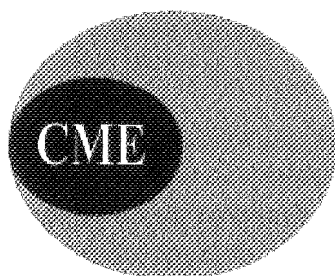


Working Paper Series 3/01

Handelshøyskolen BI
Hovedbiblioteket
29 MARS 2001

Norsk Investorforum skriver brev

Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI/CME
Mars 2001



Centre for Monetary Economics

SERIE / HANDE

NORSK INVESTORFORUM SKRIVER BREV

Den 1. februar 2001 skrev Norsk Investorforum (NIFO) et ni-siders brev - med overskrift Statlig kapitalstyrke som konkurransefortrinn - til tre statsråder. Brevet er en videreføring av et 18-siders notat – Næringspolitikk i en ny tid - av 10. november 2000. Disse utspillene fortjener en nærmere analyse og en mer gjennomgripende debatt. Denne artikkelen er et bidrag i så henseende.

I

Ord er ingen spøk. Ord setter følelser i sving, gjennom de assosiasjoner som ordene skaper. Det mest imponerende med NIFOs brev er den evnen forfatterne viser ved valg av ”gode” ord. Ord som gjennom sin assosiasjonsskapende evne gjør at man vanskelig kan være imot de vurderingene som gjøres, og de forslagene som fremmes.

Såkorn er et godt ord – det gir positive vibrasjoner. Et forslag om et fond for såkornkapital, må vel alle gode mennesker gi sin støtte? Passiv er et dårlig ord. Hvem kan vel være for passive plasseringer når det stilles opp mot aktiv forvaltning og strategiske oppkjøp?

På brevets første side slår man fast at utfordringen ligger i å utnytte oljeinntektene på en slik måte at verdiskapning og velferd er styrket ”...når oljealderen er over”.

”Når oljealderen er over”? Hva menes? Når skoalderen i Halden er over? Når tømmerfløtingsalderen i Solør er over? Når seilskutealderen er over? Når hermetikkalderen i Stavanger er over?

Formuleringen i NIFOs brev frister en til å tro at Norge før og etter oljealderen er to kvalitativt forskjellige ting. Det er feil. Økonomi er forandring. Hele tiden. Det er alltid en alder som går mot sin slutt – og en ny som er i sin begynnelse. Milliardene av oljekroner som nå skyller innover landet, gir ekstra utfordringer. Om disse oljekronene investeres viselig, i andre land, vil oljealderen aldri gå over – i betydningen av at fremtidige generasjoner vil ha glede av avkastningen på den formuen vår generasjon fant på bunnen av Nordsjøen.

Om man kjøper uttrykket ”når oljealderen er over”, blir det mer tilforlatelig å gjøre noe spesielt i den tilmålte tid oljealderen er over oss. Være vårt ansvar bevisst og berede grunnen for en fremtid uten olje. Bra ”intro” til de forslagene som senere følger.

II

De to første av de ni sidene av NIFOs brev gir et sammendrag på seks punkter av de tiltak man ønsker å satse på:

- Nettbasert undervisning og elektroniske klasserom – IT Fornebu skal gjøre Norge til en ledende kunnskapsnasjon
- Oppkjøp av en utenlandsk merchant bank skal sikre norsk verdiskapning i utlandet.
- Strategiske oppkjøp av utenlandske bedrifter

- Nettbasert arbeidsdeling mellom kommunene skal gi økt effektivitet i offentlig sektor
- Samarbeid over landegrensen i helsektoren, med vekt på ny teknologi, skal prioriteres opp
- Skikkelig satsning på biomarine næringsklynger

Rent umiddelbart kan denne listen virke både imponerende og fornuftig. Men når man med påholden penn har arbeidet seg nøye gjennom de gjenværende syv sidene, fremstår det hele i et ganske annet lys: Brevet koker ned til én ting: Hvordan kan sterke kapitalinteresser i Norge få økt tilgang på billig kapital? Argumentasjonen er fremlagt i en språkdrakt der det skal virke som om fellesinteressene står i fokus. Det gjør de ikke.

