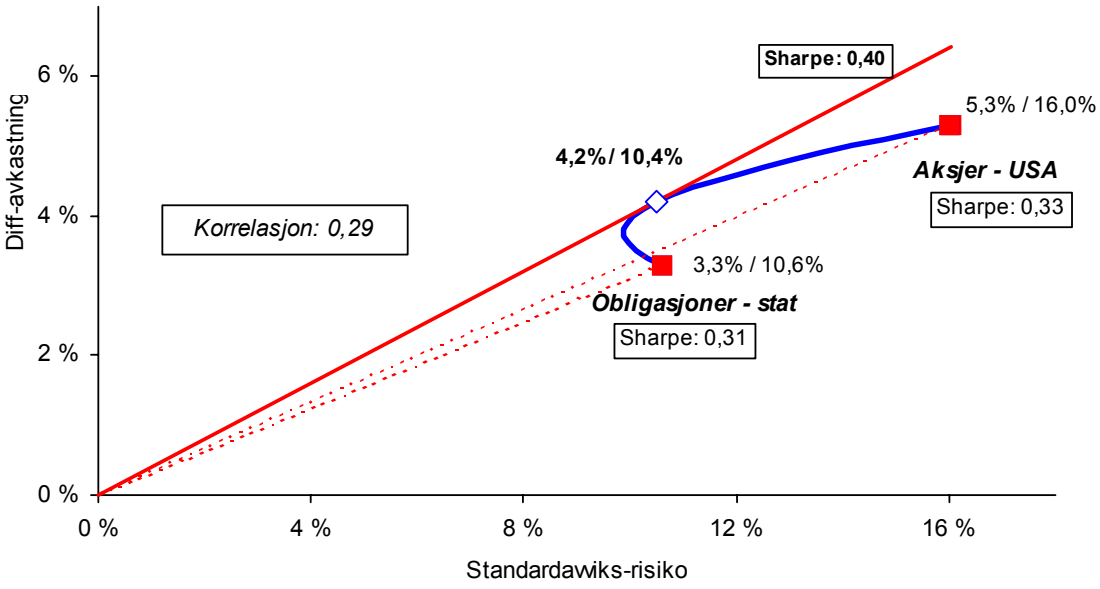
5. Risikodiversifikasjon og CAPM

Porteføljeanalyse og risikodiversifikasjon

Sharpe eller M^2 som mål på risikojustert avkastning forutsetter at dette er investors eneste risikable investeringer, eventuelt at andre investeringer er perfekt korrelerte. Investors investeringsvalg er antatt å være begrenset til kombinasjoner av fondet og en risikofri plassering, hvor valget bestemmes av investors grad av risikoaversjon. Dersom investor vurderer en kombinasjon med andre risikable investeringer, må vi ta hensyn til forskjeller i risikoprofiler og korrelasjoner mellom investeringene. F.eks. i figur 11.1 ovenfor vil en investor vurdere en kombinasjon av amerikanske og internasjonale aksjer, snarere en hvert alternativ for seg. Videre vil investor kanskje vurdere valget av en aksjeportefølje i lys også av at deler av formuen er plassert i obligasjoner. I det foregående talleksemplet, hvor vi sammenlignet Domini og S&P 500, kan det tilsvarende være et spørsmål om både-og, snarere enn enten-eller, f.eks. at kun deler av formuen plasseres i det etiske fondet, mens resten går i referanseindeksen.

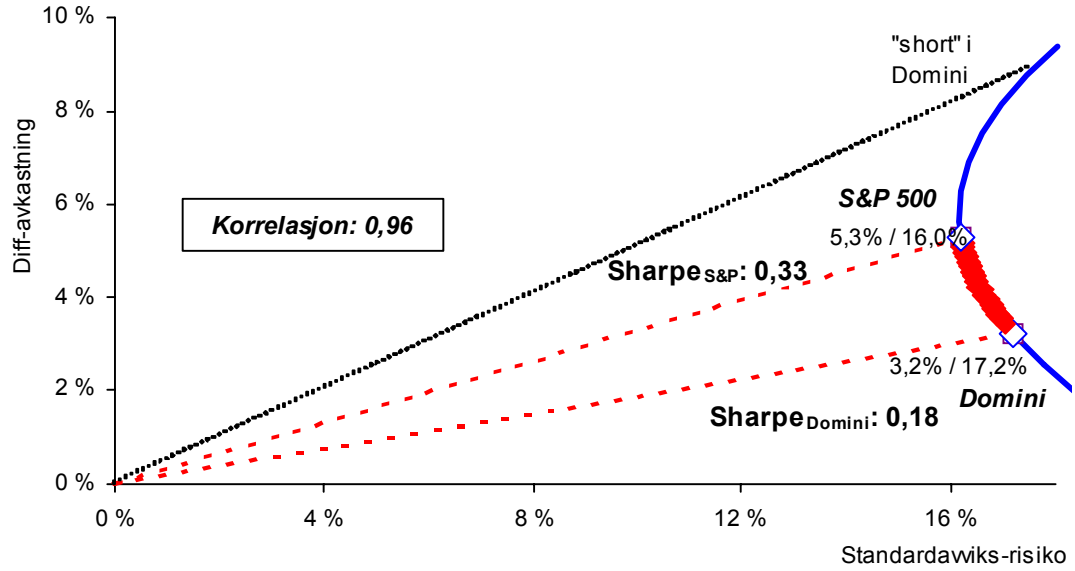
Kombinasjoner av risikable porteføljer vil normalt tilby et bedre forhold mellom avkastning og risiko, dvs. en høyere Sharpe. Det kan således godt være at et fond med relativt lavt Sharpe-forhold allikevel er interessant fordi fondet har spesielt lav risiko og/eller korrelasjon i forhold til investors formuesportefølje.

Dette illustreres i figur 11.11, hvor vi har gjort en enkel (Markowitz) porteføljeanalyse der vi kombinerer amerikanske aksjer (S&P 500) med lange statsobligasjoner. Vi har benyttet gjennomsnittlig avkastning, risiko og korrelasjon som beregnet fra månedlige avkastningstall for hele perioden 1970-2002 (jfr. også tabell 11.1). Aksjer hadde en marginalt høyere Sharpe (0,33 vs 0,31). Når man tar hensyn til den svært lave korrelasjonen 0,29 mellom aksjer og obligasjoner (en korrelasjon som faktisk er nær –0,90), blir allikevel obligasjoner overvektet i den optimale blandingen (57 % obligasjoner og 43 % aksjer). Den optimale optimale blandingen maksimerer mulig Sharpe, og vi ser at dette produserer et betydelig høyere Sharpe-forhold på 0,40.



Figur 11.11 Optimal kombinasjon av aksjer og obligasjoner

I figur 11.12 tester vi samme mulighet i forholdet mellom S&P 500 og Domini, basert på tallene fra perioden 1994-2002 i tabell 11.3. S&P 500 hadde en Sharpe nær det dobbelte av Domini, men kanskje kunne Domini tilby en interessant diversifikasjonsmulighet? Dette var imidlertid overhodet ikke tilfelle, som klart fremgår av figur 11.12. Kun "short" posisjoner i Domini inngår i de effisiente porteføljeblandingene, dvs.. langs den positivt stigende delen av porteføljefronten. Figuren viser hvordan dette hadde økt porteføljens Sharpe, i forhold til en 100 % investering i S&P 500. Årsaken til dette er Dominis svært lave Sharpe, sammen med høy risiko og en høy korrelasjon på 0,96. Som det vil fremgå av diskusjonen i del III har for øvrig Dominis avkastning snarere blitt relativt dårligere enn bedre i de siste tre årene.



Figur 11.12 Diversifikasjon mellom Domini og S&P 500?

CAPM: Alfa og Treynor

Effisient porteføljediversifikasjon er relativt enkelt når man kun har to, eller noen få plasseringsalternativer. Problemet akselererer i kompleksitet med antallet porteføljer eller verdipapirer, og dette gjelder i særdeleshet antall avkastningsparametre som må estimeres og vurderes. Vi bør en oppfatning om avkastning og risiko for hvert alternativ, og vi trenger korrelasjoner mellom hvert par av alternativer. Med 10 alternativer trengs 65 tall (herav 45 korrelasjoner), og dette eksploderer til 5.150 tall ved 100 alternativer (herav 4.950 korrelasjoner). Tallene bør reflektere investors forventninger for en fremtidig periode, som kun i begrenset (og uklar) grad vil tilsvare historiske erfaringer og beregninger. Når vi så vet at metoden er meget følsom overfor variasjoner i inputdata (spesielt gjennomsnittlig avkastning), er det klart at man ser etter enklere alternativer.

Samtidig vil nok mange investorer eller forvaltere innrømme at de faktisk ikke har noen spesielt god oppfatning om fremtidige avkastningsforhold, og i hvert fall ikke i forhold til rådende "markedsforventninger".

Kapitalverdimodellen eller CAPM ("Capital Asset Pricing Model") er derfor svært nyttig. Modellens hovedbudskap er nettopp: "If you can't beat them, then join them." Glem forsøket på selvstendige analyser og vurderinger, og kjøp heller markedsporteføljen. Modellen gir dessuten en viss indikasjon på hvordan man eventuelt kan justere denne porteføljen for avvikende oppfatninger om bestemte plasseringer.[122]

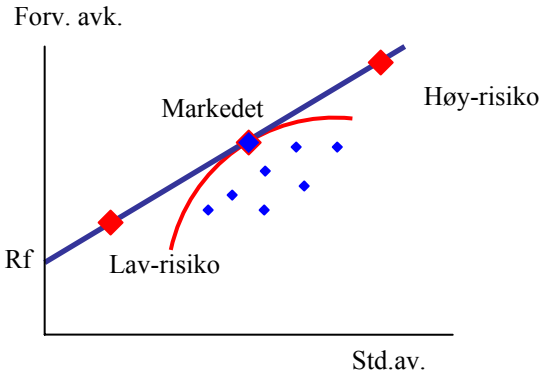
CAPM tar utgangpunkt i en sentral egenskap ved et optimalt porteføljevalg, at *dersom investor også har et risikofritt alternativ, vil blandingen av de risikable alternativene være uavhengig av hans risikopreferanser*. Dette er allerede illustrert i figur 11.3 ovenfor, dvs. at man bør velge vil velge en risikabel portefølje med maksimal Sharpe-rate, og så skalere porteføljens risikonivå til det ønskede ved risikofri plassering (lavere risiko) eller lån (høyere risiko). Investorer med like forventninger om alternativenes avkastning og risiko vil derfor velge samme blanding av de risikable porteføljene, uavhengig av forskjeller i deres risikopreferanser. Dette forutsetter at investeringsalternativene har relativt symmetriske avkastningsfordelinger (f.eks. normalfordelte), og at investorene har tilsvarende "symmetriske" risikopreferanser, dvs. som kun avhenger av formuens gjennomsnittlige avkastning og risiko.[123]

Dersom alle investorer har (omtrent) samme forventninger, må deres felles blanding av de risikable alternativene tilsvare den aggregerte markedsblandingen, den såkalte

[122] For mer operasjonelle metoder for "aktiv-passiv" forvaltning må man nok søke råd i prinsipper utledet rundt informasjonsraten, f.eks. Treynor & Black (1973) eller Grinold & Kahn (1995); jfr. også kapittel 6.

[123] Disse to forutsetningene fremstilles ofte som et "enten-eller", mens begge egentlig trengs i praksis. "Symmetriske" risikopreferanser innebærer at store negative avkastningsutfall ikke innebærer noen spesiell kostnad for investor utover et vanlig risikofradrag (i forhold til tilsvarende store positive utfall). Dette vil ofte være en urimelig forutsetning innenfor et balanseperspektiv for investor, hvor investeringsporteføljen skal dekke opp pensjons- eller andre forpliktelser. Her vil store negative utfall kunne være et spørsmål om "liv-eller-død", og derfor gi opphav til såkalte "short-fall" risikopreferanser. Slike preferanser vil ofte modifisere resultatene fra en porteføljeanalyse med symmetriske preferanser, jf f.eks. Jorion (2002).

markedsporteføljen (normalt definert som en internasjonal eller nasjonal, bred børsindeks). Dette er hovedbudskapet i CAPM, som er illustrert i figur 11.13.

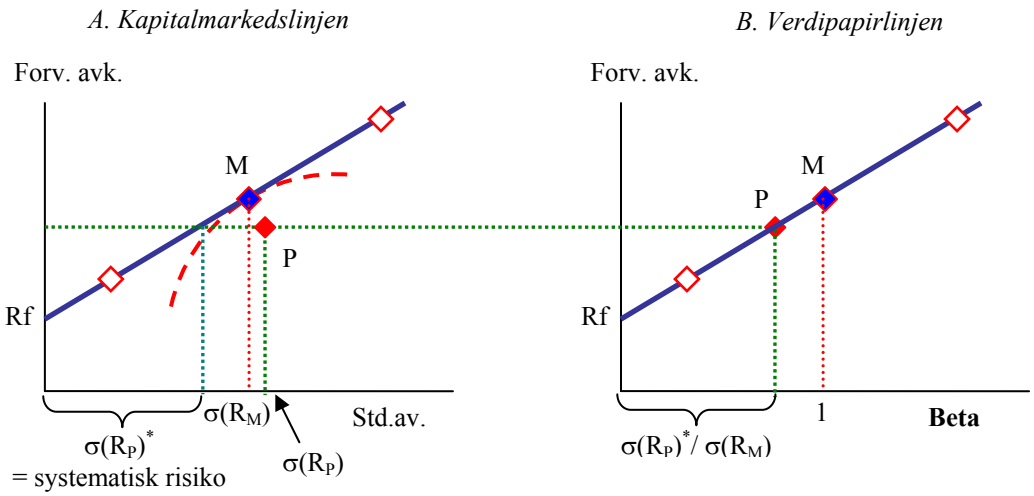


Figur 11.13 CAPM og kapitalmarkedslinjen

Hver av de små prikkene i figuren representerer et risikabelt investeringsalternativ, og den krummede kurven gir avkastning og risiko for effisiente blandinger (maks avkastning for hvert risikonivå, eller ekvivalent, minimum risiko for hvert avkastningsnivå). Den effisiente risikable blandingen med maksimal Sharpe-rate finnes i tangeringspunktet mellom denne kurven og en stråle fra det risikofrie alternativet (Rf).

Alle investorer med felles "markedsforventninger" vil holde markedsporteføljen i kombinasjon med det risikofrie alternativet. Forskjeller i risikopreferanser vil kun bestemme blandingsforholdet mellom markedsporteføljen og det risikofrie alternativet. Figuren illustrerer det endelige valget for en relativt risikoavers investor ("lav risiko") i forhold til en mer dristig investor ("høy risiko").

Disse porteføljene ligger langs kapitalallokeringslinjen gjennom markedsporteføljen, og har samme (maksimale) Sharpe. Linjen kalles kapitalmarkedslinjen, og gir alle optimale porteføljer for passive investorer med "markedsforventninger". Porteføljenes avkastning er perfekt korrelert med markedsporteføljens avkastning. Porteføljene er perfekt diversifiserte relativt til markedsporteføljen, og har kun markedsrisiko, eller såkalt systematisk risiko. Alle andre porteføljer eller verdipapirer ligger under kapitalmarkedslinjen, f.eks. portefølje P i figur 11.14.A. Denne plasseringen har større risiko enn en portefølje på kapitalmarkedslinjen med samme avkastning (horisontalt, til venstre), eller lavere avkastning enn en portefølje med samme risiko (vertikalt, over).

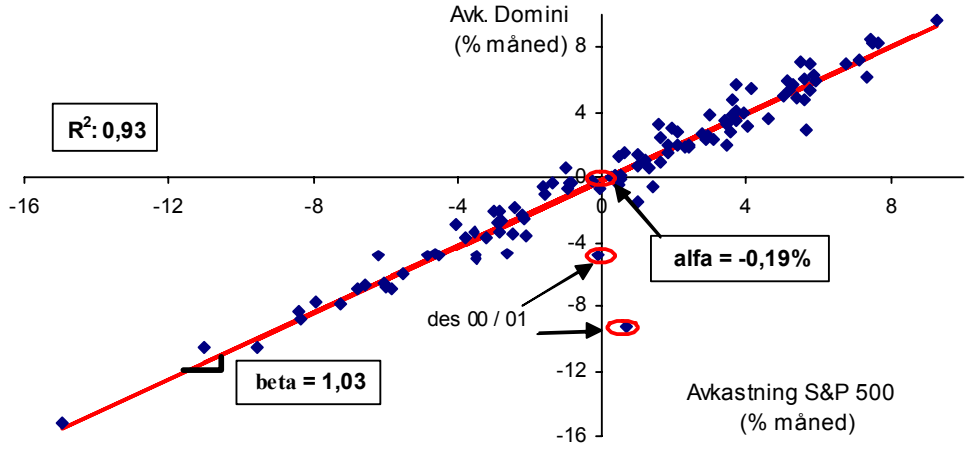


Figur 11.14 Kapitalmarkeds- og verdipapirlinjen

En passiv investor vil holde P kun som en del av markedsporteføljen. Diversifikasjon eliminerer effekten av ukorrelert avkastningsvariasjon mot markedsporteføljen. Den gjenværende, systematiske risikoen er derfor lik porteføljens totale risiko **σ(R$_P$)** justert ned med korrelasjonen mellom porteføljens og markedsporteføljen avkastning, jfr. telleren i følgende uttrykk.

$$(1) \qquad \text{beta} = \frac{\text{korrelasjon}(R_P, R_M) \cdot \sigma(R_P)}{\sigma(R_M)} \equiv \frac{\sigma(R_P)^*}{\sigma(R_M)}$$

Justert risiko **σ(R$_P$)*** settes i forhold til markedsporteføljens risiko **σ(R$_M$)**, og gir det velkjente betarisikomålet. Overgangen fra total risiko til justert betarisiko illustreres ved overgangen fra figur 11.14.A til figur 11.14.B. Dette gir oss verdipapirlinjen, som inneholder alle risikable plasseringer, enten på eller under kapitalmarkedslinjen i figur 11.14.A. Verdipapirlinjen beskriver det enkle CAPM-budskapet at alle plasseringer er likeverdige for passive investorer, som holder markedsporteføljen.



Figur 11.15 Regresjon Domini mot S&P 500 månedlig 1994 - 2002

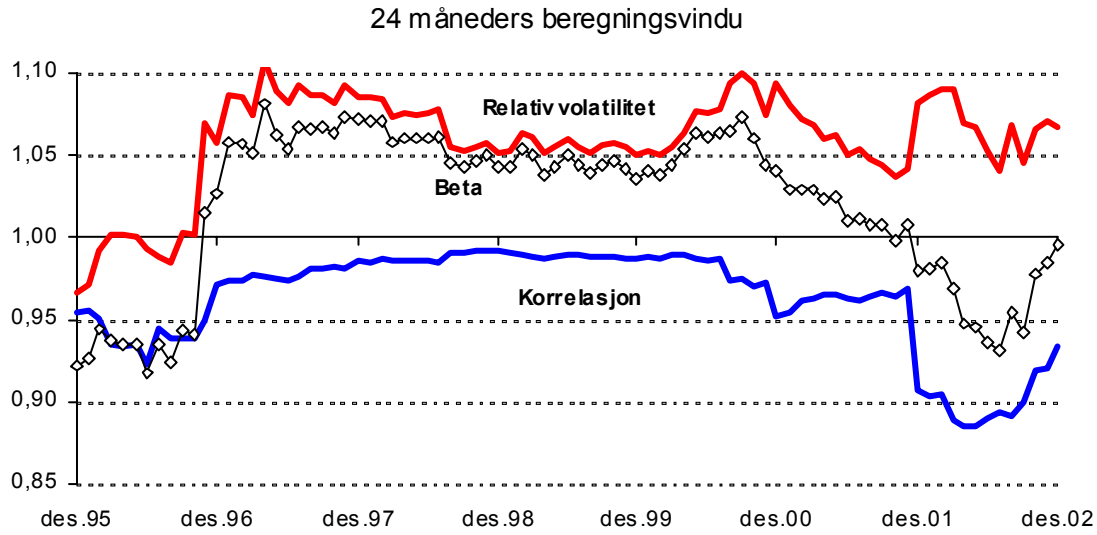
Definisjonen (1) av betakoeffisienten tilsvarer helningskoeffisienten i en lineær regresjon mellom porteføljens og markedsporteføljens avkastning. Figur 11.15 illustrerer beregningen av beta for Domini for perioden 1994-2002, målt relativt til S&P 500 (betraktet for illustrasjonens skyld som markedsporteføljen for det amerikanske aksjemarkedet). Vi bruker månedlige tall for meravkastning over risikofri rente, og hvert punkt i figuren gir et sammenhørende månedstall for S&P 500 (horisontalt) og Domini (vertikalt). Vi ser de ekstreme kursutslagene for Domini i desember 2000 og 2001, jfr. figurene 11.20-11.22 nedenfor.

Regresjonen i figur 11.15 benytter den såkalte markedsmodellen

$$(2) \qquad R_P - R_F = \text{alfa} + \text{beta} \cdot (R_M - R_F) + \varepsilon,$$

hvor restleddet **ε** er pr definisjon ukorrelert med markedsporteføljens meravkastning, og har null gjennomsnittlig verdi. Dette reflekterer fondets usystematiske avkastningsvariasjon. Konstantleddet alfa skal være null under CAPM, og kan ellers oppfattes som gjennomsnittlig verdi for fondets usystematiske avkastningsvariasjon.

