

Bent Sofus Tranøy og Espen Løken

## **RØDGRØNN POLITIKK OVERFOR DELPRIVATE SELSKAPER: AKTIV RETORIKK MØTER PASSIVISERENDE INSTITUSJONER<sup>1</sup>**

Da de rødgrønne tok makten i 2005 hadde store deler av koalisjonen bak valgseieren klare forventninger om at det statlige (del)eierskapet nå skulle bli mer «aktivt». Det har vært noen konfrontasjoner mellom minister og selskap og vi har fått en eierskapsmelding, men til tross for dette er det ikke rimelig å si at forventningene er blitt innfridd. Eierskapsutøvelsen er fortsatt reaktiv og ridd av dilemmaer det virker vanskelig å vri seg ut av.<sup>2</sup>

Denne artikkelen gir en institusjonell forklaring på hvorfor det har vært så vanskelig å fylle «Soria Moria-begreper» som *aktivt eierskap* og *aktiv næringspolitikk* med innhold.<sup>3</sup> Videre forklarer den framveksten av det institusjonelle og normative rammeverket som det statlige eierskapet i dag utøves innenfor, som resultatet av en historisk læringsprosess.

Eksemplene på friksjonsfylte møter mellom nyliberale normer for «virksomhetsstyring» («corporate governance») og uklare normer for demokratisk styring begynner å bli mange. Tidlig i perioden valgte Telenor å selge Telenor Satellite Services mot en indignert ministers vilje. Litt senere solgte Hydro sin petrokjemivirksomhet, Hydro Polymers, til et britisk investerings-selskap til tross for at næringsministeren og de ansatte hadde håpet og trodd på separat børsnotering med fortsatt statlig eierandel, også kalt en «Yaraløsning». Ledelsen og styrene i Hydro og Statoil har drevet gjennom det største strukturgrepet i norsk næringsliv i manns minne, uten noen egentlig forutgående politisk behandling av saken. Hydros styre og ledelse utmerket seg også ved å mene at bortfall av opsjoner skulle (dobbel-)kompenseres, en idé som er sårbar for mange typer prinsipiell kritikk. Endelig har vi DnB NORs mange kontroversielle handler og handlinger: Finansiering av Terras «produkter» rettet mot kommunesektoren, salg av strukturerte produkter til egne kunder, politianmeldt spekulasjon i krisepakkemotiverte prisendringer og konsernsjef Rune Bjerkes lønns- og pensjonsvilkår.

Alle beslutningene og handlingene som er listet opp over, er kjennetegnet ved at bedriftenes ledelser har vært i førersetet, mens demokratiske valgte politikere har framstått som reaktive, i beste fall orientert mot symbol-politiske verdier, men i realiteten nokså avmektige.

Resten av artikkelen er disponert som følger: I neste del presenterer vi en firefelts typologi over det vi kaller ulike eierskapsdynamikker, hvor vi skiller mellom to former for kapitalisme og to former for (statlige) eiere. Deretter gir

vi en historisk forklaring på hvordan norsk statskapitalisme har havnet i en passiv og reaktiv eierskapsutøvelse. Så går vi gjennom noen mer eller mindre stiliserte case av typen som har vært vanskelige å håndtere for den rødgrønne regjeringen. Til slutt drøftes noen forslag til institusjonelle grep for bedre å takle de utfordringene og dilemmaene vi har diskutert.

### Typer av eierskap

Debatten om statlig eierskap føres ofte innenfor trange intellektuelle rammer. Abstraksjonsnivået og kategoriene deles med nyklassisk økonomi. Det går i stat mot marked, politikken versus kapitalismens logikk – som om det bare skulle være én av hver av dem. Aftenpostens ellers ofte innsiktsfulle økonomiredaktør Ola Storeng ga stemme til denne posisjonen da han for en tid tilbake postulerte at « staten er dømt til å velge mellom å være en svak eier eller en dårlig eier». <sup>4</sup> Resonnementet er at staten tilhører politikken sfære og at politikere har for mange hensyn å ta slik at de blir uegnet til å drive butikk. Derfor må de overlate makten til aktører lutret av markedets konkurranse.

	Reaktiv	Proaktiv
Finansiell	1	2
Industriell	4	3

En måte å tenke omkring ulike eierroller er å skille mellom finansielt og industrielt orienterte eiere på den ene siden, og reaktive versus proaktive eiere på den andre siden. Krysser vi disse to dimensjonene får vi fire kategorier, kapitalismens fire ansikter, så å si. Jfr. figuren over. Vi går med klokken gjennom boksene.

I celle nr 1. har vi det *reaktive finansielle eierskap*, ikke ulikt slik amerikansk kapitalisme framstilles i lærebøker. Eierskap er spredt, gjerne forvaltet av fond. Eiernes primære kanal for å uttrykke hva de synes om et selskap er gjennom kjøp og salg, direkte gjennom handel i aksjer, eller indirekte gjennom kjøp og salg av fondsandeler. Ofte vil det være slik at fond er representert på generalforsamlinger, men at de likevel stemmer blankt i alle saker på prinsipielt grunnlag. Fondet skal ikke kunne holdes ansvarlig, det har ingen mening utover om selskapet synes å være en god eller dårlig

investering. Fordi systemet er preget av «armlengdes avstand» og skiftende eierskapskonstellasjoner, blir de formelle kravene til standardisert rapportering og regnskapsføring sterke. Informasjon innhentes og tolkes av analytikere som grunnlag for beslutninger om kjøp og salg. Selskapenes administrasjon på sin side legger stor vekt på «investor relations», de rapporterer kvartalsvis, arrangerer markedsdager og er avhengige av å formidle sine strategier på en overbevisende måte for å skaffe seg finansielt handlingsrom.

*En proaktiv finansielt orientert eier* (celle nr 2) vil ha utviklet klare prinsipper, slik for eksempel Statens Pensjonsfond Utland og Storebrand har, når det gjelder temaer som selskapsstyring, etikk og samfunnsansvar. Dette er retningslinjer som kommuniseres åpent ut til omverden, slik at selskaper kan velge å la seg påvirke av dem eller ikke. Velger de å ikke imøtekomme dem, risikerer de samtidig å måtte avstå fra de to nevnte kapitalkildene. Denne typen investor finnes, og den norske staten ved SP-U er verdensledende på feltet i minst to henseender: I kraft av sin størrelse og fordi et tosifret antall private fond trekker vekslere på den norske formuesforvaltningens forseggjorte institusjonelle ordninger. Den dagen det norske finansdepartementet velger å trekke seg ut av et selskap (etter anbefaling fra sitt etikkråd), trekker alle de nevnte fondene seg også ut.