III

På side tre leser vi:

”Dagens politikk innebærer i sin konsekvens at Norge bruker en del av sin oljeformue til å finansiere norsk næringslivs konkurrenter i andre land.”

Og så – et sitat av Ragnar Frisch til inntekt for eget syn:

”... den eneste form for sparing som en nasjon kan gjøre, er ved investeringer i produktive foranstaltninger.”

Underlige synspunkter, synes jeg, fra en markedsvennlig organisasjon som vil være et talerør for private langsiktige eiere og investorer. La oss ta Frisch-sitatet først. Vår store læremester i økonomi har selvfølgelig rett i at et land, om det vurderes isolert, dvs. som har en lukket økonomi, kun kan spare gjennom realøkonomiske investeringer, eller produktive foranstaltninger. For en åpen økonomi derimot er oppsamling av fordringer på andre land – eller på private aktører i andre land – også en mulig spareform. Når ekstraverdier på 12-15 mrd. kr hver måned renner inn i statskassen fra Nordsjøen, må denne siste spareformen brukes, om verdiene skal kunne oppbevares forsvarlig. Det betyr fondsoppbygging i utlandet.

Er dette ”finansiering av norsk næringslivs konkurrenter i andre land”? I den grad vi kjøper aksjer og private obligasjoner kan man gjerne si det. Gjelder egentlig også om man kjøper utenlandske statspapirer. For da kan jo vedkommende lands egen sparing i større grad gå til eget næringsliv, mens vi bidrar til finansiering av landets offentlige utgifter. Uansett vil Norge, gjennom overskudd på driftsbalansen, med tilhørende kapitaleksport, stille sine oppsparte midler til disposisjon for næringsliv og/eller offentlige myndigheter i andre land.

Disse plasseringene skjer til markedsbestemte vilkår. I et globalt perspektiv betyr dette at Norge plasserer sin sparekapital der avkastningen forventes å være størst, for gitt risiko. Hva kan et forum med fokus på interessene til langsiktige eiere og investorer ha imot denne ordningen? Ville man heller anbefale et opplegg à la Thailand i 1996? En innenlandsk sparerate på 33% ble komplettert med lån i utlandet tilsvarende 8% av BNP – dvs. utenlandske aktører ”finansierte konkurrenter i Thailand” - hvilket ga grunnlag for ”produktive foranstaltninger” tilsvarende 41% av landets verdiskapning det året. Som ikke var så produktive likevel, viste det seg.

Å drive med ”finansiering av norsk næringslivs konkurrenter i andre land” er et snedig valg av ord. Det skal vi ikke ha noe av! Nei, norske penger til norske kapitalister – det må da være langt bedre?

IV

La oss ta en tur til Toten. Baker’n på Kapp har et godt år bak seg. Stolt går han til sin sparebank og setter inn 100.000 kr. Baker’n på Lena gjør det også bra. Han har regnet på det – og funnet at tiden nå er inne for å anskaffe seg en ny og mer moderne bakerovn. Over driften kan han finansiere 50.000 av de 150.000 kronene som skal investeres. Toten sparebank stiller seg velvillig til prosjektet, og et lån på 100.000 kr går i boks.

”Hvor dum er baker’n på Kapp”, vil Norsk Investorforum si, ”som bruker en del av sin formue til å finansiere konkurrenten i nabolaget”. ”Hvor dum er Norsk Investorforum”, vil andre si, ”som ikke skjønner hva kapitalisme og marked egentlig går ut på”. For hva er det som her skjer?