Figur 11.15 viser at Dominis beta i perioden er marginalt høyere (1,03) enn representativ betaverdi 1,0 for markedet, jfr. også figur 11.14.B. Dette betyr at Dominis systematiske avkastningsvariasjon (dvs. korrelert med markedsporteføljens variasjon) har gjennomsnittlig hatt noe større utslag enn for markedsporteføljen.



Figur 11.16 Beta for Domini - korrelasjon og relativ volatilitet 1994 – 2002

Figur 11.16 viser hvordan den løpende, mer kortsiktige betaverdien har variert over perioden, og hvordan nivå og variasjon kan dekomponeres i fondets relative volatilitet $\sigma(R_P)/\sigma(R_M)$ og korrelasjon i forhold til markedsporteføljen, jfr. betaformel (1). Figuren viser at Dominis avkastningsvariasjon har vært relativt stabilt høyere enn indeksens variasjon. Unntaket er de første årene, som nok reflekterer forhold ved fondets oppstart, og som også preger korrelasjonen. Korrelasjonen er ellers stabil høy frem til årsskiftet 1999/2000, og faller så dramatisk. Her dominerer fondets tilsynelatende manglende diversifikasjon og usystematiske risiko, og dessverre

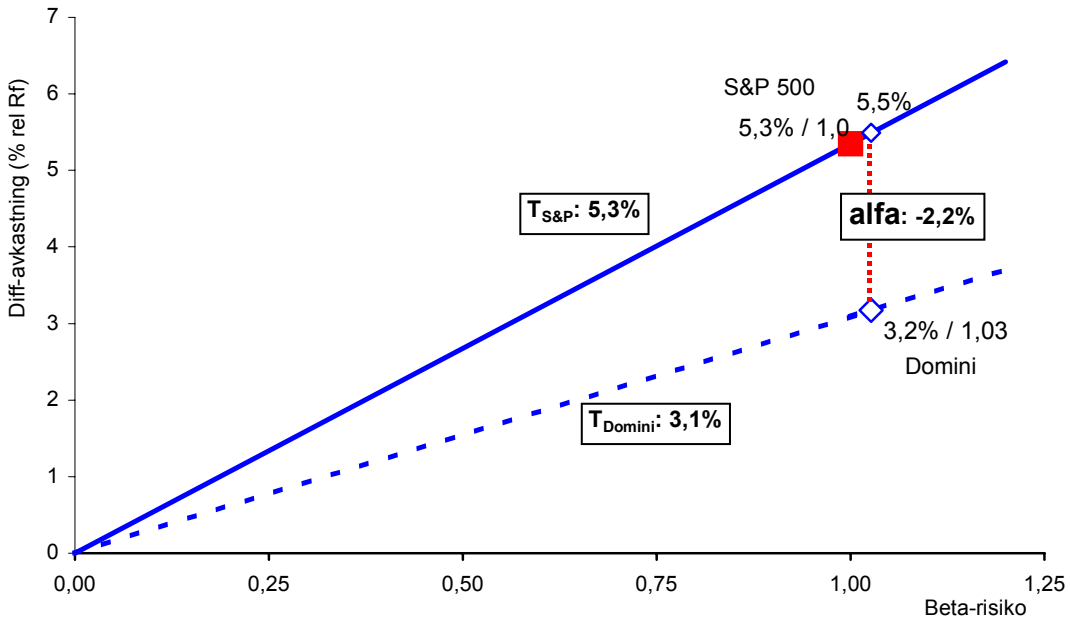
nettopp i en periode med ellers store tap for investorene, jfr. også figurene 11.20-11.22 i kapittel 6.

Regresjonsanalysen i figur 11.15 viser at Domini har hatt en månedlig alfa på -0,19 % i løpet av de 9 årene 1994-2002, eller -2,2 % annualisert, jfr. figur 11.17 og tabell 11.5 nedenfor. Dette forteller at Domini har hatt en vesentlig risikojustert mindreavkastning i forhold til andre, representative aksjefond. I kapittel 7 gjør vi en statistisk signifikanstest av Dominis alfa.

Figur 11.17 nedenfor viser Dominis alfa i forhold til periodens verdipapirlinje.[124] Verdipapirlinjen går gjennom S&P 500, og helningen er lik indeksens meravkastning 5,3 % annualisert, i forhold til risikofri plassering (markedspremien eller "equity premium"). Den prikkede linjen gjennom Domini har helning 3,1 %, som tilsvarer fondets Treynor-forhold:

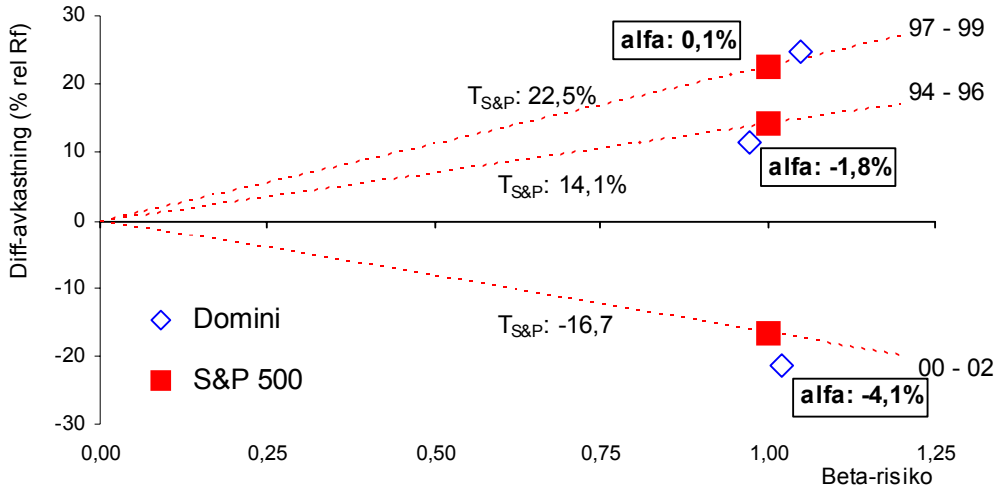
$$Treynor_{Domini} = \frac{\overline{R}_{Domini} - Rf}{\beta_{Domini}} = \frac{3{,}2\%}{1{,}03} = 3{,}1\%\,,$$

dvs.. meravkastning skalert ned til representativ betaverdi 1,0. Alfa måler den vertikale avstanden mellom de to linjene, i forhold til Domini:



Figur 11.17 Alfa og Treynor for Domini 1994 – 2002

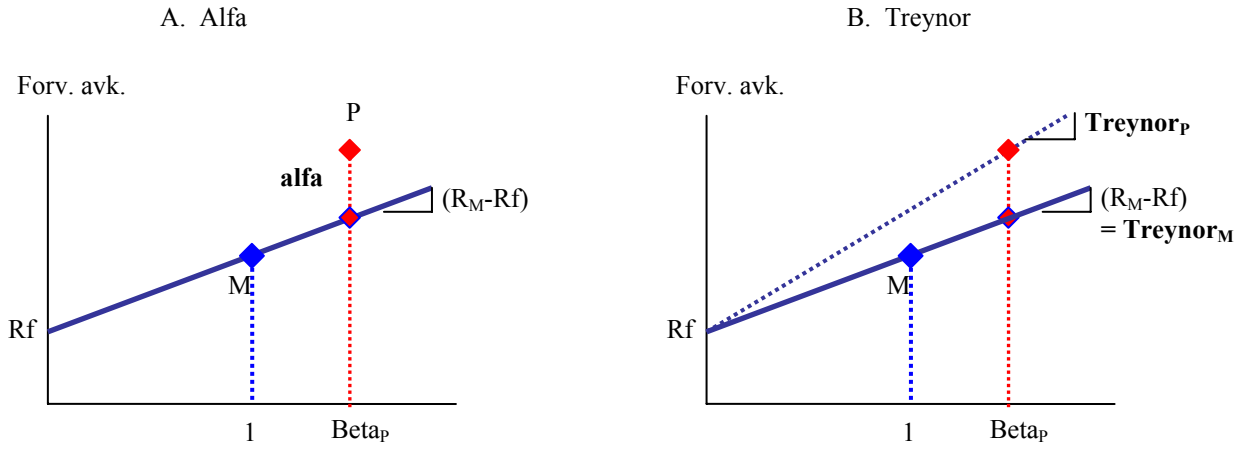
[124] Igjen bør det presiseres at S&P 500 er valgt som markedsportefølje mer for illustrasjonens skyld. Indeksen er allikevel den dominerende benchmark for amerikanske, brede aksjeporteføljer.



Figur 11.18 Variasjon i alfa og Treynor for 3-års perioder

$Alfa_{Domini} = (R_{Domini} - Rf) - \beta \cdot (R_M - Rf) = 3{,}2\ \% - 1{,}03 \cdot 5{,}3\ \% = \mathbf{-\ 2{,}2\ \%}$.

Dette er analogt med definisjonen av M^2, ved justering for total risiko, og bruk av kapitalmarkedslinjen. Det er også en annen, mer subtil forskjell mellom alfa og M^2. Alfa måler risikojustert meravkastning relativt til fondets (beta-) risiko, mens M^2 måler relativt til markedsporteføljens referanseindeksens risikonivå. Bruk av referanseindeksens risikonivå er nok mer relevant ved vurdering av forvaltningsresultater, men her er nok valget mer et spørsmål om konvensjoner og smak og behag.[125] Figur 11.18 ovenfor viser variasjonen i Dominis annualiserte alfa og posisjon i forhold til verdipapirlinjen for treårs perioder, og vi ser at Domini hadde en (marginal) positiv alfa 0,1 % kun i den "nye økonomi" perioden 1997-1999. Figur 11.19 nedenfor viser ellers det generelle forholdet mellom Treynor og alfa.



Figur 11.19 Alfa og Treynor for portefølje

6. Spesielt om risikoen for avkastningsavvik mellom indekser

[125] For å gjøre en mulig forvirring enda større, kan vi nevne at lærebøker ofte benytter et alternativt "alfa-mål", kalt "justert Treynor". Her reduseres fondets Treynor med markedsporteføljens meravkastning (eller Treynor), og svarer til avstanden mellom linjene i figur 17, i forhold til markedsporteføljens beta. Man bruker m.a.o. referanseindeksens risikonivå, som for M^2.

De absolutte avkastningsmålene Sharpe og Treynor
Sharpe og Treynor fremstår som interessante risikojusterte avkastningsmål for et fond eller en indeks. Begge mål gir forholdet mellom meravkastning og risiko for fondet, målt relativt til periodens risikofrie alternativ. Meravkastningen er den samme, og forskjellen mellom målene går kun på definisjonen av risiko. Sharpe bruker fondets totale risiko, og forutsetter at dette er investors eneste risikable plassering (*makronivå for investor*). Treynor forutsetter at fondet holdes som del av en bred, veldiversifisert portefølje, dvs. som kopierer markedsporteføljen. Total risiko er derfor justert for diversifiserbar risiko (*mikronivå for investor*).

Verken Sharpe eller (spesielt) Treynor er allikevel særlig benyttet i praksis, jfr. f.eks. Simons (1998). Det er flere grunner til dette, f.eks. at dette er absolutte mål, som sammenligner med det risikofrie alternativet. Investor er ofte mer interessert i en direkte sammenligning med en risikabel referanseindeks, det passive alternativet. M^2 og alfa kan derfor gjøre bedre nytte, men heller ikke disse målene er særlig brukt i praksis.

Den manglende bruk av CAPM-målene Treynor og alfa kan også ha en mer fundamental forklaring. Disse målene forutsetter at investor totalt sett holder markedsporteføljen, slik at fondets usystematiske risiko er irrelevant. Denne forutsetningen vil aldri være tilfredsstilt i praksis. Dette ville bety at fondet selv er identisk med markedsporteføljen (dvs. null alfa), eller at fondets skjevhet i forhold til markedsportefølje er et speilbilde av netto skjevhet for andre plasseringer (dvs. null alfa for totalporteføljen).[126] Aktiv (og passiv) forvaltning vil derfor pådra investor diversifiserbar risiko, og dette fjerner grunnlaget for bruken av CAPM-målene Treynor eller alfa (alene).

Informasjonsraten
Moderne forvaltning er preget av bevisste avvik fra perfekt indeksering, både for delporteføljer eller for investors samlede portefølje. Dette kan være motivert ut fra ønsket om å spare transaksjonskostnader, og innebærer at også en indeksforvalter vil avvike fra referanseindeksen. Mer vanlig er avvik begrunnet ut fra troen på verdiskapning fra aktiv forvaltning, at "tilting" i favør av bestemte selskaper, bransjer eller sektorer kan generere risikojustert meravkastning. Dette er som veddemål mot markedet. Det er derfor viktig at veddemålene er mest mulig ukorrelerte innenfor, og på tvers av delporteføljer. Positivt korrelerte veddemål vil virke risikoforsterkende, mens negativ korrelasjon vil kunne ødelegge forventet total verdiskapning (jfr. speilbildeskjevheter ovenfor).

Korrelasjonen fokuserer på den usystematiske risikoen i veddemålene, siden skjevheter i veddemålenes betarisiko kan justeres på totalt porteføljenivå.[127] Idealet i moderne forvaltning er derfor løpende å gjøre et meget stort antall ukorrelerte (og verdiskapende) veddemål, for å eliminere usystematisk risiko for totalporteføljen.

[126] En tredje mulighet er at investors totalportefølje inneholder et stort antall delporteføljer med ukorrelerte usystematiske risikoer, jfr. nedenfor. Treynor & Black (1973) viser at det relevante risikojusterte avkastningsmålet for delporteføljene er alfa/$\sigma(\varepsilon)$ - jfr. den såkalte " appraisal ratio nedenfor – og ikke Treynor eller alfa alene.
[127] Merk at usystematisk risiko kan være korrelert på tvers av selskaper og bransjer, selv om den (pr definisjon) er ukorrelert med markedsporteføljen. Dette er en forklaring på bruken av flerfaktormodeller i moderne forvaltning.

Dette idealet er umulig å realisere i praksis, fordi antallet verdiskapende og uavhengige veddemål er begrenset. Investors totalportefølje vil derfor ha usystematisk risiko. Sharpe og M^2 er fortsatt relevante mål, men i praksis dominerer informasjonsraten (IR):

$$IR = \frac{\overline{R}_P - \overline{R}_M}{\sigma(R_P - R_M)}.$$

Telleren er fondets gjennomsnittlige differanseavkastning i forhold til en referanseindeks eller markedsporteføljen, og nevneren er standardavviket for differanseavkastningen, også kalt "trackingfeilen" ("tracking error").

En omskriving av markedsmodellen (2) ovenfor gir følgende uttrykk for periodevis differanseavkastning

$$(3)\ R_P - R_M = \text{alfa} + (\text{beta} - 1) \cdot (R_M - R_F) + \varepsilon.$$

Differanseavkastningen har to klart forskjellige komponenter:
1. usystematisk avkastning: porteføljen er tiltet i favør av "underprisede" verdipapirer på bekostning av "overprisede" (såkalt "stock picking"), og har gitt differanseavkastningen (alfa+ε),
2. systematisk avkastning: denne tiltingen, eller bruk av derivater ("gearing") eller risikofri plassering har gjort at porteføljen er mer eller mindre markedseksponert enn en nøytral portefølje (beta <> 1), (såkalt taktisk allokering eller "markedstiming").

Dersom relasjon (3) brukes i definisjonen av IR får vi uttrykket:

$$(4)\qquad IR = \frac{\alpha + (\text{beta} - 1) \cdot (\overline{R}_M - \overline{R}_F)}{\sqrt{\sigma(\varepsilon)^2 + (\text{beta} - 1)^2 \cdot \sigma(R_M - R_F)^2}}.$$ [128]

Dette gir to spesialtilfeller:

(i) kun usystematisk differanseavkastning (beta = 1)

$$IR = \frac{\alpha}{\sigma(\varepsilon)} = \text{"appraisal ratio"}.$$

(ii) Kun systematisk differanseavkastning (beta <> 1 og alfa = ε = 0)

$$IR = \frac{\overline{R}_M - \overline{R}_F}{\sigma(R_M - R_F)} = \text{Sharpe for markedsporteføljen}.$$

Første tilfelle beskriver den vanlige oppfatningen av formålet ved aktiv forvaltning. Informasjonsraten er i så fall en slags risikojustert meravkastning: forvalters alfa satt i forhold til usystematisk risiko. Dette er den opprinnelige tolkningen av informasjonsraten, jfr. Treynor & Black (1973) og Goodwin (1998), at den kan gi

[128] Siden risikofri rente Rf varierer svært lite, kan standardavviket $\sigma(R_M\text{-}Rf)$ like gjerne beregnes direkte fra brutto avkastningstall, dvs. ved $\sigma(R_M)$.

informasjon om forvalters evne til å identifisere feilprisede aksjer. Det andre spesialtilfellet har en helt annen tolkning, at forvalter utnyttet (bevisst eller ubevisst) markedsporteføljens meravkastning i perioden – en slags taktisk allokering. Betatilting vil normalt være irrelevant ved vurdering av forvalters kvalitet, og vil enten bli nøytralisert av omvendt tilting i andre delporteføljer, eller i prinsippet bli justert på aggregert nivå.

Informasjonsraten vil normalt reflektere en kombinasjon av begge effekter. Informasjonsraten vil øke med porteføljens betaverdi hvis markedspremien er positiv (begynner å falle først for svært høye betaverdier), og omvendt dersom markedspremien er negativ.[129] Dette betyr at man bør være forsiktig ved tolkningen av informasjonsratens verdi. En spesielt høy informasjonsrate kan reflektere god forvaltningskvalitet, men kan også være resultatet av en høy porteføljebeta og positiv markedspremie (eller lav beta og negativ markedspremie). En negativ informasjonsrate kan omvendt reflektere dårlig forvaltningskvalitet, men kan også være resultatet av en høy porteføljebeta og negativ markedspremie (eller lav beta og positiv markedspremie).

Dominis informasjonsrate for 1999 viser at dette er en reell problemstilling, jfr. siste kolonne tabell 11.4 nedenfor.

[129] Gjennomsnittlig differanseavkastning i telleren for IR er lineært økende med beta ved positiv markedspremie, og lineært fallende ved negativ markedspremie. Tracking-feilen i nevneren øker tilnærmet proporsjonalt med $(\beta\text{-}1)^2$, dvs. akselererende tracking-feil i absolutt beta-avvik.

Tabell 11.4 Domini Ethical Fund vs S&P 500 for 1999

	Månedlig avkastning			R - Rf		Domini
	Domini	S&P	Rf	Domini	S&P	**- S&P**
jan	6,20	4,18	0,43	5,76	3,75	2,01
feb	-4,48	-3,11	0,39	-4,87	-3,49	-1,37
mar	3,24	4,00	0,42	2,82	3,58	-0,76
apr	2,41	3,87	0,40	2,00	3,47	-1,47
mai	-2,25	-2,36	0,42	-2,67	-2,78	0,11
jun	6,34	5,55	0,40	5,94	5,15	0,79
jul	-2,95	-3,12	0,43	-3,38	-3,55	0,17
aug	-0,29	-0,49	0,45	-0,74	-0,94	0,20
sep	-3,21	-2,74	0,44	-3,66	-3,19	-0,47
okt	6,70	6,33	0,48	6,23	5,85	0,38
nov	3,74	2,03	0,48	3,26	1,55	1,71
des	5,42	5,89	0,51	4,91	5,38	-0,47
B. Snitt avkastning (aritmetisk)						
mnd	1,74	1,67	0,44	1,30	1,23	0,07
år	23,0	22,0	5,4	16,8	15,8	**1,0**
C. Standardavvik						
mnd	4,17	3,78	0,04	4,15	3,77	1,08
år	14,4	13,1	0,1	14,4	13,1	**3,7**
D. Diff-avk / diff-risiko						
mnd				0,31	0,33	0,06
år				1,17	1,21	**0,26**
Korrelasjon				0,97		
Beta				**1,07**		
Alfa - år				**-0,1**		

Domini hadde en gjennomsnittlig meravkastning 1,0 % p.a. i forhold til S&P 500, og en trackingfeil på 3,7 %. Annualisert informasjonsrate var derfor +0,26. Dette indikerer aktiv verdiskapning, men Dominis negative alfa gir det motsatte signalet, jfr. annualisert alfa -0,1 % i siste linje i tabellen. Forklaringen ligger i kombinasjonen av Dominis høye betaverdi (1,07) og en svært høy markedspremie (15,8 %). Dette ga et systematisk avkastningsbidrag på hele 1,1 % til Dominis gjennomsnittlige differanseavkastning (1,0 %):

$$(\beta - 1) \cdot (\overline{R}_M - Rf) = 0{,}07 \cdot 15{,}8\ \% = +1{,}1\ \%.$$

Tabell 11.5 nedenfor viser dekomponeringen av Dominis gjennomsnittlige differanseavkastning i 1999. Andre linje gir en tilsvarende dekomponering av Dominis trackingfeil på 3,7 % i usystematisk risiko 3,6 % og systematisk avviksrisiko 0,9 %:[130]

[130] Usystematisk risiko er beregnet ved dekomponering av total risiko ved markedsmodellen (2) $\sigma(R_P - Rf)^2 = \sigma(\varepsilon)^2 + \beta^2 \cdot \sigma(R_M - Rf)^2 \quad \Rightarrow \quad 14{,}4^2 = \sigma(\varepsilon)^2 + 1{,}07^2 \cdot 13{,}1^2$, risikotall fra del C av tabell 4.

$$\sigma(R_P - R_M)^2 = \sigma(\varepsilon)^2 + (\beta - 1)^2 \cdot \sigma(R_M - Rf)^2 = 3{,}6^2 + 0{,}07^2 \cdot 13{,}1^2$$
$$= \mathbf{3{,}6}^2 + \mathbf{0{,}9}^2 = \mathbf{3{,}7}^2$$

Tabell 11.5 Dominis avkastningsavvik vs S&P 500 for 1999
(% annualisert)

	Usystematisk	Systematisk	Sum
Diff.-avkastning	-0,1 %	1,1 %	1,0 %
Diff.-risiko	3,6 %	0,9 %	3,7 %
Avkastning/risiko	**-0,02**	1,27	**0,26**
	Appraisal ratio	Sharpe marked	IR

Denne dekomponeringen forteller at den etiske tiltingen av Domini i forhold til referanseindeksen S&P 500 produserte en betydelig (aktiv) usystematisk risiko i 1999, og at dette også ga et alfatap, istedenfor en avkastningskompensasjon. Tiltingen resulterte i en relativt høy beta for fondet, som ga et passivt avkastningsbidrag på 1,1 %. Det er grunn til å tro at betaskjevheten skyldes en oppvekting av høy-beta aksjer (fra den "nye økonomien") på bekostning av aksjer med normal eller lav beta (fra den "gamle økonomien"), jfr. diskusjonen i del III av rapporten.