I celle nr 3 finner vi det *proaktive industrielt orienterte eierskapet*. Dette er en form for eierskap som har lange tradisjoner i land som Tyskland, Japan og Sverige, men vi finner det også i Norge, historisk med Throne Holst familiens eierskap i Freia, innenfor enkelte reder-familier, i lokalt forankrede mellomstore bedrifter som Ekornes og, inntil nylig, i storselskapet Orkla. Et kjennetegn ved slike selskaper er at de ledes ut fra en filosofi som i større grad tar hensyn til at en bedrift er et sosialt system og ikke bare «a bundle of assets». Forutsetningen for å skape et slikt klima er stabilitet og langsiktighet. Eierstrukturen er enten dominert av én eier eller en stabil eierkonstellasjon, for eksempel i et system av kryss-eierskap slik man finner i Tyskland og Japan. Ulike former for samarbeid med arbeidstakerne er typiske trekk. Dette kan gi seg resultater som at arbeidsstokken viser stor velvilje og fleksibilitet i perioder med stor etterspørsel, i bytte mot en visshet om at ledelsen venter i det lengste med å gå til oppsigelser. Slike bedrifter kan gjerne ha målsettinger som går utover tradisjonelle krav til avkastning. De kan for eksempel være forankret i lokalmiljø slik at utlokalisering i utgangspunktet ikke er et tema.

Det *reaktive industrielle eierskapet* er den fjerde ruten. Kan en industriell eier være reaktiv? Ja, hvis vi begrenser innholdet i begrepet industriell til å dekke kun to dimensjoner: Størrelse på eierandel og tidsperspektivet på investeringen. Private eiere med store andeler og et langt perspektiv vil normalt også være engasjert i selskapet på et strategisk nivå, slik for eksempel Wallenberg-familien har vært det i Sverige. I de første etterkrigstidene hadde den norske staten lignende ambisjoner med sitt industrieierskap. Slik er det ikke lenger. I de største selskapene der den

norske stat er majoritets-eier sammen med private (Norsk Hydro, StatoilHydro, Telenor, DnB NOR og Cermaq), har den stort sett begrenset sine ambisjoner til å garantere for lokalisering av hovedkvarter og kjerneaktiviteter i Norge, i tillegg til å passe på at avkastningen er tilfredsstillende. Orienteringen mot avkastning uten egentlig interesse for hvordan den skapes, er identisk med hvordan en reaktiv finansielt orientert minoritets-eier opptrer. Samtidig mangler staten som industrieier et privilegium alle finansielle eiere har. Skal den garantere for lokalisering kan den ikke – en gang true med å – selge seg ut. I de selskapene staten i prinsippet skulle være mektigst, er den i stedet noe nær handlingslammet.

Et selskap hvor staten er dominerende eier, kan tilsynelatende planlegge nedleggelse eller utsalg over flere år uten at representanter for staten reagerer verken gjennom eller utenfor selskapets organer. I flere tilfeller har vi sett at først når beslutningen nærmer seg fullbyrdelse, kommer det rødgrønne politikere inn på banen med protester. Disse inngrepene har uten unntak blitt tolket som en utfordring til de styrende organers integritet. Vi har fått debatter om prosedyre og symbolske markeringer, men noen politisk styring av selskapene i substansiell forstand har vi ikke fått. Hvordan havnet vi her? I neste del av artikkelen forsøker vi å svare på det spørsmålet.

### **Stadig mindre spillerom: Utviklingen av statlige og private styringsideologier**

Vår argumentasjon er forankret i den teoritradisjonen som statsvitere og sosiologer kaller «tykk, historisk institusjonalisme». Denne tilnærmingen kan sies å ha tre kjennetegn. For det første er den orientert mot betydningen av historiske prosesser og utviklingsbaner (i motsetning til frosne øyeblikksbilder av et institusjonelt landskap). For det andre nøyer den seg ikke med å studere institusjoner som spilleregler, den er også interessert i de uformelle normative og kognitive aspektene: institusjoner som arenaer for sosialisering og læring.<sup>5</sup> For det tredje vil denne tilnærmingen ofte kunne forbindes med «strategi følger struktur» argumenter. I vårt tilfelle vil det si at på et hvert gitt tidspunkt vil den politiske styringen av selskapene være vesentlig begrenset og formet av den historisk gitte institusjonelle strukturen som kopler det politiske systemet til selskapene.

Skal vi forstå utviklingen av den styringsstrukturen og ideologien den rødgrønne regjeringen har forsøkt å utøve det statlige industrielle eierskapet innenfor, kan vi skille mellom fire problemkomplekser hvis håndtering har påvirket den statlige styringsfilosofien, og to tunge ideologiske trender som har påvirket forståelsen av hvordan ledelsen i selskaper skal tenke, prioritere og oppføre. På statlig side kan vi skille mellom frykten for det parlamentariske ansvaret (arven fra Kings Bay), drømmen om «profesjonelt og ryddig» eierskap, internasjonale normer om å skille mellom regulering og eierskap

(statens «hatteproblem»), og endelig frykten for vilkårlig budsjettstyring (mindretallsparlamentarismesyndromet). De to tunge trendene på selskaps-siden av likningen er framveksten av «aksjonærverdi» («shareholder value») som styringsfilosofi og «core business strategy» som strategisk paradigme.

Det disse utviklingslinjene har felles, er at de har bidratt til en utvikling som har skapt institusjonell og ideologisk avstand mellom staten som eier (demokratiet om man vil) og selskapet (det vil særlig si selskapets ledelse). I praksis – om ikke med logisk nødvendighet – har denne utviklingen bidratt til at staten de seinere år har opptrådt på en måte som ikke uten videre er forenlig med de forventninger Soria-Moria retorikken skapte i rødgrønne miljøer. Den rødgrønne regjeringen har kommet i klem mellom idealer for demokratisk styring og «corporate governance».

I november 1962 døde 21 mennesker i en ulykke i gruva Esther 1 drevet av statselskapet Kings Bay Kull Company i Kongsfjorden på Svalbard. Saken utviklet seg til en skandale da det spredde seg en oppfatning av at regjeringen Gerhardsen og særlig industriminister Kjell Holler hadde innformert for dårlig og opptrådt arrogant i forhold til Stortinget. Sosialistisk Folkeparti som hadde vært i vippeposisjon siden valget i 1961, delte denne kritikken og politisk endte saken med at regjeringen Gerhardsen gikk av. Den industripolitiske lærdommen som ble trukket, var at embetsmenn fra departementene ikke burde sitte i statselskapenes styre. Den dag i dag unnlater staten å oppnevne egne styrerepresentanter.

Dette ble gjort for å minimere den politiske risikoen: Man ønsket å øke avstanden mellom statsråd og selskap slik at svikt i driften ikke så lett skulle utløse politisk ansvar. Mindre ansvar burde i teorien redusere den politiske innflytelsen over, og interaksjonen med, selskapene, og den formelle avstanden mellom den til en hver tid sittende politiske ledelse og statselskapene ble større. Samtidig er det mye som tyder på at innflytelsen fant andre veier enn gjennom embetsmenn i styrene. Så lenge statlig næringsdrift nøy godt av generell politisk aksept og legitimitet, var det ikke utenkelig for verken topp-embetsmenn eller politikere å påvirke selskapene gjennom alt fra fortrolige samtaler og informasjonsutveksling til ekstraordinære bevilgninger og næringspolitiske tiltak.