- Baker’n på Kapp får bedre avkastning på sin finansinvestering enn han ville ha fått om pengene hadde gått til anskaffelse i ny realkapital (produktiv foranstaltning, i Frischs ord)
- Baker’n på Lena kan realisere en lønnsom investering – om Toten sparebank har gjort en god kredittvurdering
- Det blir økt produktivitet og hardere konkurranse i bakeribransjen, til glede for alle som handler boller og brød på Toten

Dessuten. Om Lena-baker’ns prosjekt er solid, vil han, uansett Kapp-baker’ns ”passive pengeplassering”, få låne de nødvendige midlene i Toten sparebank. Noen en-til-en sammenheng mellom den ene bakerens finansinvestering (et finere ord for sparing i bank), og den andre bakerens realinvestering, er det ikke.

Et velfungerende kapitalmarked – her eksemplifisert ved en norsk sparebank – har to formål. For det første å sikre at oppsparte midler går til finansiering av de beste prosjektene. Det betyr at sparing og investering blir to adskilte aktiviteter. Baker’n på Kapp sparer. Baker’n på Lena investerer. Neste år er det kanskje motsatt.

For det andre kan man, via kapitalmarkedet, skille mellom opptjening av inntekt og bruk av inntekt. Tjener man fett ett år, men vil bruke pengene senere, er rentebærende innskudd i en sparebank et egnet sted å oppbevare kjøpekraften i mellomtiden.

Norske pengeplasseringer i utlandet er presis hva som trengs i den høstningsfasen for oljeutvinning som Norge nå er midt oppe i. Hadde ikke denne muligheten vært åpen, måtte oljeproduksjonen blitt tilpasset Norges løpende import-behov.

Når Norsk Investorforum sier at ”...Norge bruker en del av sin oljeformue til å finansiere norsk næringslivs konkurrenter i andre land”, for på den bakgrunn å fremme forslag til billig funding for sine kapitalsterke medlemmer, må ett av to være tilfelle: Enten skjønner ikke NIFO hvor urimelig utsagnet er. I så fall er det en skandale. Eller de skjønner det – men skriver som de gjør likevel. I så fall er det ren demagogi.

V

Triks nummer en – diskutert i avsnittet over – er å underkjenne legitimiteten av finansinvesteringer i utlandet. Som det sies på side seks i NIFOs brev: ”Den norske strategien har til nå vært passivt å investere i utenlandske verdipapirer, med andre ord en ren pengeplassering.”

Triks nummer to følger logisk: Gitt at staten ikke bør kjøpe så mye aksjer og obligasjoner ute, må norske bedrifter investere i ny virksomhet hjemme og ute. Men ettersom staten sitter på midlene, gjelder det å kanalisere disse inn i private foretak, slik at staten ikke trenger å være en aktiv eier. Det krever at private kommer opp med en viss mengde egenkapital. Utfordringen blir således ”... å komme frem til en modell som kan utløse privat kompetent kapital i ønsket omfang”.

Og modellen er allerede på bordet. I 1998 ble START-fondet etablert, med 51% privat kapital og 49% offentlig kapital. Hensikten med dette fondet er å gjøre investeringer i nystartede bedrifter mer attraktive for private kompetente investorer. Det gjøres ved at staten bidrar med risikoavlastning. Staten får en avtalt rente på vellykkede investeringer, mens resten av gevinsten tilfaller de private.

Men stopp en hal! Betyr ikke dette at de private investorene har hele ”upsiden”, mens ”downsiden” er staten med og deler? Joda, for om det går bra, blir statens kapitalinnsats å betrakte som fremmedkapital. Man får sin rente, men ikke avkastning utover dette. Om det går dårlig, blir statens kapitalinnsats sett som egenkapital. Man stiller bakerst i køen når boet gjøres opp.

Som å ta sukkertøy fra et barn. Der staten er barnet.