Tabell 11.6 Dominis avkastningsavvik vs S&P 500 1994-2000
(% annualisert)

	Usystematisk	Systematisk	Sum
Diff.-avkastning	-2,2 %	0,1 %	-2,1 %
Diff.-risiko	4,7 %	0,4 %	4,7 %
Avkastning/risiko	**-0,47**	0,33	**-0,44**
	Appraisal ratio	Sharpe marked	IR

En dekomponering for hele perioden 1994-2002 gir et langt mer negativt inntrykk av resultatet av Dominis etiske tilting, jfr. tabell 11.6 og de underliggende tallene i tabell 11.7 nedenfor. Investorene fikk en usystematisk (aktiv) risiko på 4,7 %, og de fikk dessuten et alfatap på hele 2,2 %. Dette ville gitt en annualisert IR på -0,47. Dominis beta var 1,03 (jfr. figur 11.17), som ga marginale passive bidrag til differanseavkastning og -risiko:

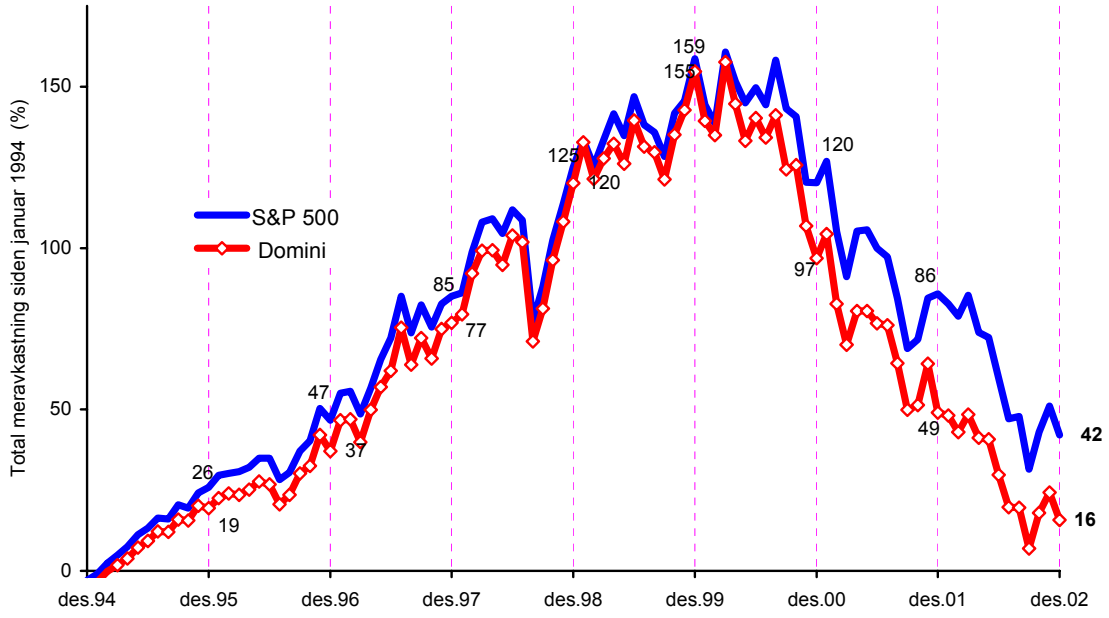
$$(\beta - 1) \cdot (\overline{R}_M - Rf) = 0{,}03 \cdot 5{,}3\ \% = +0{,}1\ \%,$$
$$(\beta - 1) \cdot \sigma(R_M - R_F) = 0{,}03 \cdot 16{,}2\ \% = +0{,}4\ \%,$$

jf. markedstall i tabell 11.7 nedenfor (avrundede tall). Dette ga kun en marginal forbedring i Dominis informasjonsrate til –0,44.

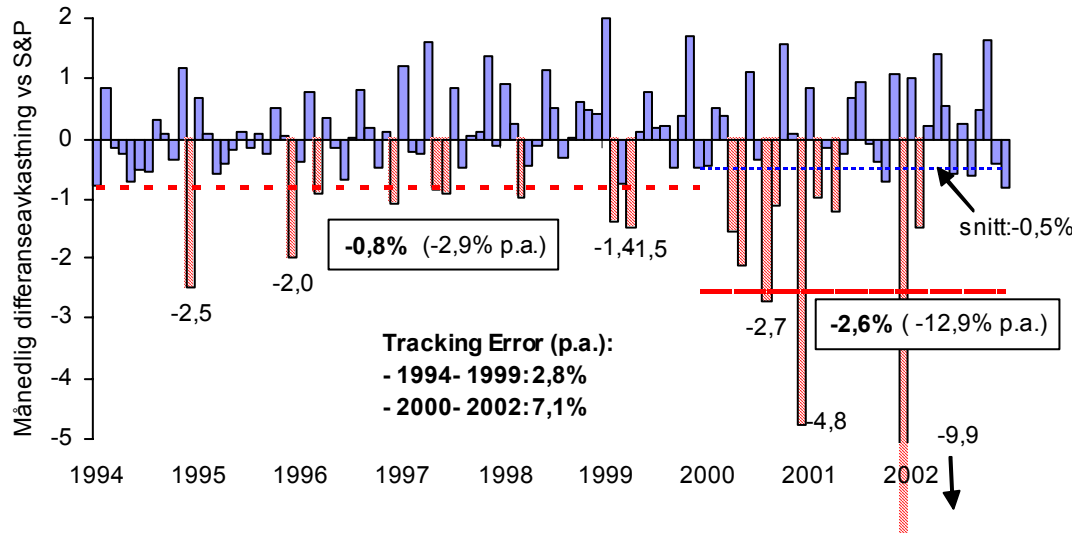
Tabell 11.7 Domini vs S&P 500 for 1994 -2002

					R - Rf		Domini -
		Domini	**S&P**	**Rf**	Domini	S&P	**S&P**
Snitt avkastning (aritmetisk)							
	mnd	0,68	0,85	0,42	0,26	0,44	-0,17
	år	8,4	10,7	5,1	3,2	5,3	**-2,1**
Standardavvik							
	mnd	5,00	4,69	0,12	4,98	4,67	1,37
	år	17,3	16,2	0,4	17,2	16,2	**4,7**
Diff-avk / diff-risiko					***Sharpe***		***IR***
	mnd				0,05	0,09	-0,13
	år				0,18	0,33	**-0,44**
Korrelasjon					0,93		
Beta					**1,03**		
Alfa	mnd				-0,19		
	år				**-2,2**		

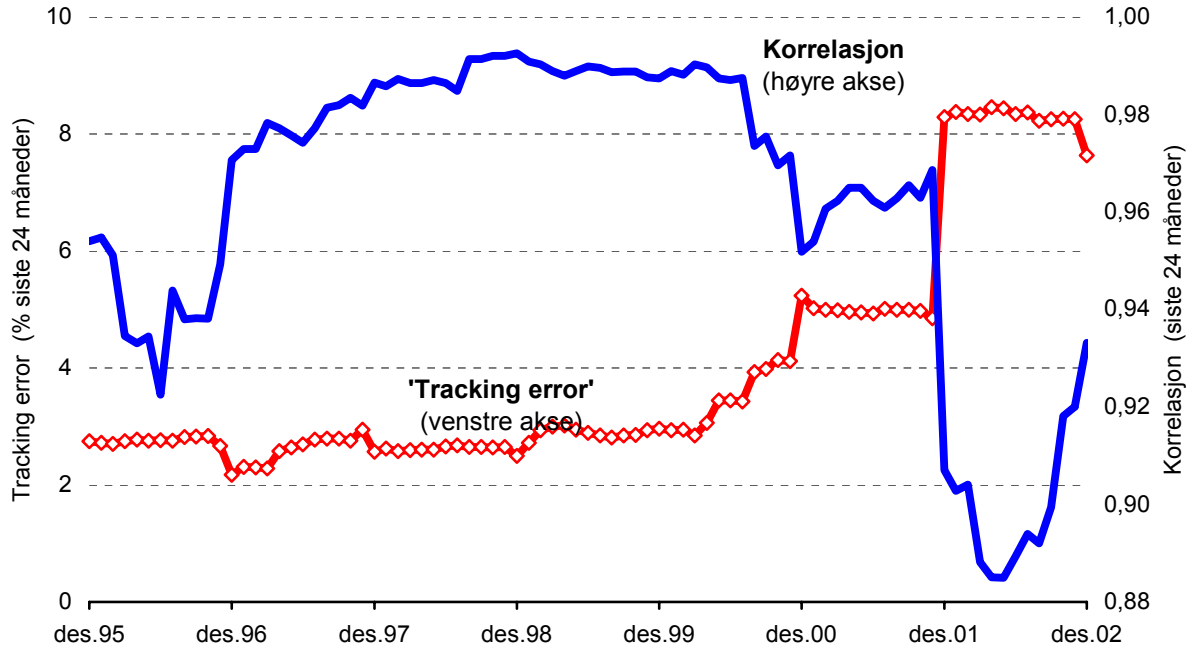
Vi skal forsøke å tolke den statistiske betydningen av Dominis negative IR-verdi i kapittel 7. I hvilken grad var Dominis mindreavkastning i forhold til indeksen S&P 500 et resultat av tilfeldigheter, eller var det et mer strukturelt avvik som også kan forventes for fremtidige perioder. Figurene 11.20-11.22 nedenfor forteller oss at mesteparten av mindreavkastningen og den store trackingfeilen skyldes avkastningsforskjeller i løpet av de siste tre årene 2000-2002. Dette bekreftes av en dekomponering av Dominis informasjonsrate for 3års periodene 1994-1996, 1997-1999 og 2000-2002 i tabell 11.8 nedenfor, hvor de negative resultatene for første delperiode muligens kan forklares ved "oppstarts-problemer". Domini slo referanseindeksen i løpet av aksjemarkedets jubelperiode 1997-1999, og vi ser at investorene her også fikk alfakompensasjon får den aktive, usystematiske risikoen. Forholdet mellom Domini og referanseindeksen endrer helt karakter rundt årsskiftet 1999/2000. Trackingfeilen mer enn fordobles til 7,1 %, som reflekteres ved en langt lavere korrelasjon i figur 11.22. Tabell 11.8 viser det samtidige, nærmest dramatiske alfa-tapet på hele 5,9 %. Justert for et marginalt beta-avvik, har perioden en informasjonsrate på -0,81. Dette konjunkturelle sjokket for Domini vil være et viktig tema i den følgende del III av rapporten.



Figur 11.20 Prosent kumulert differanseavkastning Domini vs S&P 500 1994 - 2002



Figur 11.21 Månedlige avvik mellom Domini og S&P 500 1994 – 2002



Figur 11.22 Trackingfeil og korrelasjon Domini 1994 – 2002 (24 måneders vindu)

Tabell 11.8 Dominis avkastningsavvik vs S&P 500 3-års periode
(% annualisert)

	Beta	Usystematisk	Systematisk	Sum
1994 - 1996				
Diff.-avkastning		-1,9 %	-0,4 %	-2,2 %
Diff.-risiko		2,5 %	-0,3 %	2,5 %
Avkastning/risiko	0,97	**-0,74**	1,46	**-0,88**
1997 - 1999				
Diff.-avkastning		0,8 %	1,1 %	1,9 %
Diff.-risiko		2,8 %	0,8 %	2,9 %
Avkastning/risiko	1,05	**0,29**	1,34	**0,66**
2000 - 2002				
Diff.-avkastning		-5,9 %	0,1 %	-5,8 %
Diff.-risiko		7,1 %	-0,1 %	7,1 %
Avkastning/risiko	0,99	**-0,83**	-0,89	**-0,81**
		Appraisal ratio	Sharpe marked	IR

Avslutningsvis, la oss notere at informasjonsraten har fått en dominerende plass i moderne forvaltning, og spesielt innenfor institusjonell forvaltning. Her brukes informasjonsraten sammen med trackingfeilen bl.a. for å fordele og kontrollere avkastningsrisikoen for de ulike delene av en større portefølje (del-mandater). Informasjonsraten for ulike forvaltere kan fortelle noe om deres relative evne til å skape meravkastning ved aktiv forvaltning, sett i forhold til den ekstra risikoen de dermed påfører investor. Det kan vises at investors totale risikoramme (dvs. akseptabel trackingfeil for totalporteføljen) bør fordeles mellom forvalterne i forhold til deres relative informasjonsrater, etter justering for passive betaeffekter. Dette forutsetter rimelig ukorrelert aktiv (usystematisk) risiko på tvers av forvalterne. I så

fall virker fordelingsregelen intuitivt rimelig, siden alfa-bidraget fra den enkelte forvalter er lik produktet av IR og trackingfeilen.

Minst tre reservasjoner er viktige i forbindelse med den utbredte bruken av informasjonsraten og trackingfeil i moderne forvaltning. For det første, selv om en forvalters informasjonsrate har vært spesielt god historisk, er det langt fra sikkert at dette vil gjelde også i fremtiden. Dette er et spørsmål om statistisk signifikans av historiske avkastningstall (jfr. kapittel 7), og det er et spørsmål om fremtidig stabilitet i forvalters organisasjon, systemer og metoder, jfr. også Goodwin (1998). Et tilhørende problem er hvorvidt en forvalters IR er stabil overfor variasjoner i tildelt og utnyttet risikoramme (trackingfeil). Vil en god IR også gjelde ved en større risikoramme? Her, som ellers i økonomien er det både teoretisk og grunnlag for å frykte fallende "marginalutbytte mhp økt skala". I så fall er også våre prinsipielle betraktninger rundt figurene 11.2-11.4 i kapittel 4, dvs. at vi kan direkte sammenligne forholdstall mellom gjennomsnittlig avkastning og risiko, ikke gyldige for informasjonsraten. Vår diskusjon av statistisk signifikans av estimerte avkastningssnitt i det følgende kapittel 7 vil heller ikke være gyldig (siden t-verdiene vil variere med risikonivået).

For det andre, kan vi egentlig være sikre på at aktive, usystematiske risikoer forblir (rimelig) ukorrelerte på tvers av de ulike forvalterne? Dette er problem spesielt i perioder med store markedsrystelser, hvor korrelasjoner har en tendens til å øke på tvers av ulike porteføljer (evt. falle, jfr. Domini vs S&P 500 fra årsskiftet 1999/2000). Dette vil i så fall kunne gi en aggregering av forvalternes aktive risikoer, snarere enn en diversifikasjon, og nettopp i en periode hvor investor er spesielt avhengig av god risikokontroll.

For det tredje, har vi det mer fundamentale spørsmål om en maksimering av informasjonsrater faktisk vil gi investor et bedre forhold mellom total avkastning og risiko, dvs. en høyere Sharperate for den totale porteføljen. Dette har vært betydelig studert i akademisk forskning, f.eks. Admathi & Pfleiderer (1997) og Jorion (2002). Konklusjonene er relativt negative. Det kan enkelt vises at en positiv IR vil kunne redusere porteføljens Sharperate, men dette krever en relativt liten IR i forhold til indeksens Sharpe, og en stor trackingfeil. En viktigere innvending er at forvalternes ensidige fokus på delporteføljers trackingfeil vil forhindre en utnyttelse av interessante diversifikasjonsmuligheter på tvers av porteføljene. Risikoen for suboptimalisering ved bruk av informasjonsraten og trackingfeil for delporteføljer (isteden for en integrert optimalisering ved bruk av Sharpe og totalrisiko), må ellers veies opp mot sannsynlige effektivitetsgevinster fra desentralisert forvaltning.

7. Kan vi ha tillit til historiske risikojusterte avkastningsmål?

Også for forvaltning gjelder regelen om at "én svale gir ingen sommer". La oss således anta at vi har målt en meravkastning for en bestemt portefølje i forhold til en relevant benchmark (risikable eller risikofri). Hvor mye kan vi stole på den beregnede meravkastning, som uttrykk for en "sann" verdiskapning for denne porteføljen også i fremtiden? For å besvare dette spørsmålet, må i hvert fall følgende tre mulige feilkilder vurderes:

1. Hva med en eventuell risikoforskjell mellom porteføljen og benchmark?
2. Er beregningsutvalget stort nok for å kunne si noe om statistisk signifikans?

3. Er resultatet statistisk stabilt, dvs.. kan vi være sikre på at den historiske (signifikante) forskjellen også vil gjelde i fremtiden?

Vi har allerede tatt for oss første problemstilling, og vil her diskutere problem 2, hvordan justere for flaks/uflaks eller tilfeldigheter i risikojustert differanseavkastningen. Det siste stabilitetsproblemet vil bli diskutert i del III, og figurene 11.21-11.22 indikerer at dette kan være et viktig problem. Som vanlig i statistisk estimering, vil vi forsøke å kontrollere for flaksfaktoren ved å ha et tilstrekkelig antall (uavhengige) observasjoner, og vi ledes til den velkjente t-testen, for eksempel for gjennomsnittlig differanseavkastning mellom fondet og referanseindeksen (eller markedsporteføljen) i forhold til en nullhypotese om ingen gjennomsnittlig differanseavkastning:

$$(5) \quad t-\text{verdi} = \frac{\text{Estimertsnitt}}{\text{Estimatetsstandardfeil}} = \frac{\overline{R}_P - \overline{R}_M}{\sigma(\overline{R}_P - \overline{R}_M)} = \frac{\overline{R}_P - \overline{R}_M}{\sigma(R_P - R_M)/\sqrt{N}}.$$

Estimert standardfeil er lik standardavviket for *gjennomsnittlig* differanseavkastning, målt over gjentatte observasjonsperioder. Dersom de enkelte avkastningsavvikene er ukorrelerte og stasjonært fordelte, vil standardavviket for gjennomsnittlig differanseavkastning være lik standardavviket for hver observasjon dividert med kvadratroten av antall observasjoner N.

Det interessante ved formel (5) er at det siste leddet i uttrykket for t-verdien er identisk med definisjonen ovenfor av informasjonsraten, bortsett fra justeringen i telleren for antall observasjoner. Dette gir oss derfor følgende nyttige sammenheng mellom t-verdien for gjennomsnittlig differanseavkastning og informasjonsraten:

$$(6) \quad t-\text{verdi} = IR \cdot \sqrt{N},$$

Dersom vi isteden benytter Sharperaten, vil en tilsvarende testing av estimatet bli mer komplisert, fordi vi må beregne t-verdien for forskjellen mellom fondets og referanseindeksens Sharperater. Den enkle, direkte sammenhengen mellom informasjonsraten og en testverdi for fondets gjennomsnittlig differanseavkastning kan derfor sies å være en ytterligere fordel ved informasjonsraten.

Vi vil illustrere denne signifikanstesten på Dominis differanseavkastning og informasjons-rate relativt S&P 500 for de 9 årene 1994-2002, jfr. siste kolonne i tabell 11.6 ovenfor. La oss starte med den månedlige IR på –0,13, siden dette tillater en enkel definisjon av antall observasjoner, dvs. N = 108 (9*12). Dette gir t-verdi -1,3:

$$t\text{-verdi}_{\text{Domini,mnd}} = -0{,}13 \cdot \sqrt{108} = -1{,}3,$$

som vil være t-fordelt med 107 frihetsgrader (N-1). T-tabellen gir en sannsynlighet på ca 9 % for å observere denne verdien, eller lavere, gitt en nullhypotese at sann gjennomsnittlig differanseavkastning er null (her ville normalfordelingen produsert omtrent samme svar, gitt det relativt store antall observasjoner). For praktiske formål er dette sannsynligvis en tilfredsstillende statistisk signifikans. I så fall kan vi konkludere at Domininis dårlige differanseavkastning ikke var en tilfeldighet.

En mer kritisk test ville kreve en sannsynlighet minst 5 % for å forkaste nullhypotesen feilaktig. Dette innebærer en kritisk t-verdi på ca –1,65, eller en månedlig informasjons-rate på –0,16, eller lavere:

$$(7)\quad \text{krav til IR}_{p=5\%} = (\text{krav til t - verdi})_{p=5\%} / \sqrt{N} = (-1{,}66) / \sqrt{108} = -0{,}16.$$

Det er fristende isteden å bruke den annualiserte IR-verdien på –0,44 (jfr. tabell 11.6), for å beregne t-verdien ved formel (6), men opprettholde forutsetningen om N=108 observasjoner (som jo er det faktiske observasjonsgrunnlaget). Dette ville gi en t-verdi på hele -4,6, som indikerer en nærmest sikker signifikant mindreavkastning.