Da den globale etterspørselen falt på 1970-tallet, utviklet den norske staten en serie selektive støttetiltak, noe som inspirerte Gudmund Hernes i den første maktutredningen til å snakke om «Forhandlingsøkonomi og blandingsadministrasjon».<sup>6</sup> Ingen av disse begrepene var uten kritisk brodd. Forhandlingsøkonomien innebar en fare for å virke konserverende på en foreldet industristruktur. Blandingsadministrasjon innebar på sin side en trussel mot weberianske krav til prosedyre: I mange av sakene hadde ulike støttepakker preg av brannslukking. Interessenter lobbet der de slapp til, og politikere og byråkrater tok midler der de fant dem.<sup>7</sup>

Mye av bakgrunnen for vår tids skarpe fokus på «profesjonalitet», «ryddighet» og i praksis, passivitet (i realiteten noe nær en fristilling av styre-representanter oppnevnt av staten) kan altså forstås på bakgrunn av hvordan 1970-tallets selektive støttepolitikk og forhandlingsøkonomi har blitt fortolket med hensyn til både resultat og prosedyre.

Selv innenfor et system preget av normer om styring på armlengdes avstand med hensyn til industrielle og strategiske spørsmål, er det imidlertid full anledning for en eier å opptre idiosynkratisk når det gjelder utbyttepolitikken. Og 1990-tallets mindretallsparlamentarisme ga selskaper som Statoil, Posten, Telenor, Statkorn (Cermaq) og DnB (DnB NOR) flere bitre erfaringer med at for et Storting på vei mot budsjettkompromisser, går den politiske logikken foran den bedriftsøkonomiske. Sent på høsten, midt i avslutningen av selskapenes planprosesser for neste år, risikerte de å få sine finansielle rammebetingelser helt omkastet av et Storting på jakt etter inndekning for dyre, nattlige kompromisser.

Det ble derfor et viktig motiv for delprivatisering å løsrive selskapene fra Stortingets budsjettprosesser. Så fremt det finnes en eneste privat aksjonær i et selskap, må det underkaste seg aksjelovens bestemmelser og likebehandle alle aksjonærer uten å kunne ta hensyn til utenforliggende motiver hos den dominerende eier. Slik sett kan delprivatisering sees på som en form for selvbinding fra det politiske systems side.

Det er ikke bare utbyttepolitikken som blir bundet ved delprivatisering. Normen som har satt seg, er at etter en delprivatisering må staten sørge for til enhver tid å framstå som en spilleregulert dominerende eier. Vi kan kanskje si at fordi staten i dagens næringspolitiske klima sliter med et legitimitetsunderskudd, må den være hvitere enn hvit. Staten kan ikke som en Olav Nils Sunde i Gresvig eller Kjell Inge Røkke i Norway Seafood utfordre sine mindretallsaksjonærer og ta sjansen på rettssaker og/eller offentlig skittentøyvask. Denne effekten blir forsterket av at de delprivatiserte selskapene har fått store innslag av utenlandske aksjonærer, og i en del tilfeller har blitt notert på amerikansk børs med svært strenge regler. Helt fram til finanskrisen ble det snakket om en statsrabatt på aksjen i selskaper hvor staten er deleier, en rabatt som skulle reflektere den økede risiko særlig utenlandske investorer mener de tar ved å investere i et selskap der staten er inne som eier.

Et grep som kan styrke statens troverdighet som eier, er å skille klart mellom rollen som regulator og rollen som eier. Slik får man tatt tak i det som populært kalles «hatteproblemet», altså at staten har mange «roller/hatter» som kan komme i konflikt med hverandre. Dette er akkurat det EØS-regler og OECD-anbefalinger har krevd av Norge. Helt konkret er selskaper løftet ut av sektordepartementer og over i Næringsdepartementets portefølje. En følge av denne omleggingen er imidlertid at de byråkrater som til daglig forvalter eierskapet i et gitt selskap, ikke lenger er forankret i et fagmiljø med

sektorspesifikk kompetanse. Dette påvirker hva slags styring det er mulig å legge opp til. I næringsdepartementets eierskapsavdeling jobber det i gjennomsnitt omtrent en «halv» byråkrat per selskap man forvalter. Ambisjonen er å ha et tett lite miljø og heller kjøpe det man oppfatter å være førsteklasses tjenester i markedet. Det foreligger derfor begrensede muligheter til å utvikle bransjespesifikk kompetanse av den type som er nødvendig for å danne seg egne selvstendige oppfatninger omkring selskapets strategivalg. Styringen må nødvendigvis bli konsentrert rundt finansielle variable, i realiteten spesielt avkastning på investert kapital, og jus. Det industrielle vil av denne grunn lett komme i bakgrunnen.

Men det er ikke bare staten og det politiske system som trekker lærdommer og utvikler nye styringsideologier. Også næringslivets eliter endrer over tid oppfatninger av hva omgivelsene krever av dem med hensyn til strategi og ledelse. En viktig forklaring på den politiske støyen og uroen som oppleves rundt flere av de deleide statsselskapene i dag, er at mens staten har overlatt mer og mer av den reelle beslutningsmakten til næringslivets elite, personifisert gjennom styrerepresentanter og konsernledelser, har denne elitens normer for god virksomhetsledelse endret seg på en måte som øker sjansen for konflikt med det politiske systemet. Normen om at hensynet til aksjonærene skal være dominerende og ideen om at konsentrasjon om kjernevirksomhet er den beste strategiske rettesnor, har begge bidratt til denne utviklingen. Vi vil diskutere disse etter tur:

Fra Roosevelts New Deal og fram til Reagan tiltrådte som president i USA i 1981 var amerikanske konkurransepolitikk preget av strenge regler mot konsentrasjon innenfor én og samme bransje. Dette gjorde at store amerikanske selskaper vokste i bredden: Konglomeratet ble en vanlig selskapsform. Reagan endret konkurransepolitikken og gjorde det langt lettere for selskaper å kjøpe seg store innenfor egen bransje. Dermed var det skapt institusjonelle forutsetninger for å utvikle «core business» som praktisk gjennomførbart strategisk paradigme. Med bestselgeren *In search of excellence*, skrevet av to McKinsey-konsulenter, fikk denne tenkemåten sitt mest kjente «faglige» uttrykk.<sup>8</sup> Konglomeratet ble umoderne. I aksjemarkedet begynte analytikere å snakke om konglomerat-rabatt, helt analogt til hvordan man også snakker om statsrabatt. Konglomeratene ble oppfattet, ikke bare som mindre styrbare, men som mindre tolknings- og predikerbare, vanskeligere å lage inntjeningsprognoser på.

Et selskap som Norsk Hydro – særlig før utskillingen av Yara – stod dermed overfor en dobbel rabattrisiko: stats- og konglomeratrabatt. I tillegg fryktet sannsynligvis konsernledelsen for sin egen evne til å konsentrere seg like godt om alt den hadde ansvar for.