Hvorfor skal denne gunstige finansieringsformen være forbeholdt de aller rikeste – de som står bak Norsk Investorforum? Hvorfor hyler ikke LO opp? Eller KrF som alltid har et vaktstomt øye på fordelingseffekter av alle mulige politiske tiltak? Vi må nok bare ta av oss hatten for NIFOs evne til vellykket lobby-virksomhet.

VI

Norsk Investorforum er flinke med ord. ”Passiv pengeplassering”, slik staten driver med nå, via Statens petroleumsfond, høres jo nærmest amoralsk ut. Men er det stikk motsatte. Ved å kanalisere norsk sparing inn i det internasjonale kapitalmarkedet, legger vi forholdene til rette for at de investeringene som kaster mest av seg, på global basis, lar seg realisere.

At aktørene i kapitalmarkedene tidvis sover – og vekkes brått – som i juli 1997, da man med ett skjønnte at Thailand var kommet langt ut på glattisen, skal ikke underslås. Heller ikke at i slike situasjoner kan kraftig krefter utløses, med uønskede konsekvenser for landene som dras inn i malstrømmen. Men det er en annen debatt. Det er intet argument for at NIFOs medlemmer skal kunne rappe sukkertøy fra staten.

Passiv pengeplassering høres jo ikke særlig høyverdig ut. Men hva er det egentlig snakk om? Statens petroleumsfond, som er en del av Norges Bank, forvalter nå verdier tilsvarende vel

400 mrd kr. Med 40% i aksjer og 60% i obligasjoner kan vi, i et langsiktig perspektiv, forvente oss en realavkastning av Oljefondet på vel 4%. Det betyr en dobling i realverdi på 17-18 år. Ved at en økende del av porteføljen forvaltes aktivt, er Oljefondet i ferd med å få en viktig opplæringsfunksjon. Det er bra.

Argumentasjonen til NIFO snur tingene på hodet. Det er ikke slik at staten må ”utløse privat kompetent kapital i ønsket omfang”. Staten kan på egen hånd – og helt uavhengig av norske kapitalister – plassere våre felles midler der man finner det mest hensiktsmessig. Oljefondet har et globalt marked å salte pengene ned i.

Bedriftene på sin side må gjøre seg så lekre som mulig overfor potensielle långivere og egenkapitalplasserere. Konkurransen råder. Både blant investorene, som skal plassere sine midler best mulig. Og blant bedriftene som skal skaffe seg kapital på billigst mulig vis.

I årstalen i februar 2001 sammenfatter sentralbanksjef Svein Gjedrem det hele slik:

”Det er viktig å være oppmerksom på at staten kan velge sammensetning, krav til avkastning og risikoprofil på sine finansielle investeringer uten å skjele til finansieringsbehovet til norske foretak. Norske bedrifter på sin side kan velge låne- og egenkapitalstruktur uavhengig av statens finansielle investeringer. Mellom staten som investor og bedriftenes kapitalbehov er det et kapitalmarked. Dette markedet gjør at statens og bedriftenes valg kan atskilles. Vi bør ikke behandle fordelingen av statens finansinvesteringer og bedriftenes valg av finansiering som om vi har en bytteøkonomi.”

VII

På ett punkt virker fremstillingen som Norsk Investorforum gir til beste, noe naiv. Kan forslaget om at staten, i samarbeid med private, norske interesser går inn med ”... en tung eierandel – 30-100% i en ikke ubetydelig virksomhet” (dvs. utenlandsk merchant bank) tas på alvor?

Statlig kapital for utenlandsk oppkjøp er svært vanskelig å praktisere. Et oppkjøp er heller ikke bare en finansiell transaksjon. Det er i høy grad også et svennestykke for ledelsen. Hvordan ville nøkkelfolkene i Goldman Sachs reagert på et norsk tilbud om å gå inn og ta over 30% av aksjene i første omgang, for i neste å ta over det hele? Trolig ville man smilt i skjegget, skrudd opp prisen, og stukket av etter at oppkjøpet var et faktum.