Dette må være galt. En enkel konvertering av IR (annualisering) har åpenbart ikke forbedret vår statistiske informasjon om Dominis avkastning. Bruk av annualisert IR bør derfor gi oss samme konfidenssannsynlighet. Dette blir da også resultatet når vi bruker korrekt N=9 år i formel (6):

$$\text{t-verdi}_{\text{Domini,år}} = -0{,}44 \cdot \sqrt{9} = -1{,}3.$$

Antallet frihetsgrader for t-fordelingen er derimot avhengig av antall observasjoner, dvs. fortsatt 107 frihetsgrader (108 månedsobservasjoner-1). Dette gir oss derfor den samme konfidenssannsynligheten 9 % som ovenfor.

Parameteren N i formel (6) er derfor lik observasjonsperiodens lengde dividert med periodelengden benyttet for informasjonsraten, mens t-fordelingens frihetsgrader er lik antall observasjoner (minus 1). Begge regler følger av en manipulering av månedlig t-verdi:[131]

$$\text{t} - \text{verdi}_{\text{mnd}} = \frac{\overline{R}_{P,\text{mnd}} - \overline{R}_{M,\text{mnd}}}{\sigma(R_{P,\text{mnd}} - R_{M,\text{mnd}})/\sqrt{N}} \approx \frac{(\overline{R}_{P,\text{år}} - \overline{R}_{M,\text{år}})/12}{[\,\sigma(R_{P,\text{år}} - R_{M,\text{år}})/\sqrt{12}\,]/\sqrt{N}}$$

$$= \frac{(\overline{R}_{P,\text{år}} - \overline{R}_{M,\text{år}})}{\sigma(R_{P,\text{år}} - R_{M,\text{år}})/\sqrt{N/12}} = \mathbf{IR_{år}} \cdot \sqrt{\#\,\mathbf{år}}$$

Første regel reflekterer et fundamentalt statistisk problem ved estimering av gjennomsnittlig avkastning, at hyppigere måling ikke gir oss mer presis, statistisk informasjon. Hyppigere måling gir oss flere observasjoner, men hver observasjon er tilsvarende mindre presist målt.[132] I vårt tilfelle, når vi gikk fra månedlig til årlig IR, har vi det omvendte forholdet, vi har effektivt færre observasjoner, men hver er mer presist målt (dvs.. IR øker). Dette betyr at vi må utvide observasjonsperiodens totale lengde (antall år) for å få et mer presist estimat for gjennomsnittlig avkastning. Dette er et problem ved måling av differanseavkastning både mellom risikable porteføljer og mellom en risikabel portefølje og det risikofrie alternativet, f.eks. estimering av markedspremien for aksjer.

[131] Konverteringen til månedlig gjennomsnitt i telleren, ved å dele årlig snitt med 12, er kun tilnærmet riktig, med mindre dette er gjennomsnitt av logaritmiske avkastningstall.

[132] Vi får større variasjon rundt gjennomsnittet. Standardavviket faller med kvadratroten av observasjons-periodens lengde, mens gjennomsnittet faller proporsjonalt med lengden.

Dette er ulikt estimering av avkastningens variasjon, for eksempel standardavviket. Her vil hyppigere måling (innenfor samme totale observasjonslengde) alltid gi oss et mer presist estimat. Dette forutsetter at periodevise avkastningstall er ukorrelerte og stasjonært fordelte. Antallet frihetsgrader for t-fordelingen for en t-verdi er kun avhengig av den statistiske presisjonen ved estimatet for standardfeilen i t-verdiens nevner. Dette forklarer den andre regelen ovenfor, at vi her kan bruke antall observasjoner (ikke antall år).

8. Oppsummering

I denne del II av rapporten har vi drøftet mer generelle metodespørsmål knyttet til det å evaluere fondsforvaltning, samt hvordan investors formuessituasjon vil påvirke hvordan man kan evaluere et fonds avkastning. Etter noen innledende metodiske betraktninger i kapittel 3, diskuterte vi i kapittel 4 og 5 det prinsipielle grunnlaget standard mål som anvendes i beregning og evaluering av risikojustert avkastning. Vi gjorde tre forutsetninger, (i) plasseringene har symmetrisk avkastningsfordelinger (f.eks. normalfordelingen), (ii) investor har tilsvarende symmetriske avkastningspreferanser (kun opptatt av gjennomsnitt og standardavvik), og (iii) investor kan skalere risikoen opp/ned for en plassering ved risikofri plassering/lån.

Vi konkluderte med at investors valg mellom porteføljer av risikable plasseringer vil kun avhenge av porteføljenes relative avkastning og risiko, og være uavhengig av hans risikopreferanser. Valget av en optimal portefølje ble styrt ut fra ønsket om å maksimere porteføljens Sharpe-rate. Dette fremhever Sharpe som det mest fornuftige målet for risikojustert avkastning, men dette forutsetter at en vurder investors totalportefølje (makronivå).

Kapittel 5 presenterte Kapitalverdimodellen, som gir oss Treynor-raten for å sammenligne avkastning og risiko også mellom delplasseringer innenfor investors totalportefølje (mikronivå). Kapitalverdimodellen innebærer at alle (passive) investorer vil holde samme risikable portefølje, som derfor vil være en kopi av markedsporteføljen. Dette er en direkte konsekvens av modellens antagelse homogene avkastnings- og risikopreferanser, og konklusjonen ovenfor, at det risikable investeringsvalget er uavhengig av (forskjeller mellom) investorenes risikopreferanser. Dette betyr at relevant risiko for en plassering må justeres for diversifiserbar risiko innenfor markedsporteføljen. Dette gir oss plasseringens betarisiko, som måler systematisk risiko relativt til markedsporteføljen.

Sharpe og Treynor er begge definert som forholdstall mellom plasseringens meravkastning og risiko, målt relativt til periodens risikofrie alternativ. Meravkastningen er den samme, og forskjellen mellom målene går kun på definisjonen av risiko. Sharpe bruker plasseringens totale risiko, mens Treynor bruker systematisk risiko. Både Sharpe og Treynor er absolutte mål på risikojustert avkastning, som sammenligner med det risikofrie alternativet. Investor er ofte mer interessert i en direkte sammenligning med en risikabel referanseindeks. Dette førte oss til de to målene M^2 og alfa, som alternativer for henholdsvis Sharpe og Treynor.

Verken bruttomålene Sharpe og Treynor, eller de tilhørende nettomålene M^2 og alfa er særlig benyttet i praksis. Vi diskuterte ulike grunner for dette i kapittel 6, og

konkluderte bl.a. Treynor (og alfa) bygde på en urimelig forutsetning, at investors totalportefølje er perfekt diversifisert. Moderne forvaltning bygger derimot på prinsippet om å utnytte diversifiserbar risiko for å skape merverdier, enten ved å redusere transaksjonskostnader eller ved aktive veddemål for bestemte selskaper, bransjer eller sektorer. Dette ledet oss til den utstrakte bruken av informasjonsraten for å sammenligne avkastning og risiko mellom porteføljer (både på mikro- og makronivå). Informasjonsraten er et forholdstall mellom gjennomsnittlig verdi og standardavvik for porteføljenes differanseavkastning, og brukes normalt mellom en aktiv portefølje og en referanseindeks.. Standardavviket betegnes som porteføljens trackingfeil i forhold til indeksen. I avslutningen av kapittel 6 pekte vi på ulike praktiske og prinsipielle problemer ved bruken av informasjonsraten og trackingfeil, bl.a. i forhold til Sharpe og total risiko.

I kapittel 6 diskuterte vi ellers en viktig feilkilde ved vanlig måling av informasjonsraten, at verdien også vil reflektere et passivt bidrag fra porteføljens betarisiko, i tillegg til et ønsket, aktivt bidrag fra usystematisk (diversifiserbar) avkastningsvariasjon. Dette problemet ble illustrert ved tall for det etiske fondet Domini. Domini kom ellers meget dårlig ut av denne analysen, som ble bekreftet av en signifikanstesting i kapittel 7. Analysen av Domini representerer en nyttig introduksjon til diskusjonen i rapportens del III, av historiske avkastningsresultater for etiske fond og indekser.

Del III: Empiriske resultater. En litteraturgjennomgang og empirisk oppdatering

9. Er det etisk forsvarlig å sette en pris på etikk?

Vi skal her ta for oss studier av sammenhenger mellom etisk eller sosialt ansvarlig fondsforvaltning og avkastning på fond. Dette dreier seg om hva det *eventuelt* koster fondets eiere i form av risikojustert mindreavkastning å pålegge sine forvaltere å foreta sine investeringsbeslutninger med utgangspunkt i spesielle etiske, miljømessige eller sosiale og politiske retningslinjer. For noen kan det kanskje framstå som nesten umoralsk å snakke om kroner og øre i forhold til det å oppføre seg etisk og sosialt riktig. "Man selger da ikke sin sjel!" Uansett avkastning vil vi ikke investere i regelrett kriminell virksomhet. Når man beveger seg litt bort fra grunnleggende og veletablerte etiske grenser, vil imidlertid graden av konsensus avta mht. hvilke investeringer man bør/ikke bør foreta. Og uansett om man liker det eller ikke, så gjør vi alle hele tiden kalkulerte valg der etikk og moral veies opp mot inntekter og kostnader. Vi *vet* at en utbygging av E6 til fire felt gjennom Østfold vil spare mange menneskeliv, samtidig som vi (gjennom våre politikere) bruker pengene som kunne vært brukt på E6 til et helt annet veiprosjekt der ulykkesrisikoen er minimal og gleden av veien kanskje vil nytes av bare noen ganske få trafikanter. Den medisinske vitenskap og praksis er på samme måte fylt av valg mellom kroner og store konsekvenser knyttet til helse, liv og død.

Det å forvalte ressurser (for eksempel det norske folks oljeinntekter) er forbundet med etikk ikke bare i forhold til hvor man investerer. Det dreier seg om hva resultatet av forvaltningen blir. Som påpekt av bl.a. Sparkes (2001), så er det en etisk forpliktelse å forvalte for eksempel et pensjonsfond på en slik måte at de framtidige pensjonistene eller de framtidige generasjonene oppnår et akseptabelt utkomme av sparingen. Også SRI-fond vil normalt ha som målsetting å maksimere risikojustert avkastning. I den utstrekning de etiske retningslinjene man etablerer, gjør det sannsynlig at man oppnår en lavere avkastning, bør dette være noe man på forhånd mentalt er beredt på.

10. Effektive etiske beskrankninger i fondsforvaltningen?

Som vi vil redegjøre for nedenfor, finnes det mange bidrag i litteraturen omkring SRI som konkluderer med at sosialt ansvarlige og etiske virksomheter har gjort det like godt eller til og med bedre enn virksomheter som ikke tilfredsstiller slike standarder. Hvorvidt dette er generelle og varig holdbare konklusjoner, er et spørsmål vi skal komme tilbake til. Poenget i denne sammenheng er at *dersom* SRI er minst like lønnsomme som investeringer uten SRI-restriksjoner, eller dersom SRI-klassifiserte selskap bidrar til positive diversifiseringseffekter, så vil rasjonelle, konvensjonelle porteføljeforvaltere inkludere disse i sin portefølje. De vil gjøre dette fordi det lønner seg, og ikke fordi de har fått seg pålagt en restriksjon av fondets eiere.

Dersom sosialt ansvarlige og etiske selskap på tross av dette ikke blir inkludert i porteføljen, så må dette skyldes at porteføljeforvalteren ikke gjør rasjonelle valg. Det kan i den forbindelse tenkes at forskning omkring eller fokus på sammenhenger mellom sosial og etisk atferd på den ene siden og økonomiske resultater på den andre, vil bringe mer informasjon til markedet og på den måten automatisk inkludere gode virksomheter som man kanskje ikke tidligere har vært oppmerksom på.

Hickman, Teets & Kohls (1999) har forsøkt å teste en hypotese om at det å inkludere SRI-fond i et konvensjonelt fond, bidrar positivt i diversifiseringssammenheng. De fant få slike diversifiseringsgevinster fra å blande konvensjonelle investeringer med SRI-indeksen i perioden 1991-95. Dette kan tyde på at det SRI-selskaper ikke representerer "en gratis lunsj" som konvensjonelle porteføljeforvaltere ikke har oppdaget. Motsatt konkluderer flere studier (Luck og Tigrani (1994); Moskowitz (1992); Bloch og Lareau (1985) med at "syndige" virksomheter innen alkohol- og tobakksproduksjon klart gjør det bedre enn gjennomsnittet representert ved Standard & Poor (S&P) 500 eller at porteføljer spesielt sammensatt av slike selskaper gjør det bedre enn bredere porteføljer (se for eksempel Naber (2001)). Mange studier på foretaksnivå, konkluderer imidlertid med at virksomheter som framstår som sosialt bevisste, virksomheter som investerer i interne og eksterne miljøtiltak osv., samtidig er virksomheter som oppnår gode resultater regnskapsmessig og finansielt. Samtidig kan en slik "search for excellence" når man skal foreta investeringsbeslutninger, lett gi skjeve og uventede resultater. Når en virksomhet har dokumentert "excellence" både i sin atferd og i sine resultater, så er dette i mange tilfelle allerede bakt inn i prisen på virksomheten. Studier av enkeltvirksomheter innebærer dessuten en stor fare for seleksjonsskjevhet: Man vil ofte fokusere på de virksomhetene som historisk sett har gjort det bra, og kanskje glemme virksomheter som til tross for sin antatte "excellence" i ettertid faktisk ikke gjorde det spesielt godt.[133] Mer solide konklusjoner krever at man gjør analyser på porteføljenivå. I utgangspunktet er det i den forbindelse grunn til å anta at negative restriksjoner *har* en kostnad, dvs.. at slike restriksjoner innebærer at man foretar porteføljevalg som er annerledes enn de man ville ha gjort uten slike restriksjoner. Hvor stor betydning slike restriksjoner eventuelt har, er igjen et empirisk spørsmål. Dette er tema for neste kapittel.

11. Foreliggende studier av SRI-investeringer

Enkeltselskaper

Det foreligger en stor mengde studier som forsøker å analysere hvorvidt det finnes en sammenheng mellom virksomheters etiske, moralske, miljømessige osv. standarder og deres økonomiske resultater.[134] Litteraturoversikter og analyser finnes hos bl.a. Sparkes (1994), Arlow & Gannon (1982), Mallin & al (1995), Gregory & al (1997), Frooman (1994), Ullman (1985), Guerard (1997), Wood & Jones (1995), EIRIS (1999) og Reyes & Grieb (1998). Spørsmålet som stilles, er hvorvidt etisk, sosialt eller miljømessig gode virksomheter også er økonomisk gode – eller om det å være etisk er forbundet med en ekstraordinær kostnad.

Mange studier fokuserer på enkeltselskaper, og ikke overraskende spriker konklusjonene fra disse betydelig. Dette har bl.a. sammenheng med problemer knyttet til det å måle og vurdere risikojusterte resultater på foretaksnivå. Noen studier konkluderer med at det ikke er mulig å generalisere omkring sammenhenger mellom sosiale og etiske standarder i en virksomhet og virksomhetens økonomiske resultater. Andre studier finner en negativ sammenheng, mens andre ingen sammenheng i det

[133] Jfr. for øvrig oppfølgingen av hvordan det etter hvert gikk med selskapene som ble rangert som stjerner i bestselgeren "In Search of Excellence".

[134] Det bør i denne sammenheng påpekes at mange slike studier av enkeltselskaper drøfter virksomhetenes resultater som en blanding av regnskapsmessige resultater (omsetningsvekst, avkastning på bokført kapital og lignende) på den ene siden og markedets verdsetting av virksomheten på den andre. Vi vil her konsentrere oss om studier som fokuserer på det siste.

hele tatt. Samtidig finnes det en rekke studier som konkluderer med at etisk gode selskaper også gjør det godt. Dette bør ikke være noen overraskelse. Bedrifter som tar etikk, miljø osv. på alvor, vil ofte være bedrifter som rent generelt ledes på en god måte. Og det vil ofte være slik at veletablerte, solide og lønnsomme virksomheter rett og slett kan ta seg råd til å ta etiske, miljømessige og andre hensyn på en helt annen måte enn virksomheter som sliter med knappe marginer i en knallhard konkurranse. Slik sett kan det å selektere ut fra for eksempel bedriftenes miljøtiltak, bidra til å slå ut virksomheter som sliter økonomisk.

Selekterte porteføljer av SRI-selskaper

Flere studier tar utgangspunkt i porteføljer av selskaper som forskeren selv konstruerer ut fra ulike SRI-kriterier. Også konklusjonene fra studier av slike porteføljer av spriker betydelig. Det rapporteres så vel negative som positive avkastningsavvik sammenlignet med ulike ikke-SRI-målestokker, og det er vanskelig å generalisere i form av klare konklusjoner på grunnlag av disse studiene. Utover på 1990-tallet synes det å være en trend i litteraturen i retning av positive konklusjoner, dvs.. konklusjoner om at SRI-porteføljene oppnår en like god eller bedre avkastning enn de valgte målestokkene. Margolis & Walsch (2001) mener å finne en overvekt av positive eksempler, dvs.. god sosial og etisk standard løper sammen med gode økonomiske resultater blant et stort utvalg virksomheter. Det samme er den generelle konklusjonen som kan trekkes på grunnlag av en gjennomgang av 15 studier presentert i en rapport om SRI-performance presentert av Global Consulting Group (2001). Disse studiene tar for seg virksomheter som på ulike måter måles ut fra en skala for sosial eller miljømessig performance: CSP (Corporate Social Performance) eller CEP (Corporate Environmental Performance). Disse indikatorene korreleres så med finansielle prestasjoner (CFP – Corporate Financial Performance). Dette dreier seg om studier av alt fra et lite antall utvalgte selskaper til meget store utvalg. Dataene er hentet fra 1980- og 90-tallet, med hovedtyngden basert på data fram til ca. 1993-94, men enkelte fram til 1999/2000. Tre av de 15 studiene konkluderer med "en viss eller ingen" positiv korrelasjon mellom CSP/CEP på den ene siden og CFP på den andre (Griffin & Mahon (1997); Cohen, Fenn & Konar (1997); Dowell, Hart & Yeung (2000)). De øvrige 12 synes å konkludere med at det i det aktuelle utvalget har vært en positiv korrelasjon mellom CFP og CSP eller CEP. For eksempel finner Conte, Blasi, Kruse & Jampani (1996) at i et utvalg på hele 9.040 virksomheter fra perioden 1981-93, så har CSP-virksomheter i perioden gjennomgående gitt en høyere risikojustert avkastning. Waddok & Graves (1997) finner en "god sirkel" mellom CSP og CFP i et utvalg på 469 virksomheter fra S&P 500. Global Consulting Group refererer også tre såkalte "event studies", dvs.. studier der man ser på effekter av sammenhenger mellom CSP- og CEP-*begivenheter*[135] på den ene siden og finansiell avkastning på den andre. Alle disse studiene konkluderer med at, for eksempel, meldinger om plutselige miljøutslipp, negative oppslag om arbeidsforhold og lignende gir en umiddelbar negativ og signifikant effekt på avkastningen. Motsatt gir positive sosiale og miljømessige begivenheter som kommer offentligheten for øret, ofte positive og umiddelbare utslag på finansielle resultater (se for eksempel Klassen & McLaughlin (1996)). Disse studiene underbygger Frooman (1994) og Wood & Jones (1995) som oppsummerer at henholdsvis 8 av 9 og 10 av 11 studier konkluderer med en negativ effekt av offentliggjøring av det som kan oppfattes som sosialt uansvarlige handlinger i virksomhetene.

[135] "Begivenheter" er som regel offentliggjøring av nyheter om en virksomhet.

Waddock (2000) sammenlignet de 249 S&P500 selskapene som alle var inkludert i Dow Jones Social Index (DJSI) med de selskapene som ikke var inkludert i denne indeksen. Han fant at førstnevnte hadde gitt en høyere avkastning enn ikke-DJSI selskapene gjennom ulike underperioder 1988-98. I studien justeres det imidlertid ikke for eventuelle ulikheter i risiko mellom de to utvalgene.

Blank og McCarty (2002) satte sammen porteføljer med ulik "ecoefficiency rating" slik at porteføljene var "faktornøytrale" sammenlignet med S&P500, dvs.. hadde tilsvarende risiko ut fra ulike faktorer. De fant at de selekterte "økologiske" porteføljene gjorde det bedre enn de tilsvarende porteføljene med lav økologisk rating. Guerard (1997) konstruerte en portefølje av 950 etisk eller sosialt selekterte selskaper og fant at denne porteføljen over perioden 1987-94 genererte en høyere mer-avkastning enn ikke-selekterte porteføljer.

Slike analyser reiser spørsmål knyttet til hvordan man selekterer og setter sammen porteføljer. Det er klart at man med et stort utvalg selekterte selskaper alltid vil finne porteføljer som *ex post* har gjort det bra. Spørsmålet blir da om det er disse porteføljene man faktisk ville ha investert i dersom man hadde stått i en beslutningssituasjon.

Trenden i litteraturen utover på 1990-tallet kan synes å ha gått i retning av mer "positive" konklusjoner på selskapsnivå: Stor vekt på å fungere etisk og samfunnsansvarlig og større miljøbevissthet synes for mange selskaper ikke å representere en ekstra kostnad. Snarere tvert imot er det flere studier som konkluderer med at det rett og slett lønner seg å plukke ut de reneste og ordentligste i klassen. Og motsatt kan det ha plutselige og signifikante negative effekter dersom man sitter med investeringer i virksomheter som utsettes for negative oppslag knyttet til miljø og sosiale forhold i eller rundt virksomheten.