I likhet med kjernevirksomhetsfilosofien har også «aksjonærverdi»-tenkningen sitt utspring i USA. Den konkrete historiske bakgrunnen er krisen store amerikanske konglomerater gikk gjennom på 1970-tallet. Amerikansk

industri hadde sakkert akterut hva gjelder både produktivitets- og produktutvikling og tapte markedsandeler, særlig til selskaper fra de to «etterkrigs-miraklene» Japan og Vest-Tyskland. Samtidig gikk verdensøkonomien gjennom en inflasjonær periode. Verdien av selskapenes fysiske eiendeler (bygninger, maskiner mv) steg raskt, hvilket gjorde det enda vanskeligere for selskapenes ledelser å levere god avkastning på selskapenes kapital. Dette ga et sterkt motiv for å undervurdere verdien av fysiske eiendeler i bøkene, noe som ble reflektert i selskapenes verdifastsettelse på børsen.<sup>9</sup> Dermed stod man i en situasjon der de reelle verdiene av summen av mange av konglomeratenes eiendeler langt oversteg børsverdien av selskapet som konsern. Vi fikk en bølge av «leveraged management buyouts» (LMBs), hvor logikken var å kjøpe for mindre enn substansverdi for deretter å snu seg rundt og splitte opp og selge ut med stor gevinst. Investorer ble opptatt av at ledelsen i selskaper skulle være gode til å «synliggjøre verdier», og at det var viktig og riktig å gi ansatt ledelse sterke incentiver for å gjøre dette.

Slik ble det trukket generelle lærdommer av en spesiell historisk situasjon. Lærdommen var at den ansatte ledelsens viktigste oppgave var å synliggjøre aksjonærenes verdier slik at de skulle få maksimal avkastning på sine investeringer. Hensynet til aksjonærene skulle settes foran alle andre – «aksjonærverdi» ble satt i høysetet. Både deregulering og demografi bidro til å styrke det institusjonelle eierskapets posisjon i USA på bekostning av så vel bankfinansiering som private enkeltaksjonærer. Med globaliseringen av finansmarkedet ble denne ideologien spredd av amerikanske investeringsbanker, konsulenter, akademikere, institusjonelle investorer og multilaterale organisasjoner.

Etter hvert har ideologien også blitt videreutviklet i form av doktriner som «value based management». Tanken her er å utvikle nye avkastningsmål- og krav som bedre sikrer aksjonærenes avkastning. I praksis er dette en svært finansielt orientert lære som spisst formulert innebærer et krav om at hver investerte krone til en hver tid skal gi samme høye avkastning uansett hvor den investeres. Det har blitt oppfattet som viktig for ansatt ledelse å gjennomføre kutt i arbeidsstokken (i USA fortsatte kuttene gjennom høykonjunkturen på midten av 1980-tallet noe som var historisk nytt). I USA bidro denne utviklingen også til et dramatisk fall i antall industriarbeidsplasser og i antall fagorganiserte, samtidig som inntektsfordelingen ble mye skjevere og dividende-utbetalingene økte gjennom både lav- og høykonjunktur.<sup>10</sup>

Samtidig har «aksjonærverdi» som paradigme båret med seg et press for, og en legitimering av, nye avlønningsordninger som har vært politisk kontroversielle. Av våre aktørintervjuer går det fram at opsjonsordninger ble ansett som nødvendige for å framstå som attraktive blant annet på New York børsen. Målet om å gjennomføre vellykkede børsnoteringer innebar et opp-



levd krav om å innføre avlønningssystemer som i utgangspunktet ikke hadde noen forankring i norsk kultur og ledelsestradisjon.

### **Genuine og ikke så genuine dilemmaer: Lønn og lureri, lokalisering og struktur i delstatlige selskaper**

Vår diskusjon vil kretse rundt tre problemkomplekser knyttet til opsjoner og annen selskapsstyringstematikk, muligheter og fallgruver knyttet til offensive statlige industrielle strategier, samt hvordan staten og bedriftene håndterer omstilling. Eierskapsmeldingen har brakt den rødgrønne regjeringen nærmere sine egne erklærte idealer i spørsmålet om opsjoner og lederlønninger. De to andre temaene er mer å betrakte som genuine dilemmaer som fortsatt er uløste etter snart fire år i regjering. Vi vil diskutere opsjoner og selskapsstyringstematikk før vi diskuterer de mer reelle dilemmaene knyttet til omstilling og utvikling.

#### *Opsjoner og andre «corporate governance» tema*

En observasjon det er lett å gjøre seg under denne overskriften, er det ironiske faktum at den delen av det statlige eierskapet som er kjennetegnet ved de største og potensielt mest signifikante strategiske eierpostene, den delen som er forvaltet av Nærings- og handelsdepartementets (NHD) eierskapsavdeling, fram til eierskapsmeldingen kom i desember 2006, var den mest passive med hensyn til opsjoner og andre tema som faller inn under begreper som selskapsstyring og selskapers samfunnsansvar. Mens Statens Pensjonsfond-Utland (SP-U) har et relativt stort apparat som skal drive med «corporate governance»-arbeid, i tillegg til klare rutiner for etisk filtrering og uttrekk, og SP-Norge lenge har vært for en aktivist å regne, aksepterte NHD i praksis hvert eneste opsjonsprogram som kom opp fra eierskapsavdelingen ble opprettet og fram til desember 2006.

På dette punktet varslet eierskapsmeldingen et nytt engasjement. Tverrgående tema skulle nå få en mer systematisk oppfølging, blant annet gjennom et nytt styringsdokument. Samtidig er det store forskjeller mellom ulike tverrgående hensyn med hensyn til hvor langt staten er kommet i arbeidet med å utvikle en effektiv politikk. Når det gjelder opsjoner og variabel lederlønn er det nå signalisert at staten – til forskjell fra tidligere – har en klar politikk, og denne er blitt institusjonalisert. I andre enden av skalaen finner vi for eksempel miljøhensyn. Her er det uttrykt en ambisjon i generelle vendinger, men eierskapsavdelingen i NHD leter fremdeles etter gode konkrete innfallsvinkler til hvordan disse ambisjonene skal operasjonaliseres.

Institusjonaliseringen av ny politikk med hensyn til variabel lederlønn innebærer to viktige skritt. For det første er allmennaksjeloven endret slik at generalforsamlingens posisjon vis-a-vis styret er styrket i slike spørsmål. For det andre varslet eierskapsmeldingen at staten ville stemme mot nye opsjons-

avtaler og at den ville legge klare begrensninger på forholdet mellom variabel og fastlønn (variabel lønn skal i regelen begrenses til 50 prosent av fastlønn). Det kan synes som om vi like før finanskrisen brøt ut, var kommet til et punkt hvor skepsisen mot opsjonsprogrammer i sin alminnelighet, og deres konkrete utforming i særdeleshet, hadde nådd et metningspunkt. Denne skepsisen var i hovedsak motivert av fire forhold.