Det er mye man kan kjøpe for penger. Kjapt og smertefritt. Men ikke alt. Kultur for eksempel. Det krever tid. Utvikling av en investor-kultur er intet unntak.¹

Men Norsk Investorforum lar seg ikke affisere av den slags . Pengene brenner i lomma (rett nok statens). Nå er tiden inne for å kjøpe seg inn i et eller flere internasjonale finanshus. Nå er tiden inne for de store vyer:

¹ En pen plen er også et stykke kultur. En amerikaner som besøkte et gammelt slott i Skottland, ble så betatt av den skjønne plenen. ”Hvordan har du fått plenen så vakker?”, spurte han den nåværende – den niende - lorden av stedet. ”Det er enkelt”, svarte lorden. ”Man valser, vanner og klipper den. Og”, la han til, ”når man har gjort det i et par hundre år, blir plenen som du ser den her.”

- Eierskapet må ledsages av norsk styredominans
- Norge skal være et prioritert marked
- Virksomheten skal kobles til norske finansmiljøer
- Virksomheten skal ha forankring i norsk næringsliv
- Virksomheten skal utvikle fokus på Norge

Dette blir for voldsomt. Forslaget til NIFO, om i samarbeid med Næringsdepartementet og andre å gjennomføre utredninger med sikte på konkrete modeller, må de rette myndigheter kontant avvise.

VIII

For den ukyndige leser virker innspillene fra NIFO besnærende. For den kyndige fremstår innspillene som et skoleeksempel på "rent seeking activity". Rent seeking ligger i at NIFO søker å få hånden rett ned i kisten med gull, uten å gå veien om markedet. Konstruksjonen av START-fondet viser at NIFO allerede har lyktes med dette. Mye vil ha mer. Nå er det snakk om at staten skal bla opp 2,5 mrd. nye kroner, basert på en tilsvarende modell. Så må ikke skje. Men hva kan vi sette i stedet? Et marked. Der hver enkelt av oss er med. La meg skissere en alternativ modell.

La alle nordmenn over 18 år få 5.000 kr. Ikke i kontanter. Men som et beløp som hver enkelt av oss kan bestemme hvordan vi vil investere, innen strenge rammer.

La videre Statens petroleumsfond få til oppgave å finne frem til 8-10 fond som vi, hver enkelt av oss, kan velge mellom for plassering av de 5.000 kr. Felles for disse fondene er at de utelukkende skal investere i utlandet.

Til sist, inviter Norsk Investorforum til å lage et fond eller to som kan komme inn blant de 8-10, av Oljefondet, godkjente.

Da er brikkene på plass. Spillet som følger er enkelt. På samme vis som vi nylig fikk tilbud om å velge fastlege, får vi nå tilbud om å velge fond. For å unngå sterkt kjøpepress i en opphetet økonomi, må midlene bindes i et par års tid. For den som ikke gidder å velge, blir pengene plassert i et fond der den ene halvparten av midlene plasseres i amerikanske statsobligasjoner, og den andre halvparten i europeiske statsobligasjoner.

Norsk Investorforum får en ny, og for samfunnet mer meningsfylt oppgave, nemlig å lage fond som trekker til seg privat kapital. Her må NIFO konkurrere med andre fond. Men arenaen for konkurransen er blitt en annen. Nå er det ikke lenger lobby-virksomhete vis-a-vis Storting og Regjering det går om. Utfordringen blir å arbeide frem og å markedsføre sine tilbud slik at Per og Kari finner det interessant å legge sine penger i NIFOs fond. Da er det tvilsomt om det norske folk, som jo er investorene man må fri til, og som faktisk også er de som velger Storting og dermed indirekte Regjering, vil la seg friste av å skulle være risikoavlastere for de feteste kapitalistene i kongeriket. START-fondene, som altså regjeringen har funnet å ville støtte, og som det ligger mer penger klare for, vil neppe nå opp.