Nå er det store metodiske problem knyttet til denne typen korrelasjonsanalyser. Disse er måleproblem knyttet til miljøatferd eller sosial standard på virksomhetsnivå og det er problem forbundet med det å avdekke sanne årsaksvirkningssammenhenger. Selv om man kan enes om en eller annen standard for miljøatferd eller samfunnsmessig ansvarlighet på virksomhetsnivå, er det svært vanskelig å avdekke dynamikken i sammenhengene mellom miljø-performance og finansielle resultater. Følger gode økonomiske resultater av en god miljøforvaltning, eller er det de gode økonomiske resultatene som (etter hvert) legger grunnlaget for miljøtiltakene?

La oss imidlertid ta som utgangspunkt at gode virksomheter i sosial og miljømessig sammenheng samtidig også ofte er gode virksomheter finansielt. I og for seg kan dette være en rimelig sammenheng. Har man et uryddig forhold til sine omgivelser, har man ofte også uryddige forhold internt, herunder en ofte en svak ledelse som fatter gale investeringsbeslutninger, ikke er gode på markedsføring osv. Spørsmålet blir da hvilke konsekvenser dette har for finansinvesteringer og fondsforvaltning? Dersom de mange resultatene som har vært publisert de senere årene om positive sammenhenger mellom CSP/CEP og CFP etableres som allment akseptert kunnskap i investoruniverset, så vil man selvsagt bake dette inn i prisingen av virksomhetene. Man vil søke opp selskaper som er gode ut fra sosiale eller miljømessige kriterier, og

man vil framfor alt søke opp selskaper som man tror kan bli bedre ut fra de samme kriteriene. Spesielt det siste er viktig: Det kan ligge en meravkastning i å plukke virksomheter med forbedringspotensiale. Resultatene fra studiene fra 1980- og 90-tallet kan reflektere slike effekter. Når etter hvert markedene forstår at slike sammenhenger gjelder, så vil rasjonelle aktører ta hensyn til dette i sine porteføljevalg og selve målestokken endres. Man vil ikke oppnå noen spesiell meravkastning fra SRI-investeringer målt opp mot, for eksempel, S&P500 fordi også S&P500 vil reflektere slike sammenhenger. Investorer vil velge sosialt og miljømessig gode virksomheter ikke fordi de nødvendigvis er spesielt opptatt av miljø og sosiale relasjoner, men fordi det rett og slett lønner seg. Dette vil i så fall bety at fond som erklærer seg som SRI-fond, med spesielle utvelgelseskriterier, etter hvert vil oppnå samme resultater som konvensjonelle fond. Sistnevnte vil på sin side score omtrent like godt som erklærte SRI-fond på indikatorer for sosialt ansvar og miljømessig atferd.

SRI-fond performance

Litteraturen referert ovenfor tok utgangspunkt i enkeltselskaper eller i forskerens egenkreerte porteføljer av enkeltselskaper. Som antydet er det mange og til dels uoverkommelige problemer knyttet til det å trekke vitenskapelige, allmenne konklusjoner basert på slike studier utover enkelte forholdsvis åpenbare konklusjoner av typen: Det å investere i selskaper som utsetter seg selv for betydelig miljømessig, sosial eller etisk kritikk, vil kunne resultere i plutselige tap. Det å investere i selskaper som er sosialt ansvarlige, tar miljøhensyn osv. er ofte det samme som å investere i generelt gode selskaper. Utover slike konklusjoner, blir det lett "case" studier. Disse kan i og for seg representere nyttig og viktig informasjon, men i forhold til det å forvalte fond, gir ikke dette noe sterkt grunnlag for beslutninger knyttet til det å oppnå en ønsket risikojustert avkastning. Følgelig må man ta et skritt videre og se på erfaringene fra det å faktisk selektere selskaper i ulike typer SRI-fond.

Mye av den tidlige SRI-performance litteraturen rapporterer negative resultater mht. risikojustert avkastning målt med konvensjonelle indekser som målestokk. Malkiel og Quendt (1971) anslår for eksempel at "den etiske investor" må påregne et tap på 3 % p.a. for å legge slike ikke-økonomiske kriterier inn i porteføljeseleksjoen. Munnell (1983); Rudd (1981); Lamb (1991); Stickels (1995), og Mueller (1991) representerer tilsvarende bidrag til argumentet om at SRI har en kostnad i form av lavere avkastning.

Hamilton, Jones og Statman (1983) vurderte 17 fond som var sammensatt ut fra sosiale eller miljømessige kriterier gjennom perioden 1981-90. Disse fant at det ikke hadde vært noen signifikant forskjell i risko-justert avkastning mellom disse og "konvensjonelle" fond. Statman (2000) fant på sin side en viss – men ikke statistisk signifikant – meravkastning målt med Alfa og M^2 for 31 amerikanske SRI-fond sammenlignet med et utvalg på 62 konvensjonelle fond av tilsvarende størrelse gjennom perioden 1990-98. Gjennom 1980- og deler av 1990-tallet var dette et vanlig funn, nemlig at SRI fond ikke gjorde det signifikant bedre eller signifikant dårligere enn konvensjonelle fond. For eksempel fant Wiesenberger (1993) i en studie av 10 SRI-fond basert på data fra perioden 1982-92 at gjennomsnittlig avkastning var omtrent den samme som for ikke-selekterte fond, og at ingen av de to kategoriene oppnådde en avkastning på høyde med S&P 500. Problemet med denne

studien (liksom flere andre tidlige studier) er imidlertid at det ikke gjøres forsøk på å ta hensyn til risiko i sammenligningene.

Mueller (1991) fant i sin studie av 10 SRI-fond for perioden 1984-88 at disse fondene hadde en signifikant svakere risikojustert avkastning på ca. 1 % årlig sammenlignet med tilsvarende ikke-SRI-fond. Hamilton, Jo & Statman (1993) konkluderer med at de fleste av SRI-fondene som de studerer (med tall fra 1980-tallet) ikke har noen Jensen's alfa signifikant forskjellig fra null, i likhet med de fleste konvensjonelle fondene.

Fram mot årtusenskiftet kan det synes som om det skjer en dreining i retning av mer positive og sterkere konklusjoner i favør av SRI-fond, selv om resultatene fortsatt er ganske blandet. Travers (1997) og Luther, Matatko og Corner (1992) fant at deres utvalg av SRI-fond gjennom henholdsvis 1990- og 1980-tallet oppnådde bedre resultater enn markedsavkastningen målt som bl.a. FTSE-indeksen. Wiesenberger (1998) evaluerte 186 fond selektert ut ra sosiale kriterier gjennom ulike perioder på 1990-tallet opp mot ikke færre enn ca. 10,000 konvensjonelle fond og fant høyere avkastning for de selekterte, men også høyere risiko (standardavvik og beta). Nå kan man reflektere litt rundt hvilke problemer som kan oppstå i det å sammenligne 186 med rundt 10,000 fond, både med hensyn til sentralmål (gjennomsnittsavkastning) og spredning (risiko). I utgangspunktet vil man vel kanskje forvente å finne et mindre standardavvik i det meget store utvalget sammenlignet med det lille. Hayes (2000) og Hoyle (2000) fant at etiske fond oppnår resultat på linje med markedsavkastningen. Tippet (2001) fant derimot at de tre store australske etiske fondene på gjennomsnittet hadde en negativ risikojustert avkastning 1991-1998, og for deler av denne perioden en avkastning som var lavere enn den risikofrie renta. Kreander et al (2000) forsøkte å omgå problemene knyttet til målestokk for evaluering gjennom ganske enkelt å analysere "matchende" par av SRI- og ikke-SRI fond. Man tok her for seg 40 fond av hver type og sammenlignet ulikheter i avkastning innenfor grupper i hver kategori i ulike europeiske land. Studien konkluderte med at det ikke var noen signifikant forskjell i risikojustert avkastning mellom gruppene. Mallin et al. (1995) fant på sin side derimot at deres utvalg av selekterte etiske fond gjennom perioden 1986-93 gjorde det bedre enn matchende ikke-selekterte fond i en parvis sammenligning, målt ut fra både Jensen's alfa, Sharpe- og Treynor-indeksene.

Et tilleggsproblem forbundet med det å vurdere SRI-fond er knyttet til det forhold at det ofte er vanskelig å vite hva slags strategi eller "style" fondet har hatt gjennom den perioden som danner grunnlag for evalueringene. Det vil for eksempel kunne være slik at forvalteren har endret sin strategi vesentlig gjennom perioden og på den måten gjort det vanskelig å trekke generelle konklusjoner vedrørende resultatene. Et SRI-fond kan i utgangspunktet ha vært et fond hovedsakelig sammensatt av små selskaper, eller man kan ha hatt et fond med stor vekt av virksomheter fra spesielle land eller næringer. Så kan denne sammensetningen ha blitt vesentlig endret. I noen tilfelle kan dette ha gitt dårlige resultater for fondet, mens det i andre tilfelle kan ha gitt en glimrende risikojustert avkastning. Det man i så fall evaluerer, er ikke SRI-fondet mot en forholdsvis stabil målestokk, men isteden hvor god eller heldig fondsforvalteren har vært i sine strategivalg.
I en del studier gjøres det forsøk på å evaluere SRI-fond innenfor antatt stabile forvaltningsstrategier. Kurtz (1997) analyserte 8 antatte "vekst-SRI-fond" opp mot

konvensjonelle standarder. Han fant ingen signifikant sammenheng i performance sammenlignet med ikke-SRI-vekstfond. Det samme var konklusjonen i Reyes og Grieb (1998) hvor man også forsøkte å sammenligne SRI-fond og konvensjonelle fond innenfor samme klasser av forvaltningsstrategier.

En fersk studie av Sholl (2002) tar utgangspunkt i 29 amerikanske SRI-fond gjennom perioden januar 1996 – desember 2000. SRI-fondene grupperes i fem ulike forvaltningsstrategier[136] og innenfor hver forvaltningsstrategi har man en sammenligningsgruppe på totalt 2.466 ikke-selekterte fond. For aksjefondene[137] ble S&P 500 benyttet som målestokk. For de fleste investeringsstrategiene kommer de selekterte (SRI) fondene ut med noe høyere avkastning enn de ikke-selekterte, men samtidig med en noe høyere risiko. Ut fra et risikojustert mål som M^2 kommer de fleste SRI-fondene dårligere ut enn S&P 500. Det gjør imidlertid i vel så stor grad også den ikke-selekterte sammenligningsgruppen. Det er bare SRI-fondene i kategorien "Aggressive" som utkonkurrerer de konvensjonelle fondene signifikant. Forfatteren sier at dette trolig har sammenheng med det tunge innslaget av IT-aksjer i SRI-fond av denne kategorien. Ingen av gruppene, verken for SRI- eller konvensjonelle fond, kommer ut med Jensen's alfa signifikant forskjellig fra null. Samtidig synes SRI-fondene gjennomgående å være sammensatt slik at den systematiske risikoen (målt med markedsbetaen) er liten (i alle kategorier 1 eller lavere enn 1). Som forfatteren påpeker, kan dette gi et feilaktig bilde av systematisk risiko for denne typen fond i den utstrekning vi her har å gjøre med systematisk risiko som ikke fanges opp av den vanlige markedsindeksen, såkalt "extra-market" kovariasjon (Martin & al 1982). Vi skal i våre egne empiriske undersøkelser komme tilbake til dette spørsmålet når vi tar for oss utviklingen i SRI-indekser gjennom perioden også etter 2000. En sammenligning av resultatene til Sholl med resultatene fra en ganske lik undersøkelse av Statman (2000) kan være en indikator på hvor følsomme resultatene i analyser av SRI-performance kan være. Med omtrent samme kategorisering av fondene, men med den forskjell at Statman's utvalg ikke inkluderer slutten av 1998 og 1999, får Statman signifikant lavere alfaverdier enn Sholl. Det å inkludere de siste 18 månedene av 1900-tallet synes således å gi mye bedre SRI-performance inn dersom disse månedene ikke tas med.

SRI-indeks performance

Studiene av SRI-fond hviler på et noe sikrere metodisk grunnlag enn studier av enkeltselskaper og forskerkonstruerte porteføljer. Et enda mer stabilt grunnlag for evaluering og sammenligning får man imidlertid trolig dersom man tar utgangspunkt i de etablerte SRI-indeksene. Da reduseres problemene med ikke-stabil sammensetning som man ofte vil ha i fondene, med for eksempel skift i forvaltningsstrategier. Likeledes vil man redusere problem knyttet til såkalt "survivorship bias", dvs.. at det utvalget man vurderer, er de fondene som har overlevd og at resultatene blir altfor gode fordi fondene som ikke overlevde, ikke kom med i undersøkelsen.

Det har de siste årene blitt etablert et antall SRI-indekser. Rundt 15 SRI-indekser, hvorav noen har ulike varianter (geografisk tilknytning, selskapsstørrelse m.v.) refereres i litteraturen, hvorav noen har etablert seg som ledende. Disse er særlig

[136] Kategoriene var "Aggressive", "Balanced", "Corporate High Quality Bond", "Growth and income", "Long term growth"

[137] Obligasjonsfondene ble målt opp mot Lehman Brothers Corporate Bond Index

Domini 400, ulike varianter av FTSE4Good og Dow Jones Sustainability indeksene.[138]

Enkelte av SRI-indeksene er temmelig identiske med konvensjonelle indekser hva angår vekting opp mot land, bransjer og foretaksstørrelser. Andre indekser avviker en god del langs en eller flere av disse dimensjonene. I seg selv er dette igjen en indikasjon på at det ikke er noen konsensus omkring SRI-kriteriene. Tabellene nedenfor, hentet fra Hamid & Sandford (2002), illustrerer dette med all tydelighet. Man finner for eksempel betydelige variasjoner mht. hvilke land som er inne med store positive eller negative avvik i forhold til de konvensjonelle kontraktene det er naturlig å sammenligne med. I noen indekser er (som et eksempel) Italia betydelig undervektet, i andre betydelig overvektet. Det samme gjelder England. Siden dette er store økonomier i utgangspunktet, er det klart at slike skjevheter vil kunne gi betydelige utslag i performance under landspesifikke konjunkturer. Vektingen mht. på selskapsstørrelse varierer også mellom SRI-indeksene. FTSE4Good, en av de mest benyttede SRI-indeksene, er ut fra tabellen den som best matcher sine konvensjonelle slektninger i så måte, mens Dow Jones Sustainability indeksen (DJSTOXX Sustainability) er ganske forskjellig vektet mhp. Størrelse sammenlignet med den konvensjonelle Dow Jones indeksen. Bransjeskjevheter er heller ikke konsistente på tvers av SRI-indekser. Den europeiske FTSE4Good er overvektet i olje og gass, men undervektet i sine US-versjon. En SRI-indeks som Ethibel er betydelig undervektet i olje og gass. Banksektoren er overvektet i de fleste SRI-indeksene, mens helse og farmasi er betydelig overvektet i noen. Kort oppsummert: Det er betydelige variasjoner på tvers av SRI-indeksene i vektingen, dvs.. betydelige variasjoner i hvilke land, bransjer, selskaper som passerer eller ikke passerer indekskonstruktørens krav i forhold til etikk, sosialt ansvar, menneskerettigheter eller miljø. Totalt sett er de fleste SRI-indeksene samtidig ganske forskjellige fra sine konvensjonelle sammenligningsindekser.

[138] En oversikt over de mest sentrale SRI-indekser og deres naturlige konvensjonelle sammenligningsindekser finnes hos Global Consulting Group, s. 14 ff. En oversikt over diverse andre SRI-indekser finnes hos Williams (1999)

Tabell11.9 Vekting av ulike SRI-indekser versus konvensjonelle sammenligningsindekser. (fra Hamid & Sandford, 2002)

Differences in European country weights from benchmark index (%)

	ASPI Eurozone	DJSI	E.Capital	Ethibel Sustainability Index Europe	FTSE4Good Europe	Humanix
Austria	-0.11	-0.09	-0.04	0.01	-0.07	-0.16
Belgium	-1.74	0.00	1.40	0.16	-0.32	0.57
Denmark	-	-0.30	-0.03	1.68	0.12	0.01
Finland	0.75	1.46	1.26	6.70	0.63	0.31
France	0.93	-8.94	3.74	-6.18	-1.10	1.09
Germany	2.00	3.20	-2.55	6.49	-0.74	2.36
Greece	-0.59	-0.43	-0.18	-0.20	-0.19	-0.26
Ireland	-0.04	-0.73	0.29	-0.88	-0.07	-0.04
Italy	-6.07	-4.76	4.01	-1.18	-2.30	2.94
Netherlands	4.83	2.81	-3.96	1.52	2.32	-3.24
Norway	-	-0.17	0.20	0.34	-0.18	-0.46
Portugal	-1.07	-0.54	0.34	-0.55	-0.30	0.01
Spain	0.72	-1.91	-2.14	-3.63	-4.01	0.77
Sweden	-	-0.25	0.48	1.45	-0.26	0.91
Switzerland	-	2.50	-3.98	-5.54	-4.68	0.41
United Kingdom	-	8.38	1.17	-0.04	11.12	-5.24

Source: Deutsche Bank estimates

Differences in global country weights from benchmark index (%)

	Dow Jones Sustainability World Index	FTSE4Good Global Index	E.Capital	Ethibel Sustainability Index Global	Humanix
Australia	-0.42	-0.24	0.08	0.26	-0.23
Austria	-0.04	-0.02	-0.01	0.00	-0.05
Belgium	0.17	-0.02	0.25	0.12	0.06
Brazil	-0.19	-	-	-0.19	-
Canada	-1.13	0.28	0.51	0.52	-1.70
Chile	-0.08	-	-	-0.01	-
Denmark	0.02	0.11	0.04	0.61	-0.33
Finland	1.01	0.36	0.43	2.40	0.11
France	-0.45	0.52	-0.48	-1.38	0.53
Germany	4.45	0.40	-0.59	2.75	0.94
United Kingdom	13.30	6.50	1.26	2.02	-0.45
Greece	-0.15	-0.02	-0.03	-0.06	-0.16
Hong Kong	-0.64	-0.63	0.17	-0.34	0.66
Indonesia	-0.07	-	-	-	-
Ireland	0.09	0.04	0.34	-0.25	-0.34
Italy	-1.23	-0.52	0.49	-0.13	0.61
Japan	-4.04	-4.00	0.79	3.84	-0.41
Malaysia	-0.27	-	-	-0.06	-
Mexico	-0.33	-	-	-0.29	-
Netherlands	2.78	1.41	-0.27	0.98	-1.59
New Zealand	-0.06	-0.06	-0.04	-0.01	-0.06
Norway	0.04	-0.02	0.05	0.13	-0.21
Philippines	-0.03	-	-	-	-
Portugal	-0.14	-0.07	0.05	-0.16	-0.15
Singapore	-0.27	-0.32	-0.04	-0.24	-0.13
South Africa	-0.15	-	-	-	-
South Korea	-0.79	-	-	-	-
Spain	1.21	-1.21	0.50	-1.02	0.66
Sweden	0.53	0.11	-0.22	0.61	-0.31
Switzerland	5.40	-1.04	-0.63	-1.33	1.04
Taiwan	-0.44	-	-	-0.40	-
Thailand	-0.07	-	-	-	-
USA	-18.03	-1.58	-2.72	-7.58	1.50
Venezuela	0.00	-	-	-	-

Source: Deutsche Bank estimates

European indices - size

	ASPI Eurozone	Weight	Euro STOXX	Weight
Mkt Cap>E10bn	36	75.7%	61	71.4%
E5bn>Mkt cap < E10bn	23	14.2%	31	9.6%
E2.5bn>Mkt cap < E5bn	20	5.9%	69	11.1%
E1bn>Mkt cap < E2.5bn	24	3.2%	97	6.5%
Mkt Cap<E1bn	16	0.9%	52	1.8%
Number of Constituents	119		310	

	FTSE4Good Europe	Weight	FTSE World Europe	Weight
Mkt Cap>E10bn	77	80.8%	112	74.9%
E5bn>Mkt cap < E10bn	47	10.3%	82	12.0%
E2.5bn>Mkt cap < E5bn	50	5.6%	110	8.2%
E1bn>Mkt cap < E2.5bn	51	2.8%	102	3.7%
Mkt Cap<E1bn	26	0.4%	160	1.3%
Number of Constituents	251		566	

	Dow Jones STOXX Sustainability Index	Weight	DJ STOXX 600	Weight
Mkt Cap>E10bn	61	86.7%	107	71.2%
E5bn>Mkt cap < E10bn	29	8.0%	78	11.4%
E2.5bn>Mkt cap < E5bn	23	3.3%	122	9.3%
E1bn>Mkt cap < E2.5bn	30	1.9%	201	6.7%
Mkt Cap<E1bn	6	0.2%	92	1.5%
Number of Constituents	149		600	

	Humanix Europe	Weight	MSCI Europe	Weight
Mkt Cap>E10bn	93	84.4%	98	73.3%
E5bn>Mkt cap < E10bn	65	13.7%	72	11.7%
E2.5bn>Mkt cap < E5bn	15	1.8%	100	8.1%
E1bn>Mkt cap < E2.5bn	1	0.1%	140	5.1%
Mkt Cap<E1bn	0	0.0%	144	1.8%
Number of Constituents	174		554	

Source: Deutsche Bank estimates

Sauer (1997) tar for seg performance for den veletablerte SRI-indeksen Domini opp mot flere ulikekonvensjonelle målestokker gjennom perioden 1986-95. Konklusjonen er ganske lik de konklusjonene som er referert for diverse SRI-fond fra samme periode: Indeksen gjør det, i Sauers utvalg, omtrent like godt som sine konvensjonelle

målestokker og ”investors can choose socially responsible investments that are consistent with their value system and beliefs without being forced to sacrifice performance.” Guerard, Stone & Bernell (2002) presenterer lignende konklusjoner i sin studie av Domini 400 gjennom perioden 1984-97, der de forsøker å konstruere såkalte faktornøytrale sammenligningsporteføljer. Konklusjonen er at ”social screening does not harm performance”, dvs.. at man oppnår omtrent samme resultat som konvensjonelle målestokker. Tilsvarende finner Global Consulting Group (GCG) (2001) at Domini 400-indeksen gjør det omtrent like godt eller litt bedre enn den konvensjonelle S&P 500 gjennom 1990-tallet og fram t.o.m. 2000. Videre finner GCG at de ekstra diversifiseringskostnadene, målt som ”tracking error”, knyttet til Domini 400 i den analyserte perioden hadde vært forholdsvis beskjedne. Samtidig understreker GCG sterkt at resultatene lett kan skyldes skjevheter i selve sammensetningen av Domini (og andre SRI-indekser). Det pekes i den forbindelse spesielt på at Domini er betydelig undervektet i tradisjonelle (”gamle”) industrier som industrielle konglomerater, energi og ”utilities”. Motsatt er indeksen sterkt overvektet i bank og forsikring, samt telekom og IT. Siden GCG-studien gir en svært åpen og ryddig framstilling av dette å måte performance for SRI-indekser, skal vi i vår egne empiriske analyse nedenfor, replisere og oppdatere denne studien for på den måten få fram hvor robuste resultatene er når man utvider observasjonsvinduet. Wilcox (2001) konkluderer tilsvarende med at Domini på gjennomsnittet har gjort det like bra som S&P 500 gjennom 1990-tallet, men at dette endret seg drastisk gjennom år 2000. Her gjøres det imidlertid ingen studier av risikojustert avkastning..