For det første er det vanskelig å påvise særlig positive effekter av opsjonsprogrammer i store, etablerte selskap. For det andre er opsjonsordninger blitt koplet til en serie skandaler og direkte kriminelle handlinger i USA. Særlig feilperiodisering av inntekter ser ut til å samvariere systematisk med bruken av opsjonsordninger.<sup>11</sup> I tillegg har mange selskaper blitt grepet i å tilbakedatere opsjonsavtaler i den hensikt å øke verdien av ledelsens opsjonspakker.<sup>12</sup> Et tredje argument mot opsjonsordninger er den konkrete utformingen (og insentiv-effekten) disse ordningene har fått i Norge. Selv om vi ser bort fra det grunnleggende problemet det faktisk er å skille bidraget gruppen av opsjonstakere gir til verdiskapingen fra det andre ansatte gir, gjenstår problemet med å skille ut gode prestasjoner fra generelle markedstrender. For å si det enkelt: Hvem sin fortjeneste er det at prisen på olje og andre råvarer stiger? Poenget blir tydelig hvis man snur bildet på hodet: Bør toppledelsen i Norsk Hydro betale penger inn til aksjonærene når prisen på aluminium faller?

Fremleggelsen av eierskapsmeldingen og offentliggjøring av fusjonen mellom Statoil og Hydros oljedivisjon falt sammen i tid vinteren 2006/7. Dette skapte en interessant mulighet for opsjonstakerne i Norsk Hydro. Etter innstilling fra administrasjonen i selskapet valgte styret å oppfatte eierskapsmeldingens varsel om slutt på nye opsjonsavtaler som et pålegg om å avvikle den eksisterende avtalen. Dette gjorde man til tross for at ledelsen i NHD selv ikke mente å ha sendt ut et slikt signal.<sup>13</sup> Hydrokursen var høy på forsommeren 2007. Da beløpene som skulle utbetales ble kjent, skapte det en mediestorm. Hydros styreleder Jan Reinås viste til at man hadde brukt en anerkjent modell for å regne ut verdien av opsjonene:

«Det er matematikk dette, opsjonene er verdsatt ut fra kursen og en verdsettelsesmodell. Det er ikke noe skjønn i dette, det er ren automatikk ut fra sånn avtalen er.»<sup>14</sup>

Reinås så dermed bort fra hvor følsom en slik modell er for hvilken aksjekurs man velger som utgangspunkt for beregningen. Økonomen Tore Nilssen har videre argumentert for at når tap av framtidige opsjonsgevinster skal beregnes må man i større grad enn Hydro-styret gjorde, legge vekt på usikkerheten framtidig kursutvikling er beheftet med:

«Det må bety at lederne i Norsk Hydro, takket være avviklingen av opsjonsprogrammet, ble sittende med verdier langt utover hva de usikre opsjonene var verdt for dem.»<sup>15</sup>

Det Reinås også unnlot å problematisere, var selve prinsippet om å kompensere for bortfall av opsjoner. Begrunnelsen for i det hele tatt å gi opsjoner er å motivere til innsats for aksjonærene. Deles pengene ut i forkant, forsvinner faktisk begrunnelsen som motiverte ordningen da den ble innført. Et ytterligere poeng er at flere av de ansatte som på denne måten mistet sin opsjonsordning, omtrent samtidig gikk inn i Statoils bonusprogram. Andre – som konsernsjef Reiten – fikk et betydelig lønnsplåst begrunnet med at opsjonsprogrammet ble avvirket. Slik fikk stort sett hele Hydro-ledelsen dobbelkompensert for en periode som tilsvarte opsjonsprogrammets opprinnelige levetid.

Problemet med dobbel – eller trippel hvis vi aksepterer Nilssens poeng – kompensasjon ble, så langt vi kjenner til, ikke tematisert av media eller politikere. Derimot vakte beløpenes størrelse som sagt sterke reaksjoner. Næringsminister Dag Terje Andersen reagerte med sinne, og saken fant etter hvert en slags løsning. Den hadde to hovedelementer. Det ene var at Hydroledelsen «frivillig» ga fra seg ca 20 millioner av et samlet beløp på 210 som de opprinnelig hadde avtalt med styret, det andre var at Jan Reinås gikk av som styreleder.

De sterke reaksjonene på beløpenes størrelse peker fram mot et fjerde argument mot opsjoner, som Dag Terje Andersen også gjorde til sitt: Den nordiske modellen har vært gjenstand for stor oppmerksomhet internasjonalt de siste årene. Så vel europeere som liberale amerikanere har beundret den kombinasjonen av økonomisk vekst, omstillingsevne og sosial likhet modellen representerer. Relativt små avstander, hierarkisk og økonomisk, har blitt fremholdt som et nøkkelement i denne modellen. I en slik sammenheng er opsjonsordninger målt i tosifrede millionbeløp noe nær et fremmedelement.

Samtidig virker det ikke usannsynlig at styrene i selskapene fortsatt kommer til å domineres av konsernsjefer fra andre store selskaper. Dette gjør at det normsettet og det mulige habilitetsproblemet som kryssende styre-representasjon kan gi opphav til, og som i sin tid var en viktig betingelse for at systemet med opsjonsordninger fikk feste innenfor det statlige eierskapet, ikke blir borte. Dette peker tilbake på den strukturelle avstanden som fortsatt finnes – til tross for lovendringer – mellom staten som eier og selskapene som administrative enheter.

#### *Offensive statlige strategier*

Tradisjonelt har Norge hatt et svakt industriborgerskap og i dag er det flere kilder i kapitalforvaltningsmiljøet som rapporterer om mangel på langsiktig og tålmodig kapital. Til sammen skulle dette tilsi at staten har en rolle å spille med hensyn til å bidra med risikokapital til utvikling av ny industri, næringer og innovasjon. Hvilke spørsmål reiser en slik problemstilling?

For det første kan vi registrere at det kan være stor forskjell på politisk og finansiell risiko. Hvis staten gjør et direkte og synlig engasjement, og dette

engasjementet mislykkes, er det offentlige ordskiftet ofte slik innrettet at saken framstilles isolert. Man ser ikke statens engasjementer samlet som en portefølje med mange gode og noen dårlige prosjekter, men som en serie enkeltstående skandaler. Dette kan bidra til å temperere mange politikeres trang til å trekke staten inn i nye industrieventyr. Men det finnes strategier som minimerer den politiske risikoen, samtidig som det åpner for mobilisering av statlig risikokapital.

En slik mulighet er å støtte etablerte selskaper når disse formulerer offensive investeringsplaner. I tilfeller hvor staten deltar i kapitalutvidelser sammen med private innenfor rammen av etablerte deleide selskaper, har man samtidig etablert en buffer mot beskyldninger om statlig inkompetanse.

Fusjonen mellom Hydros olje- og gassdivisjon og Statoil kan også kategoriseres som uttrykk for en offensiv strategi. Tanken bak var at Nordsjøen tømmes og at vårt nasjonale miljø må bli større for å klare å hevde seg utenlands. Første del av fusjonsprosessen fulgte de formelle krav til hvordan aksjeselskapers styringskjede skal fungere. Hydros styre fremmet (eller rettere sagt gjenopptok) ideen i forbindelse med sin strategiprosess. Deretter utviklet Hydros administrasjon i samråd med sitt styre et tilbud til Statoil. Dette ble deretter behandlet i Statoils styre. Først da dette organet ga ideen grønt lys ble det forelagt regjeringen. Godkjennelsen kommer altså i etterkant, som en ferdigforhandlet pakke, omfattende alt fra verdifastsettelse til prinsipper for navnevalg.<sup>16</sup> Det var med andre ord en situasjon hvor alle gjeldende regler er fulgt, men den er likevel ikke uproblematisk. Noen vil for eksempel innvende at i spørsmålet som i stor grad angår forvaltning av vår nasjonalformue, er det demokratisk utilfredsstillende at all realitetsbehandling foregikk i to selskapsstyrene.

En annen strategi staten i større grad kan benytte er å involvere seg i ulike fondsløsninger til støtte for nyskaping og næringsutvikling. En mulighet da er å identifisere næringer og virksomhetstyper man ønsker å prioritere, og etablere fond – ikke helt ulikt «private equity» fond – som investerer i disse. Svakheten med en slik strategi vil i noens øyne være at staten er lite egnet til å «plukke vinnere». Den politiske risikoen kan også være stor hvis det skulle oppstå nye «skandale-prosjekter». Det kan som sagt synes som om det er en viss asymmetri i opinionen i slike saker. Hvis et privat initiativ mislykkes, tolkes dette som en naturlig del av kapitalismens dynamikk. Noen må mislykkes for at andre skal lykkes. Staten derimot blir sjelden tilkjent den samme tabbekvoten i det offentlige ordskiftet.

#### *Omstillinger, nedleggelse og utsalg*

Det er en klisjé, men likefullt sant at internasjonale markeder er i stadig endring. Det skaper behov for omstillinger. I den siste oppgangskonjunktoren før dagens krise bidro en stadig strammere kjernevirksomhetstankegang til at selv lønnsomme selskaper som lenge hadde befunnet seg trygt under

paraplyen til et konsern som Hydro eller Telenor, en dag ikke lenger var ønsket av styre og ledelse, slik at utvalg, restrukturering eller nedleggelse ble aktuelle alternativer. De siste årene har slike prosesser ledet til mye konflikt. Mønsteret har likevel vært at selskapenes styrever og konsernledelser har fått det som de vil.

I selskaper som for eksempel Telenor, Hydro, Yara og Cermaq har staten en eierandel – som hvis en tilsvarende eierandel var på en privat aktørs hender – hadde skapt selvsagte forventninger om et industrielt engasjement – interesse for og innflytelse over selskapets strategiske valg. Et viktig poeng er at det i utgangspunktet er større sannsynlighet for at staten skal ha interesser som avviker fra den orientering mot maksimal avkastning en ordinært fungerende selskapsledelse har, enn hva som kan forventes å være tilfelle med en regulær privat eier. Slik er det fordi staten også representerer et større fellesskap enn aksjonærfellesskapet. Dette kan påvirke statens holdning til spørsmål som angår lokalisering, utvalg og nedleggelse. Poenget blir ytterligere aksentuert hvis det dreier seg om en enhet hvor andre deler av virkemiddelapparatet har bidratt til å utvikle virksomheten, for eksempel i form av støtte fra Innovasjon Norge, eller gjennom velvillige holdninger i konsesjonsspørsmål, for eksempel med hensyn til kraftrettigheter eller oppdrettslisenser.

Stadig oppgjør om nedleggelse og utvalg kan videre støte mot det normative grunnlaget for den nordiske modellen. I enkelte saker kan det fortone seg som om classesamarbeid blir erstattet av en klassekamp der kapitaleiere står mot den organiserte arbeiderklassen med staten som passiv tilskuer. For det tredje kan det virke demokratisk problematisk om en liten næringslivselite oppleves å skalte og valte med vanlige skattebetalere og velgeres liv og framtid, når de faktisk er satt til å forvalte fellesskapets eiendom. Så lenge strategiske paradigmer som «core business» og «aksjonærverdi» var på opptur, var dette problemstillinger av stigende relevans.

Et forhold som skaper problemer er at staten risikerer å få strategisk viktig informasjon om utvalgsplaner sent i prosessen. Strenge krav til prosedyre og likebehandling av aksjonærer, samt styrerepresentantenes uavhengige stilling, gjør at man fort vil komme i en situasjon hvor informasjon om selskapets planer først når det politiske system på et tidspunkt hvor det ikke er tid til annet enn å være reaktiv. Eierskapsmeldingens pålegg om varslingsplikt vil ikke endre vesentlig på denne situasjonen. Ambisjonen bak dette tiltaket er ikke å kunne komme i inngrep med prosesser tidlig nok til å kunne påvirke selve beslutningen, målet er i hovedsak å kunne bidra til en mer human og ryddig prosess.

Dette betyr i praksis at så lenge staten i hovedsak har hatt finansielle ambisjoner med sitt eierskap og forvaltningskapasiteten er dimensjonert hva størrelse og kompetanse angår med dette mål for øyet, blir det vanskelig å utvikle en «aktiv eierskapspolitikk».

### Noen strategiske grep

Slik næringsdepartementets eierskapsavdeling er satt opp i dag, har den ikke ressurser til å følge det enkelte selskaps industrielle utvikling på et tilstrekkelig detaljert plan til systematisk å kunne gi presise og tidlige innspill til politisk nivå om det finnes gode økonomiske argumenter for at staten skal støtte eller gå i mot et forslag om nedleggelse eller utsalg. Inntil en slik kapasitet utvikles gir det begrenset mening å forvente at staten skal kunne utvikle en «aktiv» strategi i slike tilfeller. Det er nok mulig å utvikle generelle styringsprinsipper, men hvor forpliktende disse vil oppleves av styret rundt omkring i statselskapene vil avhenge av hvor presist operasjonalisert de er, hvilket i sin tur er betinget av hvilke ressurser og kompetanse byråkratiet har til å utvikle slike instrumenter.

Et stort industrielt og kompetanseintensivt eierengasjement er en vesentlig del av markedsøkonomien, eller sagt på en annen måte, ikke alle eiere er institusjonelle av typen armlengdes avstand. At staten per i dag har landet på en slik modell, må forstås som en reaksjon på at tidligere tiders mer aktive holdning og politiserte beslutningsprosesser ble diskreditert gjennom det som mer eller mindre rettferdig har blitt stående som industripolitiske skandaler. Mange trakk den slutning at staten som sådan er en dårlig eier. Men dette er en slutning som preges av at man blander sammen den økonomiske og den politiske dimensjonen.

Nøkkelen til en aktiv eierskapspolitikk ligger i å skille fenomenene «aktiv» og «politisert» fra hverandre. Sagt på en annen måte, hvis «private equity» miljøer kan etablere staber med ansatte eksperter som bidrar til industriell utvikling i selskapene, hvorfor kan ikke staten gjøre det samme?