12. SRI i en lavkonjunktur: Blir performance annerledes?

Vi har foran redegjort for foreliggende resultater fra studier av såkalte SRI-fond og SRI-indekser. Praktisk talt alle disse studiene er basert på data fra 1990-årene og fram til 2000, dvs.. i den perioden da mange slike fond og indekser ble etablert.

En hel del studier konkluderer med at SRI-fond og indekser har gjort det vesentlig dårligere enn konvensjonelle fond og indekser. Noen studier er svært negative i sine konkusjoner. Restriksjoner på utvalgsuniverset og svevende definisjoner av hva som representerer etiske, sosialt ansvarlige virksomheter, hevder man, gir lavere risikojustert avkastning[139]. Andre studier konkluderer med at SRI-fondene og –indeksene langt på vei har gjort det like godt som de fondene og indeksene som ikke har vært spesielt konstruert ut fra etiske, sosiale eller miljømessige kriterier. Noen studier konkluderer på sin side med at SRI-fondene og –indeksene har gjort det bedre enn de konvensjonelle. Man har altså *både* tjent mer (risikojustert) *og* – kanskje - bidratt til en bedre verden (eller i det minste oppnådd en bedre samvittighet hos seg selv som investor). Flere av studiene mer enn antyder imidlertid at slike resultater *kan* skyldes skjevheter i SRI-fondenes sammensetning. Dette drøftes spesielt i den omfattende rapporten til *Global Consulting Group* (2001). Her pekes det på at de relativt gode SRI-resultatene *kan* være relatert til skjevheter i forhold til bransjesammensetning og forvaltningsstrategi. Man kan således spørre om ikke de gode SRI-resultatene fra 1990-tallet skyldes at seleksjonen til disse fondene og

[139] Hoggett & Nahan (2002) er en av de mer kritiske studiene. Her hevdes det bl.a. at *”most of the information available on ethical funds is provided by their many promoters is unreliable……The debate over performance is clouded by the impossibility of defining the core, let alone a unique set of ethics that could be used to identify objectively an ethical fund. “Ethical” funds do not exist as a separate class.”*

indeksene har gitt en overvekt av såkalte vekstselskaper, dvs.. selskaper som ofte er unge og som opererer i nye bransjer. Dette vil være kunne være selskaper og bransjer som i sin natur ikke er forbundet med spesielt negative etiske, sosiale eller miljømessige aktiviteter. Eller det kan være virksomheter som har en så kort historie at de rett og slett ikke har rukket å komme på eventuelle negative lister ved SRI-seleksjon. Dette vil for eksempel kunne innebære at SRI-fond inkluderer en overvekt av selskaper fra den såkalt "nye økonomien", da særlig IT-virksomheter av ulike slag, samt virksomheter som driver forskning og utvikling, konsulentvirksomhet. Videre vil SRI-seleksjonen kunne gi en overvekt av serviceforetak og konjunkturfølsomme virksomheter.

Andre studier, bl.a. Luther, Matatko & Corner (1995);Luther & Matatko (1994); Gregory et al (1997) og Mallin & al (1995), har pekt på at mange SRI-fonds tilting i retning av små selskaper, for det første kan gjøre det problematisk å benytte konvensjonelle indekser til å evaluere deres resultater. For det andre kan en slik skjevhet slå spesielt ut i perioder der for eksempel avkastningen på investeringer i små selskaper avviker fra gjennomsnittet. I slike situasjoner kan det vise seg at SRI-fondets risiko egentlig er annerledes enn det man trodde – dersom man har estimert denne uten å ta hensyn til denne skjevheten i sammensetningen. Dette er spesielt påpekt i en studie av Dimtcheva et al (2002) som konkluderer med at SRI-fond ofte har en høyere risiko enn konvensjonelle fond når man ser på sammensetningen av SRI-fondene og at den risikoen særlig skyldes en overeksponering mot P/E-faktorer enn konvensjonelle fond.

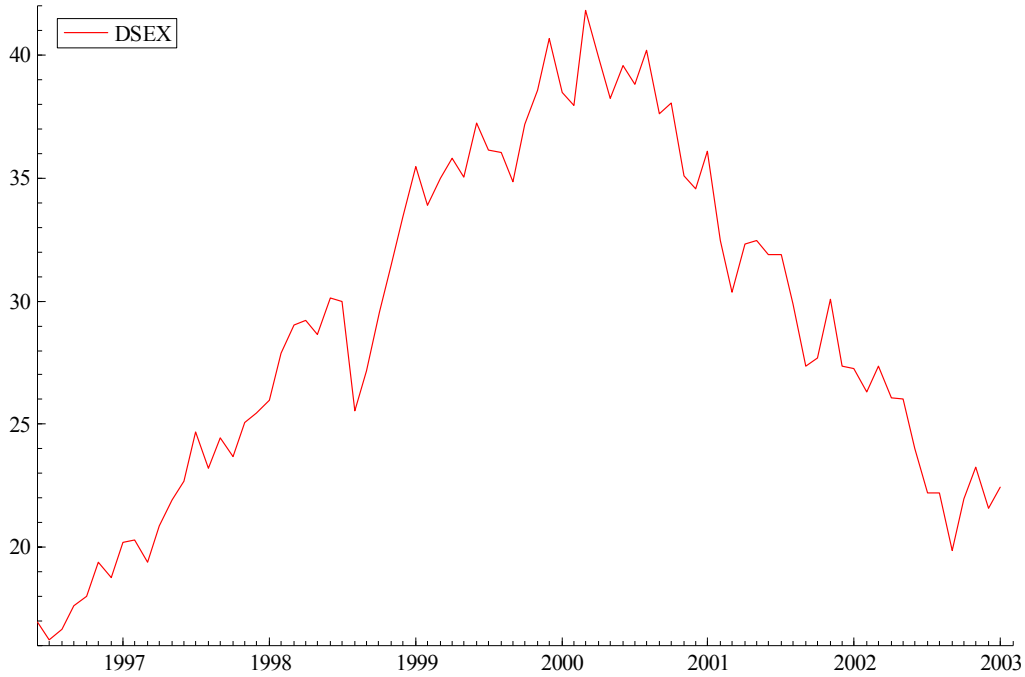
Vi skal her illustrere problemstillinger knyttet til representativitet og følsomhet for spesielle faktorer gjennom å oppdatere noen av studiene av SRI-performance med data fra perioden *etter* år 2000. 1990-tallet var, som kjent, en periode da mange snakket om "Den Nye Økonomien", og det eksisterte en stor optimisme rettet mot ITK-virksomheter, e-commerce og lignende. Etter 2000 fikk svært mange virksomheter i Den Nye Økonomien betydelige problemer, og en langvarig oppgangskonjunktur i de finansielle markedene snudde dramatisk. Ved å sammenligne SRI med konvensjonelle investeringer før og etter sommeren 2000 (da finansmarkeder verden over gikk inn i en langsiktig negativ trend), vil man kunne få et visst inntrykk av hvorvidt de tidligere studienes konklusjoner er robuste også i en annerledes konjunkturfase. Vi vil i det følgende derfor presentere resultatmål for et par av de mest sentrale SRI-indeksene opp mot de konvensjonelle indeksene.

Domini 400: Relativ avkastning og risiko før og etter 2000
Figur 11.23 nedenfor viser utviklingen til en av de eldste og mest kjente SRI-indeksene, Domini 400 eller Domini Social Index (DSI) fra sommeren 1996, kort tid etter at indeksen ble etablert, og fram til januar 2003.

Naturlig nok avspeiler kurven også for DSI den negative utviklingen i aksjemarkedene etter våren 2000. Det interessante spørsmålet, som vi her skal søke å belyse, er hvorvidt DSI skiller seg fra konvensjonelle indekser som for eksempel S&P 500, MSCI Europa og MSCI World[140] gjennom ulike konjunkturfaser. Vi gjør dette

[140] Morgan and Stanley Composite Index. Sammenligningen mellom Domini og denne er tatt med som en illustrasjon, vel vitende om at de to på mange måter ikke kan sammenlignes.

gjennom å ta utgangspunkt i tilsvarende observasjonsutvalg som i studien til Global Consulting Group, dvs.. fra 1996 og fram til slutten av 2000. Vi sammenligner så resultatene fra denne perioden med resultater fra den etterfølgende perioden (fram til utgangen av 2002). Vi ser i den forbindelse på avkastning og risiko (standardavvik) hver for seg, og vi kombinerer disse i de vanlige målestokkene: "Tracking error", Sharpe's indeks og Jensen's alfa.



Figur 11.23 Domini-indeksen juni 1996-januar 2003

Domini vs S&P og MSCI: Beskrivende statistikk

Tabell 11.10 gjengir gjennomsnittsavkastning og standardavvik (annualisert) for S&P500, og DSI for periodene juli 1996 – august 2000 og september 2000 – november 2002. Vi ser at avkastningen til DSI i den første perioden *nesten* var på høyde med S&P 500. Samtidig hadde DSI en noe *høyere* risiko målt som standardavvik til avkastningen. I lavkonjunkturen etter 2000, ser vi at DSI har hatt en klart *lavere* (negativ) avkastning enn S&P, og samtidig en *høyere* risiko. S&P 500 er en relevant målestokk for en evaluering av Domini. Dermed kan man si at Domini oppnådde nesten like gode resultat som sin konvensjonelle målestokk i oppgangskonjunkturen fram til sommeren 2000. Riktignok var avkastningen lavere og risikoen høyere enn for S&P 500. I den etterfølgende perioden er imidlertid resultatet entydig: Domini oppnådde en vesentlig dårligere avkastning, samtidig som risikoen var klart høyere sammenlignet med S&P.

Tabell 11.10 Avkastning, Domini (DSI) versus S&P 500

	Juli 1996-Aug 2000		Sept 2000 –Nov 2002	
	Gj.snitt	Std.avvik	Gj.snitt	Std.avvik
S&P 500	22,68	16,35	-18,12	18,84
DSI	20,64	17,53	-24,24	20,37

Kilde: Reuters

Domini vs S&P: Tracking error

En sentral konklusjon i den store studien til Global Consulting Group var at DSI's tracking error i forhold til S&P 500 var "beskjeden", - annualisert til litt over 3 %[141]. Vi reproduserer her tallene for differanseavkastning for tilsvarende periode som Global Consulting Group og sammenligner disse med tallene for perioden etter 2000. Resultatene, gjengitt i tabell 11.11, kan kort oppsummeres som følger: DSIs tracking error opp mot S&P 500 var, som beregnet i rapporten til Global Consulting Group, i perioden fram til august 2000 litt over 3 %. I den siste perioden har, som nevnt ovenfor, avkastningen til DSI vært mye lavere enn for S&P. Samtidig blir tracking error svært høy, opp fra ca. 3 % til 7,4 %.

Global Consulting Group konkluderer sin analyse med at diversifikasjonskostnadene som skyldes unik risiko ("residual risiko") for Domini versus S&P framstår som "very marginal". En oppdatering av analysen med tall fra perioden etter 2000 gir nok grunnlag for en vesentlig revisjon av denne konklusjonen. Etter 2000 har tracking error for Domini vært betydelig.

Tabell 11.11 Differanseavkastning DSI vs. målestokk (annualisert)

	juli 1996 – aug 2000		sept 2000 – nov 2002	
Målestokk	Gj.snitt	Std.avvik	Gj.snitt	Std.avvik
S&P 500	-2,00	3,21	-6,18	7,43

Det er også interessant å studere hvor raskt en slik endring i risiko kan oppstå for et fond av DSIs type. Tabell 11.12 nedenfor viser gjennomsnittlig (annualisert) meravkastning for DSI versus S&P 500 for fem delvis overlappende perioder av samme lengde (29 måneder) mellom juli 1996 og november 2002, samt tracking error (standard avvik) for de samme periodene.

Tabell 11.12 Meravkastning DSI versus S&P 500, overlappende perioder 1996-2002

	Gj.snitt	Std. Avvik
199607-199811	-5,88	2,56
199707-199911	-4,56	2,94
199807-200011	-7,92	3,91
199907-200111	-8,76	3,88
200007-200211	-10,65	7,45

DSI har gjennom alle periodene hatt en signifikant negativ avkastning i forhold til S&P og avkastningen for DSI har gradvis blitt relativt sett dårligere (enn S&P-målestokken) fram mot slutten av perioden. Tracking error har derimot vært forholdsvis stabil mellom 2,5 % og 4 % helt fram til siste periode, dvs.. etter sommeren 2000. Da dobles standardavviket sammenlignet med tidligere perioder. Tallene tyder således på at de *forholdsvis* gode resultatene som har vært rapportert for DSI, kan ha gitt et feilaktig bilde av reell risiko som følge av en skjevhet som ikke så lett framkommer i en oppgangskonjunktur, men som slår desto kraftigere ut i en lavkonjunktur eller i perioder da spesielle virksomheter eller bransjer får problemer.

[141] Mange vil nok være uenig i at dette er en beskjeden tracking error

Figur 11.24 Akkumulert avkastning Domini vs. S&P 500

Dette illustreres tydelig i figur 11.24 ovenfor som viser den akkumulerte mindreavkastningen til Domini versus S&P 500 over perioden juli 1996 – november 2002.[142] Mens mindreavkastningen til Domini fram mot 1999 var forholdsvis moderat, ser man at f.o.m. 2000 kommer Domini vesentlig dårligere ut enn S&P 500. Ved årsskiftet 2001/2002 er saldoen for en Domini-investor 40 % lavere enn om investoren hadde plassert sine investeringer i S&P 500. En viss gjeninnhenting i løpet av 2002 endrer ikke konklusjonen: Gjennom lavkonjunkturen de siste par årene gjør Domini det *vesentlig* dårligere enn S&P 500. Hele aksjemarkedet går ned i denne perioden, og naturlig nok også S&P. Domini gjør det altså betydelig dårligere enn et dårlig marked under ett.

Domini vs. S&P 500: Sharpe rater og Jensen's alfa
Tidligere studier har gitt blandede resultater for Domini målt opp mot relevante konvensjonelle indekser. Noen studier har konkludert med at Domini til tider har gitt en meravkastning, mens andre studier over lengre perioder konkluderer med ingen signifikant forskjell, jfr. for eksempel Sauer 1997 som beregner Sharpe rater og Jensen's alfa for Domini i ulike perioder 1986-94.

Tabell 11.13 gjengir våre egne beregninger av Domini's Sharpe-rater[143] fra 1996 og ut 2002, igjen sammen med de tilsvarende ratene for S&P 500. Igjen har vi brutt opp perioden ved høsten 2000. Tallene viser at DSI i den tidlige perioden hevder seg brukbart, men vi ser at den risikojusterte avkastningen for DSI er klart lavere enn for

[142] Vi antar at kr. 1,00 er investert i henholdsvis Domini og S&P 500 i juli 1996 og at man for hver enkelt måned legger til (trekker fra) positiv (negativ) avkastning.
[143] Som risikofri rente har vi benyttet US T-bill, 30 dager.

S&P 500. Går vi så til den siste perioden, ser vi at både DSI og S&P kommer negativt ut, dvs.. at avkastningen på gjennomsnittet har vært lavere enn den risikofrie gjennomsnittsavkastningen. Og justert for total risiko (standardavviket til mindreavkastningen), er DSI vesentlig svakere enn S&P.

Tabell 11.13 Sharpe rater i de to konjunkturfasene

Indeks	Juli 1996 – Aug 2000	Sept 2000 – Nov 2002
DSI	0,258	-0,389
S&P 500	0,312	-0,326

Tabell 11.14 gjengir resultater fra estimering av Jensen's alfa for Domini målt opp mot markedets meravkastning, igjen representert med S&P 500. Vi ser vi her at residualrisikoen til DSI var vesentlig høyere i den siste perioden. Forklart varians faller kraftig. Vi ser videre at for den tidlige perioden kommer DSI ut med en *negativ* alfa, riktignok signifikant bare på 7 %-nivå. For den siste perioden har vi fortsatt negativt fortegn for alfa, men estimatet er ikke signifikant forskjellig fra null.

Tabell 11.14 Estimering av Jensen's alfa for Domini. S&P 500 = Benchmark

	1996 07-2000 08				2000 09 – 2002 11			
	α	β	R^2	σ_ε	α	β	R^2	σ_ε
DSI	-0,25	1,05	0,97	0,910	-0,50	1,01	0,87	2,23
	(-1,84)	(38,80)			(-1,12)	(12,80)		

(..) = t-verdier

Dow Jones Sustainabilibty Index'er

Dow Jones etablerte i 1999 egne SRI-indekser, Dow Jones Sustainability Group Index (DJSI). Indeksene representerer et underutvalg fra Dow Jones' generelle indekser. DJSI er konstruert ved å plukke ut de antatt 10 % ledende "sutainability" virksomhetene innenfor hver av 64 bransjegrupper i den konvensjonelle indeksen. Selskapene følges kontinuerlig, og kan bli nedgradert eller ekskludert fra indeksen.

DJSI har blitt rekonstruert tilbake til begynnelsen av 1990-tallet og har vært benyttet som utgangspunkt for flere studier av SRI-performance. Flere av studiene fra 1990-tallet har, som nevnt i gjennomgangen i kapittel 5, konkludert med at DJSI gjennom perioden har gjort det bedre enn de konvensjonelle målestokkene som det er naturlig å sammenligne denne klassen SRI-indekser med. Knoepfel (2001) presenterer tall som sier at på verdensbasis har DJSI hatt en risikojustert avkastning noe høyere enn sin tilsvarende målestokk gjennom perioden desember 1993 – august 2000.Basert på tallene i artikkelen, kan Sharpe-raten for DJSI i denne perioden beregnes til 0,48 mot 0,37 for den konvensjonelle indeksen.

Vi har selv kalkulert tilsvarende Sharpe-rater for årene etter 1999. Figur 11.25 bakerst i kapittelet gjengir modifiserte[144] Sharpe-rater for årene 1999-02, samt ratene splittet opp i to perioder, hhv. før og etter 2000. For hele denne perioden sett under ett, skårer konvensjonelle indekser av såkalt "small" og "value" selskaper høyt. Samtidig ser vi at DJSI-indeksene gjør det omtrent like bra som sin konvensjonelle

[144] "Modifisert" innebærer at vi har justert nullpunktet for alle Sharpemålene for å få positive tall (i en periode der ingen av indeksene har hatt avkastning som er høyere enn den risikofrie)

målestokk. DJSI "totalindeks" gjør det litt bedre, mens DJSI ex (dvs.. ex tobakk og våpen) viser litt svakere resultater. Ser vi så på de to periodene hver for seg, blir bildet ganske annerledes. Dette skyldes i hovedsak utviklingen for de store selskapene. Disse oppnår en meget høy Sharpe-rate i den tidlige perioden, men en svært lav rate etter 2000. Følgelig vil resultatet for en indeks fra et underutvalg av DJ-indeksene, dvs.. DJSI-indeksene, være svært følsomt for vektingen mot store selskap. Igjen ser vi hvordan skjevheter i SRI-indeksene slår ut dersom det skjer relative endringer i resultatene til de ulike elementene i målestokken. I prinsippet kan slike skjevheter både positivt og negativt. Det ligger imidlertid en latent og vanskelig observerbar risiko i en slik skjevhet, og denne risikoen prises ofte ikke ut i perioder da SRI synes å gjøre det like godt som målestokken.