La oss i det videre forutsette at staten har utviklet et miljø med tilstrekkelig størrelse og kompetanse til å komme tidlig nok inn i selskapenes prosesser for deretter å utvikle selvstendige oppfatninger i spørsmål om å sikre videre drift med statlig medvirkning. Staten er på et tidlig tidspunkt blitt informert om salgsplaner. Hvilke alternativer står man overfor da?

En mulighet er at statens folk konkluderer med at enheten ikke er drivverdig og at man lar selskapet uforstyrret fullføre sin prosess. Fordelen med en slik prosedyre sett fra statens side er at den ansvarlige minister da ikke trenger å komme i den ydmykende posisjon at han eller hun først protesterer gjennom mediene for deretter å ta selskapets vedtak «til etterretning». I stedet kan han eller hun si at «vi har underkastet saken en grundig vurdering og har kommet til samme konklusjon som selskapet» og – dette er et avgjørende moment – «her er våre argumenter». Den andre muligheten er at staten konkluderer med at selskapet bør drives videre, om nødvendig med et innslag av statlig eierskap, for å sikre lokalisering og industriell utvikling og næringspolitiske gevinster i Norge. Hvilke muligheter har man da?

Hvis vi forutsetter at en «ryddig» prosess gjennom selskapets organer, hvor man først erstatter styremedlemmer og deretter eventuelt ledelsen, blir for tidkrevende, og i mange henseende kostbar, kan det virke som det eneste alternativet er å vende tilbake til tidligere tiders praksis med direkte kontakt mellom politisk ledelse og selskapets styre og eller ledelse. Dette reiser med en gang spørsmål om «samrøre», mangel på ryddighet og hensynet til andre aksjonærer. I delprivatiserte selskaper kan det synes som om man har valget mellom avholdenhet eller samrøre. Den politiske risikoen er stor ved begge strategier.

En annen mulighet, som vi kan kalle Yara-modellen, innebærer at enheten konsernledelsen ikke lenger vil ha i sitt selskap, kan skilles ut og noteres som eget selskap med staten som deleier. Fordelen med en slik løsning er at staten kan få ivaretatt sine interesser uten å utfordre det aktuelle selskapets sittende ledelse og dens forretningsmessige frihet. Yara-modellen åpner kort sagt for lykkelige skilsmisser. Samtidig må vi ta høyde for at forutsetningen for at Hydro valgte denne løsningen med Yara og ikke med Polymers eller Hydro Seafood kan skyldes spesielle forhold.

I Polymers-saken var det til og med flere aktører, inkludert næringsministeren og fagforeningsrepresentantene i styret, som syntes å tro at det gikk mot en «Yara-løsning», før de ble overrasket da styreflertallet likevel besluttet å selge ut. Arbeidet med selvstendig notering av Polymers var kommet så langt at det nye selskapet hadde fått eget navn: Kerling og egen dato for notering: 8. Juni 2007. Næringsminister Dag Terje Andersen gav klare signaler om at en børsnotering var å foretrekke. Til tross for dette endte Hydro med å selge Polymers til det britiske selskapet INEOS i mai 2007 for 5,5 milliarder kroner. Beslutningen ble fattet med knappest mulig margin i et splittet Hydro styre. De tre representantene for de ansatte utgjorde sammen med styremedlem Grete Faremo mindretallet på fire, mens flertallet på fem valgte å følge innstillingen fra konsernsjef Eivind Reiten.<sup>17</sup>

Denne styre-avgjørelsen kan fortolkes som et uttrykk for sterk vilje til å følge «aksjonærverdi»-ideologien. Det kan synes som om det at notering som selvstendig selskap var på dagsorden, bidro til å presse fram et høyere bud fra den britiske kjøperen og at styreflertallet deretter følte seg forpliktet til å gjøre det valget som etter deres vurdering ga aksjonærene den største kort-siktige gevinsten og/eller minst risiko.

Skal man kunne bruke Yara-modellen med selvstendig børsnotering igjen, kommer man derfor ikke utenom tydeligere kommunikasjon og større evne til å påvirke aktørene i styret, hvor det første er en forutsetning for det andre. Den største eieren må gjøre det tydelig og klart at en slik – eller lignende – restruktureringsløsning som regel skal utredes og ofte vil foretrekkes med mindre det foreligger sterke argumenter mot. For å få til en slik prosess må staten utvikle større strategisk kapasitet.

Gjennom generalforsamlingen er staten i realiteten er med å peke ut «sine» styrerepresentanter. Flere av våre respondenter har imidlertid pekt på to klare begrensninger i statens evne til å styre gjennom styret. For det første er det vanskelig å finne styrerepresentanter med den rette kombinasjonen av egenskaper. Den ideelle styrerepresentant sett med statens øyne besitter så vel politisk forståelse og følsomhet som bedriftsøkonomisk relevant kompetanse.

Den andre svakheten flere av våre respondenter har pekt på, er at styrerepresentanter som måtte føle behov for å luften synspunkter og prøve ut tanker med selskapets største eier, ikke har noe sted å henvende seg. Hvis dette er en rettferdig beskrivelse av virkeligheten til styrerepresentanter som opplever at de har en særlig forpliktelse overfor største eier, og hvis denne erfaringen er generell, reiser den et interessant spørsmål om hvordan eierskapsavdelingen fungerer og bør fungere.

Skal man forsøke å endre denne strukturen, vil det bli vanskeligere å likebehandle alle aksjonærer og det vil være problematisk at styremedlemmene ikke er valgt av én enkelt eier.

Et statlig eierskapsenter med tilstrekkelig autonomi i forhold til sentralforvaltningen og demokratiet kunne i kraft av sin faglige tyngde og sine relasjoner rekruttere styremedlemmer. Slik ville staten kunne utvide utvalget av kvalifiserte styrerepresentanter og bygge legitime veier inn i styrene, og endelig: styremedlemmene ville ha noen å ringe til.

Selv om man skulle finne veier rundt problemer knyttet til å finne egnede styrerepresentanter, ligger det ytterligere et problem i strukturen. Flere av de store selskapene er langt på vei å betrakte som holding- og ikke driftsselskaper. Telenor for eksempel har en underskog av datterselskaper med egne styrever. Her ligger mye av den aktiviteten og beslutningsmakten staten, hvis den vil utvikle rollen som industrielt orientert eier, kan tenkes å være interessert i. Konsernmodellen kompliserer statlig eierstyring fordi det bringer et ekstra beslutningsnivå inn mellom eier og viktige strategiske avgjørelser.

### **Konkluderende bemerkninger**

Eierskapsmeldingen har grovt sett gjort at det statlige industrielle eierskapet har tatt igjen det finansielle eierskapets forsprang med hensyn til erklærte ambisjoner, men fremdeles er det problemer. Med hensyn til toppleder-kompensasjon har den rødgrønne regjeringen lyktes med å fase ut opsjonsprogrammene og å sette et tak på hvor mye variabel lønn den enkelte kan hente ut. Lederlønnene har helt fram til det siste fortsatt å dra fra vanlige ansattes lønninger, men så lenge dagens politikk står ved lag er det så langt vi kan skjønnere satt en stopper for gigantiske utslag som de vi har sett i Hydro og Yara.