En fersk studie publisert av West Landesbank (Garz et al. (2002)) rapporterer en meget høy Jensen's alfa for DJSI gjennom perioden 1999-2002. Estimert ekstraavkastning oppgis til 2,1 % p.a. i en modell der man korrigerer for en "value" og en "size" faktor. Vi har replisert denne studien, med utgangspunkt i de samme indeksene og forklaringsvariablene. Våre resultater er gjengitt i tabell 11.15, sammen med de publiserte resultatene fra West Landesbank.

Tabell 11.15 Estimering av Jensen's alfa for DJSI
Monthly regressions January 1999 - October 2002

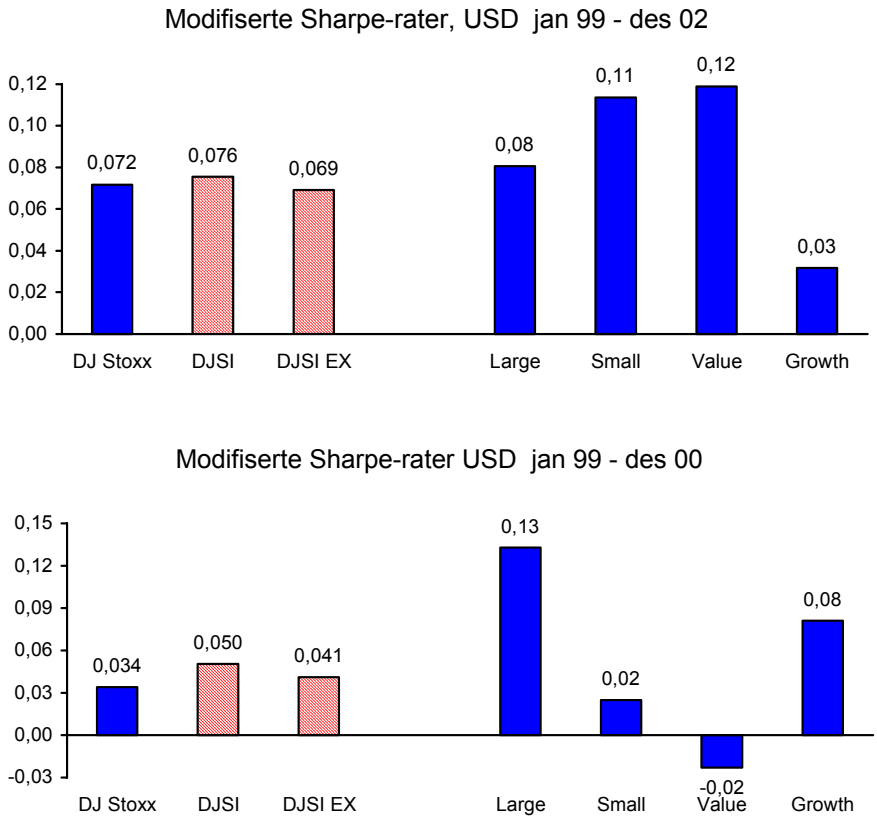
	OLS estimate	Standard error	t-statistics	p-value
WestLB Panmure				
Alpha	**0,171 %**	**0,10 %**	**1,74**	**0,090**
Market-bet	1,025	0,0149	68,92	0,000
Value-beta	0,102	0,0182	5,59	0,000
Size-beta	-0,244	0,0280	-8,71	0,000
Usd-returns				
Alpha	**-0,0002 %**	**0,0009**	**-0,002**	**0,999**
Market-bet	0,998	0,0189	52,72	0,000
Value-beta	0,119	0,0219	5,43	0,000
Size-beta	-0,187	0,0283	-6,61	0,000
Euro-returns				
Alpha	**0,092 %**	**0,07 %**	**1,23**	**0,226**
Market-bet	1,028	0,015	69,41	0,000
Value-beta	0,099	0,018	5,53	0,000
Size-beta	-0,244	0,028	-8,72	0,000

Excess returns againts 3 months USD- and Euro-libor.
(using 1 month libor gives the same results)

Som man vil se, er vi ikke i stand til å finne den samme høye alfaen som rapporteres i den tyske studien, verken når vi baserer estimeringen på USD-avkastning eller når vi benytter Euro-avkastning. Regnet i USD får vi tvert imot en negativ (men ikke signifikant) alfa. Regnet i Euro blir alfa positiv, men heller ikke her signifikant. Vi har ingen forklaring på hvorfor den tyske studien kan rapportere en høy positiv alfa.[145]

[145] Vi har gjennom diverse e-post henvendelser til forfatterne av West Landesbank studien forsøkt å få klarhet i dette. Vi har i den forbindelse oversendt de tidsseriene som vi har benyttet – og våre estimeringer, samtidig som vi har anmodet om tilsvarende informasjon fra dem. Forfatterne av rapporten fra West Landesbank har til nå dessverre ikke vært villig til å dele sin informasjon med oss.

Igjen ser vi for øvrig den sterke signifikante effekten av både ”value” faktoren (positiv) og ”size” faktoren (negativ) på DJSI-avkastningene.



Figur 11.25 Sharpe rater

13. Konklusjoner om risikojustert SRI-avkastning

Vi har i denne delen av rapporten innledningsvis presentert noen prinsipielle spørsmål og problemstillinger knyttet til det å koble investeringer og forvaltning til etiske, sosiale eller miljørelaterte parametere (Socially Responsible Investments, SRI), og til det å evaluere slike investeringer Deretter redegjorde vi for resultater fra litteraturen som har analysert SRI-performance for så vel selskaper som forskerkonstruerte porteføljer, reelle SRI-fond og SRI-indekser. Disse resultatene supplerte vi så med egne empiriske illustrasjoner med nyere data, dvs.. med avkastningstall også fra perioden 2000-02. Konklusjonene basert på litteraturgjennomgangen og våre supplerende analyser kan oppsummeres som følger:

1. Selskaper, -porteføljer, -fond og -indekser har hatt en signifikant *bedre* risikojustert avkastning enn relevante konvensjonelle målestokker.
2. Noen analyser, spesielt basert på data fra 1980-tallet og de aller siste årene, konkluderer motsatt med en signifikant *dårligere* SRI-performance.
3. Noen SRI-performance studier konkluderer med *ingen* signifikant forskjell i riskojustert avkastning sammenlignet med konvensjonelle fond eller indekser.
4. Konklusjonene 1-3 ovenfor betyr til sammen at konklusjoner vedrørende SRI-performance ofte avhenger av observasjonsutvalg, dvs.. hvilken

periode man tar for seg, samt det utvalget av selskap, porteføljer, fond eller indekser som man har analysert. Dette er også et funn som tidligere har vært etablert i litteraturen, jfr. Barnett & Salomon (2002) som viser hvilken betydelig spredning man finner i performance på tvers av ulike SRI-fond.

5. Mens litteraturen fra 1990-tallet tyder på at SRI over "normale" konjunktursykler og i oppgangsperioder, ikke trenger å bety vesentlige avvik i performance sammenlignet med investeringer uten valgrestriksjoner, kan resultatene bli vesentlig annerledes og negative for SRI under en internasjonal nedgangskonjunktur eller i en periode med betydelige strukturendringer. Utviklingen gjennom den lange nedgangsperioden i de internasjonale finansmarkedene etter våren 2000 demonstrerer dette med all tydelighet. I denne perioden har mange SRI-fond og indekser gjort det *vesentlig* dårligere enn konvensjonelle målestokker. I noen tilfelle har det vært snakk om *betydelige* SRI-tap sammenlignet med en konvensjonelt basert målestokk.
6. Det synes ikke å være noen symmetri i forholdet SRI-tap i nedgangstider og SRI-gevinst i oppgangs- eller normalperioder. Tapene i nedgangs- og omstillingsperioder kan lett bli vesentlig større enn eventuelle mer-avkastninger i oppgangs- eller normalperioder. Dette er i og for seg ikke overraskende. I oppgangsperioder vil man ofte oppleve forholdsvis lik positiv utvikling på tvers av relativt ulike porteføljer. En nedgangsfase uløser "darwinistiske" prosesser i finansmarkedene, med regelrett utselektering av virksomheter ("bobler"), samtidig som man ofte observerer betydelig større ulikheter i avkastningen mellom bransjer, land og selskaper enn hva som har vært vanlig i en normalperiode. Dermed er det ikke sagt at det nødvendigvis trenger å være flere "bobler" og flere potensielt store tapere blant SRI-selskaper. Det å legge spesielle restriksjoner på porteføljesammensetningen, det være seg restriksjoner i forhold til land, bransjer eller restriksjoner basert på etikk, miljø osv., vil imidlertid lett innebære at man oppnår lavere avkastning enn en restriksjonsfri målestokk ganske enkelt fordi man på den måten ofte vil øke sannsynligheten for å få med selskaper, land eller bransjer som opplever store tap.
7. Det er grunn til å forvente at denne typen asymmetri mellom porteføljer med og uten restriksjoner vil eksistere på sikt. Vi understreker igjen at dette ikke har sammenheng med dette at man legger etiske restriksjoner på porteføljesammensetningen, men skyldes at man reduserer utvalgsrommet. Asymmetrien kan beskrives med det vi vil kalle "nødutgangsparadokset": I en kinosal vil det i en normalsituasjon være tilstrekkelig antall nødutganger for å tømme lokalet på noen få minutter. Når det plutselig oppstår en nødssituasjon, for eksempel brann i lokalet, tar det mye lenger tid for den samme publikumsmengden å komme seg ut av lokalet. Man ønsker å komme ut så raskt som mulig, alle stormer mot nødutgangene, med det resultat at alle (eller de fleste) kommer senere ut. Porteføljer med restriksjoner på utvalgsrommet kan sammenlignes med forsamlingslokaler med et antall nødutganger som (tilsynelatende) har vært tilstrekkelig under øvelser, men som slett ikke er tilstrekkelige under en panikk. Det kan således i selekterte fond lett eksistere en risiko som *ikke synes* i en

normalsituasjon og som dermed ikke prises. I så fall vil slike fond oppnå en tilnærmet normal avkastning i normale situasjoner, mens man ikke får betalt for den risikoen man ikke var klar over i en unormal situasjon.

8. De negative resultatene vi har observert for SRI-indeksene etter 2000 har opplagt sammenheng med skjevhetene i deres sammensetning. En slik skjevhet ligger i bransjevalg, der spesielt to bransjer har vært betydelig overvektet i mange SRI-indekser: IT og finanssektoren. Men vi vil samtidig peke på en annen årsak til SRI-indeksenes svake resultater de siste årene, nemlig skjevheter i landsammensetningen. Gjennom 1980- og størstedelen av 1990-tallet ble det svært vanlig å tillegge landsammensetning mindre betydning i porteføljeforvaltningen. En rekke empiriske studier konkluderte med at globaliseringen førte til en økende kovariasjon på tvers av landegrenser og at det derfor ikke spilte så stor rolle som tidligere hvorvidt man plasserte i det ene eller det andre landet. Det som betydde mest, mente mange, var sektor- eller bransjesammensetningen. I den senere tid er det presentert flere studier som konkluderer med at denne kovariasjonen på tvers av landegrenser ikke lenger er så sterk. Globaliseringen har sine grenser, og kan i nedgangsperioder kanskje bli reversert, i hvert fall målt ved korrelasjoner i finansmarkedene. En fersk studie av Brooks & Del Negro (2003) konkluderer med at konklusjonene om mer og mer integrerte finansmarkeder var et tidsbegrenset fenomen knyttet til en internasjonal "boble" gjennom 1990-tallet (med unntak for integrasjonen innen EU), og at det nå igjen er landspesifikke faktorer som er sentrale. Den svært skjeve landvektingen i mange SRI-indekser kan dermed ha bidratt sterkt til de svake SRI-resultatene etter 2000.
9. De tallmessige konsekvensene av SRI-restriksjoner i en nedgangs- og omstillingsperiode vil avhenge av hvor *effektive* SRI-restrisjonene er, dvs.. hvor annerledes en SRI-portefølje blir sammenlignet med en konvensjonell målestokk. Jo mer et SRI-fond avviker fra en konvensjonell målestokk, jo større vil nedsiderisikoen kunne være.
10. Hvordan SRI-restriksjonene utformes, kan samtidig ha ulike effekt på SRI-fondenes relative risikojusterte resultater. Basert på foreliggende litteratur – og generelle vurderinger – vil vi tro at en positiv seleksjonsstrategi ("velg inn de beste") kan gi relativt sett bedre resultater enn en negativ strategi ("velg bort de verste")

Konklusjonene 1-10 ovenfor kan oppsummeres svært kort: Det å legge spesielle restriksjoner på porteføljesammensetning, herunder SRI-restriksjoner, vil i oppgangsperioder ofte ikke ha så veldig store (negative eller positive) konsekvenser mht. performance. Man bør imidlertid innstille seg på at denne konklusjonen lett kan endres i en nedgangskonjunktur. Dersom en fondsforvalter pålegges SRI-restriksjoner av fondets eiere, bør alle parter være inneforstått med at det kan være en signifikant nedsiderisiko forbundet med et slikt pålegg. Størrelsen vil avhenge av hvor sterke restriksjonene på utvalgsrommet vil være. I tillegg er det grunn til å tro at nedsiderisiko vil være avhengig av hvilken seleksjonsstrategi som anlegges.

Del IV: SRI og forvaltningskostnader

14. Innledning

I del III drøftet vi eventuelle kostnader i betydningen redusert risikojustert avkastning forbundet med det å pålegge porteføljeforvalteren etiske, sosiale, miljømessige eller andre restriksjoner i investeringsbeslutningene. Vi konkluderte med at dersom slike restriksjoner skaper porteføljer som er "skjeve" mhp. selskapsstørrelse, land, bransjer, typer selskaper m.v., så vil man på sikt måtte forvente lavere risikojustert avkastning enn det man ville ha oppnådd uten denne typen restriksjoner. Vi understreker igjen at dette ikke skyldes at selskap som legger vekt på miljø, sosiale forhold osv., nødvendigvis gjør det dårligere enn andre selskap i en portefølje. Poenget er at restriksjonene på utvalget og skjevheter i porteføljesammensetningen periodevis vil gi seg utslag i avvikende avkastning sammenlignet med bredere, mer representative målestokker og at dette avviket på lang sikt lett vil kunne bli negativt. Hvor store disse avvikene eventuelt vil bli, avhenger av hvor store avvik det er mellom SRI-porteføljen og målestokken, målt ut fra viktige faktorer som land, bransje, størrelse m.v.

Vi skal her drøfte kostnader forbundet med selve forvaltningen av SRI-fond. Spørsmålet som reises er ganske enkelt hvorvidt SRI-fond vil ha høyere forvaltningskostnader enn konvensjonelle fond.

Forvaltningskostnadene kan deles i to komponenter. Den første er de *administrative* kostnadene knyttet til det å følge opp de strategier og retningslinjene som eierne har vedtatt. Hvilke forvaltningshonorarer må man regne med dersom man skal ha en aktiv forvaltning med spesielle retningslinjer, for eksempel knyttet til sosiale, etiske eller miljømessige parametere? Vil disse kostnadene være høyere enn for et konvensjonelt forvaltet fond, og i så fall hvor mye høyere? Den andre komponenten i forvaltningskostnadene dreier seg om *transaksjonskostnader*, dvs.. hvilke kostnader som oppstår i forbindelse med det å drive risikostyring eller gjennom aktiv "timing" av sine plasseringer, for eksempel gjennom å ta posisjoner i futuresmarkedene og lignende. Vil disse transaksjonskostnadene være høyere for et SRI-fond enn for et konvensjonelt forvaltet fond, - og i så fall hvor mye høyere?

Vi har valgt å knytte drøftingen av den første komponenten, dvs.. de administrative forvaltningskostnadene, til tre ulike investeringsstrategier: Negativ seleksjon, positiv seleksjon og aktivistisk seleksjon. Den andre komponenten, dvs.. transaksjonskostnader knyttet til risikostyring m.v., avhenger av korrelasjoner mellom den målestokken som fondet evalueres etter og de instrumentene som man kan benytte i sin aktive risikostyring. Veldig enkelt forklart: Dersom man ønsker å styre risikoen knyttet til den porteføljen som skal forvaltes, kan man gjøre dette gjennom å ta posisjoner over kortere eller lengre perioder i for eksempel futuresmarkedet. Dersom dette futuresmarkedet er sterkt korrelert med den målestokken som fondets resultater måles opp mot, så vil mye av fondets risiko kunne fjernes og transaksjonskostnadene blir lave. Motsatt vil en lav korrelasjon mellom fondets målestokk og risikostyringsinstrumentet medføre høye transaksjonskostnader.

15. Tre SRI-strategier

Domini & Kinder (1984) skisserer tre strategiske tilnærminger til etisk investering: *"avoidance, the positive, and the activist*"[146]. Den første dreier seg om negativ seleksjon: Vi ønsker ikke å investere i virksomheter fra land X, virksomheter som driver med (for eksempel) våpenproduksjon eller kort og godt følgende navngitte selskap: X, W og Q. Den andre strategien går ut på å velge ut selskaper som man mener er etisk gode, som tar miljøproblemer alvorlig og som har et godt rykte i forhold til menneskerettigheter osv. Den tredje strategien dreier seg både om å velge ut virksomheter ut fra etiske eller andre kriterier, og samtidig gå inn i disse virksomhetene og gjennom sin eiermakt påvirke dem i det man mener er etisk eller miljømessig riktig retning.

De tre strategiske tilnærmingene kan medføre betydelige forskjeller i så vel administrative forvaltningskostnader som transaksjonskostnader. Vi skal i det følgende først drøfte de administrative kostnadene. Deretter ser vi nærmere på transaksjonskostnadene.

16. Negativ seleksjon og administrasjonskostnader

Negativ seleksjon kan i utgangspunktet gjøres svært billig rent administrativt ved å blinke ut et lite antall virksomheter som man ikke ønsker å investere i. Vi har i den senere tid sett eksempler på dette, - også i norsk forvaltning, der et ganske lite antall selskap svartelistes. Ofte ser man at forvalterne overlater denne svartelistingen til organisasjoner eller firmaer som spesialiserer seg på denne typen overvåkning. Porteføljeforvalteren overlater på den måten både bevisinnsamling og domsavsigelse til en utenforstående organisasjon. Ofte vil det ikke koste stort å skaffe seg en slik liste over "domfelte" virksomheter, og administrasjonskostnadene blir små.

Andre forvaltere vil selv skaffe informasjon og vurdere på selvstendig grunnlag hvilke virksomheter som man vil stryke fra sitt investeringsunivers. Administrasjonskostnadene vil her selvsagt avhenge av hvor mye arbeid man vil legge i det å vurdere hvorvidt selskap passerer de terskler som kreves for å bli vurdert i en investeringssammenheng. Man kan etablere så enkle kriterier at evalueringen blir enkel og forholdsvis billig, eller man kan etablere strenge kriterier og høye terskler for ikke å komme på "nei-listen". Da kan administrasjonskostnadene lett bli svært høye.

Det er altså vanskelig å si noe eksakt om de administrative forvaltningskostnadene for denne typen seleksjon. Man kan imidlertid si at jo strengere regler man etablerer, og jo strengere man lever opp til disse reglene i sitt daglige virke, jo høyere vil kostnadene bli. Et fond som velger å utelukke et lite antall virksomheter for hvilke man er overbevist om at de etiske eller andre standardene ikke holder mål, vil ikke pådra seg spesielt høye kostnader. Et fond som åpner for en utelukkelse i stor stil, vil måtte forvente høyere administrasjonskostnader knyttet til informasjonsinnhenting og analyse. Dette gjelder spesielt i forhold til aktiv forvaltning, dvs.. en forvaltning der man hele tiden gjør analyser av virksomhetenes økonomiske situasjon, deres utvikling, markedsutsikter m.v. Dersom man skal samkjøre slike analyser med grundige og analyser av etiske, sosiale, miljømessige og andre sider ved et selskap, kan informasjonsinnhenting og analyse lett bli temmelig omfattende. Dette er jo ikke noe man kan gjøre en gang for alle. Både tidligere utelukkede virksomheter *og*

[146] Se også Ward (1986)

virksomheter som man har i porteføljen i dag, må prinsipielt gjøres til gjenstand for kontinuerlige vurderinger.

17. Positiv seleksjon og administrasjonskostnader

Positiv utvelgelse går ut på å plukke ut gode virksomheter. Dette er tilnærmingen til flere av de etablerte SRI-fondene og -indeksene, bl.a. DJSI. Også her kan man billig og enkelt overlate til utenforstående å gjøre seleksjonen for seg, for eksempel gjennom å overlate jobben til dem som definerer SRI-indekser ut fra "best-i-klassen" kriterier. Man velger fra en liste over selskaper som har en form for kvalitetsrating, og så konsentrerer man sin aktive forvaltning om virksomheter fra en slik liste. I forhold til risikojustert avkastning kan dette, som nevnt foran, tidvis generere høyere kostnader fordi porteføljen blir skjev eller fordi dette innebærer restriksjoner på mulighetene for å diversifisere. Administrasjonskostnadene trenger derimot ikke bli noe høyere gjennom en slik passiv tilpasning til andres seleksjon.