Når det gjelder andre tverrgående tema som miljøhensyn, etikk og anti-korrupsjon, er problemet eierskapsavdelingen står overfor knyttet til dens kapasitet. Avdelingen selv er ikke satt opp med egen kompetanse på disse feltene.

Denne artikkelen skrives vinteren 2009. Da er det naturlig å spørre om den pågående finanskrisen kan tenkes å ha en varig effekt på hvordan eierskapet utøves. En første observasjon kan være at det er en lang vei å gå. Det blir tydelig hvis man betrakter tilfellet DnBNOR. Denne banken – hvor staten eier 34 prosent – har de siste årene gjort seg bemerket med flere oppsiktsvekkende saker. Konsernsjefens lønns- og pensjonsvilkår skapte – selv uten opsjoner – en liten mediestorm da de ble kjent.

Sakskomplekset rundt DnB NOR illustrerer tydelig særpreget ved dagens eierskapsregime. Staten har, så vidt det har vært mulig å registrere i offentligheten, ikke reagert på noen av disse forholdene i sin rolle som eier. Som dominerende eier kunne man i flere av disse sakene ganske enkelt sagt: Slik vil vi ikke ha det. I stedet har man fulgt den indirekte veien som regulator og påtalemakt. Salget av statsobligasjoner i forkant av krisepakken blir etterforsket av politiet. Som eier har staten vært taus. Råsalget av strukturerte produkter har staten gjort til sitt anliggende ved at finansministeren har støttet bladet *Dine Penger* og Forbrukerrådets kamp mot denne virksomheten. I Terra-saken, der banken bidro til å finansiere Terras salg av svært risikable papirer til kraftkommuner, har staten forsøkt å gi de involverte kommunene en betinget økonomisk støtte. Men det forhold at DnB NOR krever morarente og truer med rettsak for å få de angjeldende kommunene til å respektere avtaler de mener seg lurt inn i, har ikke staten som eier noen mening om.

Vi står altså i den situasjonen at midt i en finanskrisen, der kommunenes evne til å produsere velferd og stimulere etterspørselen kan oppfattes som en del av «førstelinjeforsvaret», står staten indirekte bak trusler om søksmål mot kommuner som mener seg lurt inn i avtaler som bedre enn det meste annet symboliserer de finansialiserte formene for kapitalisme som ledet verdensøkonomien inn krisen i utgangspunktet. Slik blir logikken når sakskomplekset kanaliseres inn i en institusjonell struktur med vekt på forretningsdrift, spilleregler, klar hattepolitikk og armlengdes avstand.

Samtidig skal en ikke undervurdere finanskrisens potensial for å endre på tingenes tilstand. Kritikken av kortsiktige bonusregimer har flyttet seg fra den politiske randsonen og politisk økonomi og inn i «mainstream» politikk, økonomi og kommentatorvirksomhet. Det er nå blitt konvensjonell visdom å hevde at kortsiktige bonusordninger gir perverse insentiver og fungerer destabiliserende både for institusjonene og for økonomien som sådan.

På lengre sikt er det heller ikke umulig at synet på statens plass i økonomien og næringslivets fortrefelighet svekkes. Mange gjør det fortsatt, men rent intellektuelt må det fortone seg som stadig vanskeligere å hevde at

markeder alltid gir effektiv ressursallokering, at finansmarkedet er «effektivt», og at statlige inngrep utenom ved noen klare tilfeller av markeds-  
svikt med nødvendighet fører til «dødvektstap» og andre velferdstap. Går det  
slik blir noe av bakteppet for de siste 15 års utvikling av eierskapsregimet  
revet bort. Slik sett lever vi i spennende tider.

## NOTER

- 1) Artikkelen trekker store vekslere på Tranøy, B.S., E. Løken og B. Jordfald, *Krevende eierskap: statlig eierskap mellom finansiell styring og industrielle ambisjoner*, Fafo-rapport 2007:20, Fafo, Oslo 2007. Der ikke annet er oppgitt viser alle informanthenvisninger til intervjuer gjort for denne rapporten. Tranøy har også hatt stor glede av å jobbe sammen Øyvind Berge med et prosjekt om «corporate governance» i Norsk Hydro. Videre har Ketil Bråthen vært svært sjenerøs med å øse fra sitt pågående masterarbeid om avviklingen av opsjonsprogrammet i samme selskap. Endelig har Tranøy hatt glede av diskusjoner i, og økonomisk støtte fra, gruppen som arbeider med selskapsstyring på Fafo.
- 2) St.meld. nr. 13 (2006–2007), *Et aktivt og langsiktig eierskap*.
- 3) Soria Moria-erklæringen (2005), *Politisk plattform for regjeringen*.
- 4) Økonomikommentar, Ola Storeng, *Aftenposten* 25.05.07.
- 5) J. March og J.P. Olsen, *Rediscovering Institutions, The Organizational Basis of Politics*, The Free Press, New York 1989.
- 6) Gudmund Hernes, *Forhandlingsøkonomi og blandingsadministrasjon*, Universitetsforlaget, Bergen 1978.
- 7) For en grundig og kritisk gjennomgang av den selektive industristøtten se: Harald Espeli, *Industripolitikk på avveie. Motkonjunkturpolitikken og Norges Industriforbunds rolle 1975-1980*, Ad Notam Gyldendal, Oslo 1992.
- 8) T. Peters, T. og R.H Waterman, *In Search of Excellence*, Harper Collins, New York 1982.
- 9) N. Fligstein, *The architecture of markets*, Princeton University Press, Princeton, N.J. 2001.
- 10) Lazonick og O’Sullivan 2000, op cit.
- 11) John Coffee, «A Theory of Corporate Scandals: Why the USA and Europe differ» *Oxford Review of Economic Policy*, bd. 21, nr. 2, 2005, s. 198–211.
- 12) Randall A. Heron og Erik Lie, «Does backdating explain the stock price pattern around executive stock option grants?», *Journal of Financial Economics* bd. 83, 2007, s. 271–295.
- 13) Ketil Bråthen, *Avviklingen av opsjonsprogrammet i Norsk Hydro. En analyse av prosessen*. Utkast til Masteroppgave i Statsvitenskap, Universitet i Oslo, 2009.
- 14) *Aftenposten Morgen* 26.07.2007, s. 24.
- 15) Tore Nilssen, «Opsjoner til bedriftsledere – har vi noe valg?», *Søkelys på arbeidslivet*, bd. 24, 2007, f.n. 11, s. 313.
- 16) Det er symptomatisk for eierskapspolitikken orientering mot det symbolske at staten engasjerte seg og talte styrene midt i mot i akkurat spørsmålet om navnevalg, mens den stort sett lot de to styrene få det som de ville i andre, langt viktigere spørsmål.