Noe annet blir det dersom forvalteren selv skal stå for utvelgelsen av gode virksomheter. Akkurat som for negativ seleksjon vil man da måtte bruke mye ressurser på kartlegging, informasjonsinnhenting og analyse av virksomhetenes godhet utover deres finansielle resultater. Sannsynligvis er en slik egen seleksjon av gode selskap mer ressurskrevende enn en tilsvarende seleksjon av dårlige. Ofte vil man kunne måle dårlig performance i forhold til miljø, etikk osv. med utgangspunkt ut fra noen få parametere. Det å dokumentere god pereformance på disse feltene, er ikke så enkelt. Et selskap kan vise til mange gode intensjoner og handlinger, uten at det av den grunn nødvendigvis kan klassifiseres som godt eller blant de beste i klassen. Ti gode intensjoner og handlinger veier ikke uten videre opp for en alvorlig dårlig. Det er således en asymmetri mellom kostnader forbundet med negativ versus positiv seleksjon. Det er ofte lettere (og billigere) å dømme enn å både frikjenne og samtidig berømme.

18. Aktivistisk seleksjon og administrasjonskostnader

I den senere tid har det i mange sammenhenger vært argumentert for at SRI egentlig burde innebære at man investerer for å forandre verden. Man bruker sine investeringer til å utøve eierinnflytelse for å få selskapene til å bli mer etiske, miljøbevisste osv. Denne strategien reiser mange spørsmål knyttet til praktisk forvaltning. Disse spørsmålene dreier seg bl.a. om hvor sterk innflytelse en fondsinvestor ønsker å oppnå i et selskap. En *defensiv* aktivisme kan bestå i at fondet som eier av en liten brøkdel av et selskap, stiller på generalforsamlinger og argumentere for miljøtiltak og lignende i håp om oppslutning gjennom argumentasjon. En mer offensiv aktivisme består i at fondsinvestoren ønsker å komme i en slik eierposisjon at man gjennom sin forvalters stemmetyngde, faktisk kan bestemme hva virksomheten skal gjøre i forhold til etikk, miljø osv.

Det at et fond kjøper seg opp til å bli en betydelig eier i en virksomhet fordi man ønsker å påvirke selskapet, kan ha effekter på selve avkastningen på investeringen. *Hvordan* denne effekten blir, vil avhenge av hvordan markedet for øvrig vurderer resultatet av fondets offensive aktivisme. Hva de administrative forvaltningskostnadene angår, er det grunnlag for å påstå at disse trolig øker med

graden av aktivisme. I sin ytterste konsekvens innebærer dette at fondet går inn og overtar styringen av virksomhetene.[147]

19. SRI og transaksjonskostnader

Vi har så langt diskutert de administrative kostnadene knyttet til det å forvalte et SRI-fond. Størrelsen på disse kostnadene vil avhenge av hvilken strategi man velger og hvilket ambisjonsnivå man legger seg på i forhold til strategien. Transaksjonskostnadene, dvs.. kostnader knyttet til risikostyringen, beslutninger om tidspunkt for å gå inn i eller ut av posisjoner m.v., vil også være avhengig av strategivalget.

Aktiv forvaltning krever en aktiv utnyttelse av ulike instrumenter av typen futures eller opsjoner for å balansere sin portefølje, "time" sine kjøps- eller salgsbeslutninger, dekke seg mot risiko m.v. Dette gjelder spesielt en stor forvalter som i sine beslutninger også må ta hensyn til at man p.g.a. sin størrelse, kan ha innflytelse over prisdannelsen på de aktiva man går inn i eller ut av. Dette gjelder ikke minst Petroleumsfondet, som med sin størrelse trolig ofte er nødt til å porsjonere sine beslutninger over tid og følgelig er nødt til å plassere seg i kortere eller lengre perioder i det store futuresmarkedet der for eksempel en indeks av typen S&P 500 omsettes.

Dersom den målestokken man måles opp mot, er for eksempel S&P 500, så er dette uproblematisk og forbundet med svært lave transaksjonskostnader. Motsatt vil kostnadene forbundet med slik aktiv forvaltning og risikostyring øke jo større forskjellen er mellom egen målestokk og det instrumentet som er tilgjengelig for risikostyringen. De instrumentene som er tilgjengelige, er standard "konfeksjonsvarer". Dette er nødvendig for å få et slikt risikomarked til å fungere, dvs.. være likvid og skjermet mot markedsmanipulasjon. Jo mer spesiell vare ("skreddersøm") man ønsker å styre risikoen for, jo vanskeligere og jo mer kostbart blir det å benytte dette markedet. Forvalter man et produkt som er *meget* forskjellig fra standardproduktet, blir *meget* kostbart å styre risikoen.

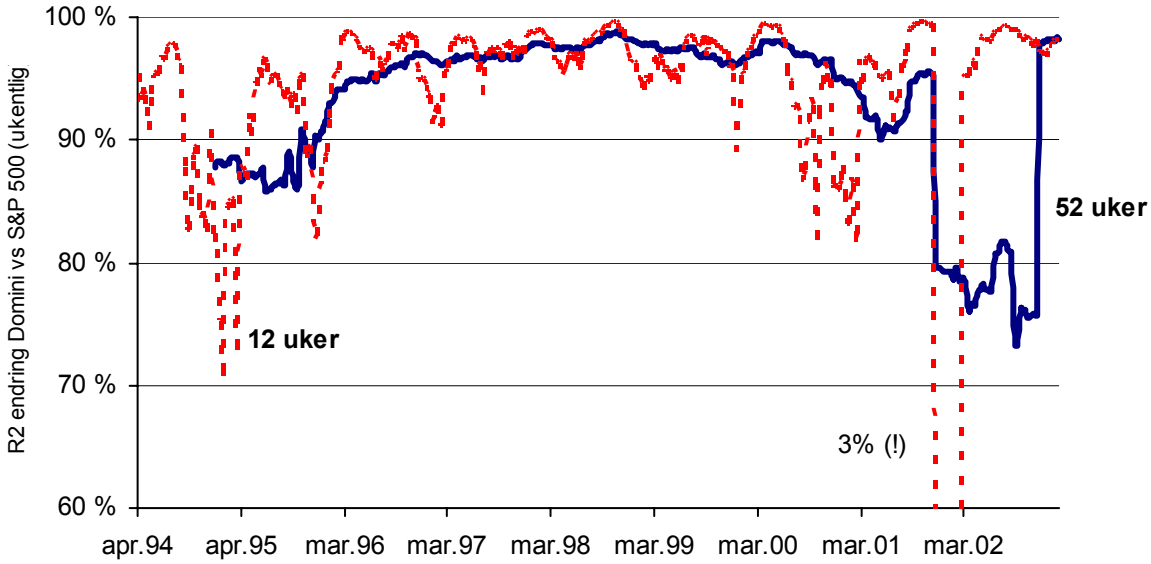
Hva er så "meget" forskjellig i denne sammenhengen? Vi skal her illustrere dette med tall for en indeks, Domini og standardproduktet S&P 500, som meget enkelt kan benyttes i stor stil i aktiv risikostyring og aktiv forvaltning[148]. Figur 11.26 viser

[147] I den forbindelse oppstår et etisk paradoks: Dersom man ønsker å forbedre verden gjennom å benytte oppsamlede sparemidler til å kjøpe seg eiermakt og dermed påvirkningsmuligheter, er det trolig mest effektivt å investere i virksomheter som i utgangspunktet *ikke* er gode i forhold til etikk, miljø osv.

[148] I denne sammenheng kan det oppstå en diskusjon rundt etiske prinsipper knyttet til hvilke instrumenter en SRI-forvalter kan tillate seg å benytte. Det som foreligger av likvide futureskontrakter er *ikke* SRI-basert. Skal da en SRI-forvalter kunne benytte for eksempel en futureskokntrakt på konvensjonelle S&P 500 i sin risikostyring? Man vil i så fall kjøpe (eller selge) en kontrakt som er sammensatt av papirer hvorav flere vil kunne være uakseptable i seg selv. En purist vil si at man selvsagt ikke kan handle et derivat av noe som man ikke kan handle det underliggende papiret i. I så fall vil man dramatisk redusere sine muligheter for å drive risikostyring med det som i dag finnes av instrumenter. En pragmatiker vil kanskje si at det er greit å handle en konstruert kontrakt (eller en indeks) på papirer som ikke tilfredsstiller SRI-kravene, så lenge man ikke ender opp med selve innholdet i kontrakten. Problemstillingen er velkjent også i andre sammenhenger.

rullerende (kvadrerte) korrelasjoner over henholdsvis siste 13 og 52 uker for avkastningene for Domini mot S&P 500[149].

Figuren viser tydelig at korrelasjonen mellom de ukentlige avkastningene[150] til Domini og S&P 500 i lange perioder har vært lav, både på kort og lang sikt. I sammenheng med risikostyring i et slikt volatilt marked innebærer en forklart varians (r^2) ned mot 0,90 en ganske svak sikring (en sikring av en konvensjonell indeks vil innebære en forklart varians tett opp mot 1,0, dvs.. tilnærmet perfekt sikring). I tillegg ser vi at samvariasjonen mellom de to indeksene til tider har vært meget lav. Dette gjelder spesielt i perioden etter 2000, men også i andre perioder.



Figur 11.26 Rullerende korrelasjon (R2), ukentlig avkastning Domini vs. S&P 500. Stiplet linje = 13 ukers. Heltrukket = 52 ukers

Perioden etter 2000 illustrerer hva man *kan* oppleve mht. transaksjonskostnader dersom målestokken er en indeks som avviker fra den konvensjonelle. I denne perioden har det i praksis vært meget vanskelig å sikre Domini med hjelp av S&P 500 futures. Forvaltningskostnadene knyttet til sikring og "timing" av investeringene har da vært meget store i den betydning at slike operasjoner har vært forbundet med stor tapsrisiko.

Per i dag finnes det ikke noe sikringsinstrument som er rettet mot SRI-indekser. Hvorvidt man i framtiden vil få slike, er et åpent spørsmål. Som nevnt ovenfor, er sikringsinstrumenter bare effektive dersom det er en høy likviditet i omsetningen av disse. Høy likviditet avhenger av etterspørsel etter et slikt instrument. Slik etterspørsel vil være avhengig av behov hos SRI-forvaltere for å få en futureskontrakt på "sin" SRI-indeks. Foreløpig er det liten konsensus innen SRI-familien om hvordan en SRI-portefølje bør se ut. Det er vanskelig å se at man i overskuelig framtid vil oppnå en slik konsensus, og følgelig vil få etablert futureskontrakter som tilstrekkelig mange

[149] For enkelhets skyld benytter vi avkastningstall for S&P 500 direkte – og ikke tall for futureskontrakten på S&P 500. Dette har ingen praktisk betydning for resultatene.
[150] Det kan her diskuteres i hvilken utstrekning man bør benytte daglige, ukentlige eller månedlige observasjoner. For en aktiv forvalter vil vi tro at prisbevegelser fra en uke til den neste står sentralt.

SRI-forvaltere vil kunne samles omkring i sin risikostyring. I tillegg kommer det forhold at mange SRI-fond vil inneholde små og til dels lite omsatte selskaper. Dersom en SRI-futures skal inkludere disse (hvilket kreves dersom futureskontrakten skal være effektiv i risikostyringen), så vil kontrakten kunne være utsatt for sterke bevegelser i disse mindre likvide papirene. Dette vil igjen kunne medføre at markedsaktørene vil være skeptiske til kontrakten, hvilket igjen vil kunne redusere kontraktens likviditet.

20. Konklusjoner om forvaltningskostnader

Vi har her gruppert forvaltningskostnadene i hhv. administrative kostnader og transaksjonskostnader. I forhold til administrasjonskostnadene skisserte vi tre hovedtyper av SRI-forvaltningsstrategier. For å forenkle antok vi at man kan følge en av disse tre strategiene på en defensiv eller en offensiv måte. Dette gir seks kombinasjonsmuligheter, med varierende nivå på administrasjonskostnadene sammenlignet med en konvensjonell, aktiv forvaltning. Noen kombinasjoner vil medføre forholdsvis små merkostnader i administrasjonen, mens andre kan bli svært kostnadskrevende. Dette gjelder spesielt en offensiv aktivistisk strategi.

Hva transaksjonskostnadene angår, så vil disse være en funksjon av hvor forskjellig SRI-fondet er fra de indekser som det er mulig å benytte i risikostyring og aktiv forvaltning. Et SRI-fond som i det store og hele er det samme som et fond som følger en konvensjonell indeks (for eksempel S&P 500) vil ha moderate transaksjonskostnader, men så snart man etablerer et ”annerledes” fond, vil transaksjonskostnadene rakst kunne blitt betydelige. Vi har illustrert dette med tall for Domini-indeksen. Disse tallene viser at man gjennom perioder ville ha hatt store vanskeligheter med å benytte tilgjengelige instrumenter i forvaltningen av et slikt fond.

Litteratur

Admati, A. & P. Pfleiderer (1997), Does it all add up?, Journal of Business, juli, pp. 323-350

Arlow, P. & Gannon, M.J. (!982), Social responsiveness, corporate structure, and economic performance, *Academy of Management Review,* vol. 7, pp 235-241

Arthur, T. (1999), Are gilts ethical investments? *Economic Affairs,* Vol. 19:4, pp41-44

Barnett, M.L. & Salomon, R.M. (2002), Unpacking social responsibility: The curvilinear relationship between social and financial performance, *Academy of Management Proceedings,* 2002 SIM:B1

Brooks, R. & Del Negro, M. (2003), The rise in comovement across national stock markets: Market integration or a global bubble? http://www.imf.org/external/pubs/cat

Bloch, H.R. & Lareau, T. (1985), Should we invest in "socially irresponsible" firms? *Journal of Portfolio Management,* Summer, pp. 27-31

Cohen, M.A.; Fenn, S.A. & Konar, S. (1997), Environmental and financial performance: Are they related?

Cullis, J.G.; Lewis, A. & Winnett, A. (1992), Paying to be good? U.K. ethical investments. *Kyklos,* Vol. 45:1, pp 3-24

Conte, M.A.; Blasi, J.; Kruse, D. & Jampani (1996), Financial resturns of public ESOP companies: Investor effects vs. manager effects, *Fiancial Analysts Journal,* July/August

Dimtcheva, L.; Morrison, G. & Marsland, J. (2002), *Green with envy. SRI investors face additional, more complex, risks than their conventional counterparts.* Publisert av Global Portfolio & Risk Advisory, Commerzbank, March

Domini, A. & Kinder, P. (1984), *Ethical Investing,* Nerw York: Addison-Wesley EIRIS (Ethical Investment Research Service) (1999), *Does Ethical Investment Pay?*

Frooman, J.S. (1994), Does the market penalize firms for socially irresponsible behavior? *IABS Proceedings*, pp 402-412

Garz, H.; Vold, C. & Gilles, M. (2002), *Mre gain than pain. SRI: Sustainability pays off,* publisert av WestLB Panmure, November

Global Consulting Group (2001), *Do socially responsible equity portfolios perform differently from conventional portfolios? If so: How and why?* ABN AMRO Asset Management, September

Gregory, A.; Matako, J. & Luther, R. (1997), Ethical unit trust financial performance: Small company effects and fund size effects, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 24:5

Griffin, J.J. & Mahon, J.F. (1997), The corporate social performance and corporate financial debate: Twent-five years of incomparable research, *Business & society,* March

Goodwin, T.H. (1998), The information ratio, *Financial Analysts Journal*, July/August, pp. 34-43

Grinold, R.C. & R.N. Kahn (1995), *Active Portfolio Management*, Probus Publishing

Guerard, J.B. (1997), Is there a cost to being socially responsible in investing? *Journal of Investing,* Summer

Guerard, J.B. (1997), Additional evidence on the cost of being socially responsible, *Journal of Investing,* Winter

Guerard, J.B., Stone, B.K. & Bernell, K. (2002), Social screening does not harm performance, *Pensions & Investments,* Vol. 30, No. 16, pp 30 - 31

Hamid, N. & Sandford, Y. (2002), Are SRI indices responsible?, *Deutsche Bank Equity Research*

Hamilton, S., Jo, H. & Statman, M. (1993), Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds, *Financial Analysts Journal,* 49 (November – December)

Hayes, J. (2000), The greater good: How ethical investments pay off, *Australian Fiancial Review,* 26-27, August, pp 29-31

Hogget, J. & Nahan, M. (2002), Ethical investment: Deconstruction of the myth, *Review Institute of Public Affairs*

Hoyle, S. (2000), Ethical approach catches on with funds, *Australian Fiancial Review*, 26-27, p. 32

Hickman, K.A.; Teets, W.R. & Kohls, J.J. (1999), Social investing and modern portfolio theory, *American Business Review,* vol 17, no 1, pp. 72-78

Jorion, P. (2002), Portfolio Optimization with constraints on tracking error, working paper, U. of California at Irvine, pp. 1-28

Klassen, R.D. & McLaughlin, M.A. (1996), The impact of environmental management on firm performance, *Management Science,* August

Knoepfel, I. (2001), Dow Jones Sustainability Group Index: A Global Benchmark for Corporate Sustainability, *Corporate Environjmental Strategy,* Vol. 8, No. 1, pp 6 – 15

Kurtz, L. (1997), No effect, or no net effect? Studies on socially responsible investing, *Journal of Investing,* Winter

Lamb, D. (1991), Morals and money, *Money Management,* September, pp. 39-46

Luck, C. & Tigrani, V. (1994), Ethical investing and the returns to sinful industries, *BARRA Newsletter,* Spring, pp. 1-4

Luther, R., Matatko, J. & Corner, D.C. (1992), The investment performance of U.K. ethical unit trusts, *Accounting, Auditing and Accountability Journal,* Vol. 5, No. 4, pp 57-70

Luther, R.G. & Matatko, J. (1994), The performance of ethical unit trusts: Choosing an appropriate benchmark, *Bristish Accounting Review,* March, pp 77-89

Malkiel, B. & Quandt, R.E. (1971), Moral issues in investment policy, *Harvard Business Review,* March-April, pp. 37-47

Mallin, C.A., Saadouni, B., & Briston, R.J. (1995), The financial performance of ethical investment funds, *Journal of Business Finance & Accounting,* 22:4

Margolis, J.D. & Walsh, J.P. (2001), *People and profits. The search between a company's social and financial performance,* Lawrence Erlbaum, Mahwah (NJ)

Martin, J., Keown, A. & Farrell, J. (1982), Do fund objectives affect diversification policies? *Journal of Portfolio Management,* Winter

Moskowitz, M. (1992), When your conscience needs a guide, *Business and Society Review,* Sept.- Nov., pp. 71-75

Mueller, S. (1991), The opportunity cost of discipleship: Ethical mutual funds and their returns, *Sociological Analysis,* vol. 52, pp111-124

Munnell, A. (1983), The pitfalls of social investing, *New England Economic Review,* Sept/Oct, pp 20-37

Naber, M. (2001), Catholic investing: The effects of screens on financial returns, *Journal of Investing,* Winter, Vol 10:4, pp58-66

Reyes, M.G. & Grieb, T. (1998), The excternal performance of socially-responsible mutual funds, *American Business Review,* Vol XVI, no. 1, pp 1-7

Rudd, A. (1981), Social responsibility and portfolio performance, *California Management Review,* vol 23, no 4, pp. 55-61

Sauer, D.A. (1997), The impact of social-responsibility screens on investment performance: Evidence from the Domini 400 social index and Domini equity mutual fund, *Review of Financial Economics,* Vol 6, No. 2, pp 137-149

Schäfer, H. & Stederoth, R. (2002), Portfolioselektion und Anlagepolitik mittels Ethikfilters – ein Überblick zum Stand der empirishcen Kapitalmarktforschung, *Kredit und Kapital,* 35. Jahrgang, Heft 1, pp 101-148

Sholl, P. (2002), *Ethical investment screens: Do they make a difference?* MSc Dissertation, Norwegian School of Economics and Business Administration

Simons, K. (1998), Risk-adjusted performance of mutual funds, *New England Economic Review*, September/October, pp. 33-48

Sparkes, R. (1994), The rewards of virtue, *Professional Investor*, May

Sparkes, R. (2001), Ethical investments: Whose ethics, which investment? *Business Etchics: A European Review,* vol. 10:3, pp 194-205

Statman, M. (2000), Sosially Responsible Managed Funds, *Financial Analysts Journal,* May/June

Stickels, G. (1995), The ethics of feeling good about profit, *Business Review Weekly,* October, pp. 98-99

Tippet, J. (2001), Performance of Australia's ethical funds, *The Australian Economic Review,* vol 34, no. 2, pp 170-178

Travers, F. (1997), Socially responsible investing on a global basis: mixing money and morality outside the US, *Journal of Investing,* Winter

Treynor, J. & F. Black (1973), How to use security analysis to improve security returns, *Journal of Business*, no. 1, pp 66-86.

Tørres, L. (2002), Money, money, money…..Et oljefond å være stolt av?, FAFO-rapport

Ullman, A. (1985(, Data in search of a theory: A critical examiniation of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance, *Academy of Management Review,* 64 (1), pp 19-24

Waddock, S. (2000), Performance characteristics of social and traditional investments, *Journal of Investing,* Summer, Vol. 9, No 2.

Waddock, S.A. & Graves, S.B. (1997), Finding the link between stakeholder relations and quality of management, *Strategici Management Journal,* pp. 303-320

Ward, S. (1986), *Socially responsible investment.* London

Wiesenberger (1993), Mutual funds update of January 31, CDA-Research Research

Willcos, K. (2001), SRIs seem to pummel peers in the long run, *Investment Management weekly,* Vol. 14, No. 6

Williams, S. (1999), U.K. ethical investment: A coming of age. *Journal of Investing,* Summer, Vol 8, no 2, pp 58-76

Wood, D.J. & Jones, R.E. (1995), Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research on corporate performance, *International Journal of Organizational Analysis,* Vol. 3, no. 3 (July), pp. 229-267