

Nyhedernes Tænk tank

**Mandagmorgen**

# FINANSMARKEDETS NYE HERREMÆND

Finanskrisen er noget nær en ønskesituation for de statslige investeringsfonde, der opsamler valutaoverskud og oliemilliarder i lande som Kina, Rusland og de arabiske oliestater. De vestlige markeder er i kapitalnød, prisen på virksomheder er i bund, og statsfondene har fået et tiltrængt imageløft, efter at de bidrog til at rekapitalisere en række betrængte vestlige banker.

Men frygten for statsfondene er ikke forsvundet helt. Vestlige politikere og iagttagere frygter, at fondene bruger kapitalen udenrigspolitisk for at presse egne dagsordener igennem. Flere af dem er ekstremt lukkede omkring deres størrelse og investeringer. De første skridt i retning af international regulering er taget. Men det er langt fra nok, mener eksperter.

---

## VERDENS 10 STØRSTE STATSLIGE INVESTERINGSFONDE

---

**1** ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY **2** GOVERNMENT PENSION FUND – GLOBAL **3** GOVERNMENT OF SINGAPORE INVESTMENT CORPORATION **4** KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY **5** CHINA INVESTMENT CORPORATION LTD **6** EXCHANGE FUND INVESTMENT PORTFOLIO **7** RESERVE FUND OF THE RUSSIAN FEDERATION **8** TEMASEK HOLDINGS **9** INVESTMENT CORPORATION OF DUBAI **10** AUSTRALIAN GOVERNMENT FUTURE FUND

---

Nye dealere i  
det globale kasino

SIDE 2

Den lange vej mod  
bedre regulering

SIDE 7

Statskapitalismen  
vender tilbage

SIDE 10

# Nye dealere i det globale kasino

**Voldsom vækst blandt verdens statslige investeringsfonde har givet de globale finansmarkeder en unik ny investorgruppe. I tiden efter finanskrisen kan de nye statslige kapitalister gå på billigt indkøb i de vestlige økonomier. Men statsfondene vil, ifølge finansielle eksperter, gå varsomt til værks. Det nyvundne image-løft må ikke sættes over styr.**

Da finanskrisen tilbage i slutningen af 90'erne ramte de asiatiske markeder, var vestlige investorer ikke sene til at udnytte situationen. Flere af de blødende asiatiske banker og virksomheder blev af opportunistiske vestlige investorer opkøbt til spotpris på bunden af markedet. I dag hævner historien sig. De amerikanske og europæiske markeder er i bund, og i kulissen står en stærk ny investorgruppe af mellemøstlige og asiatiske statskontrollerede fonde i noget nær en ønskesituation. De har masser af villig kapital. Den vokser. Og de kan vælge og vrage mellem de største virksomheder fra en skrantende vestlig økonomi.

.....  
**Det er hos statsfondene, at fremtidens investeringsvillige kapital ligger.**

*Carsten Stendevad, Citigroup*

En række finanseksperter vurderer, at finanskrisen kan give ny rygvind til de ikke-vestlige statslige pengetanke, som de seneste år er blevet stadig flere og større – og har fået ny appetit på risici og vestlige markeder.

“Når kapitalmarkederne stabiliserer sig efter krisen, så er det ikke tilbage til 2006-niveau, men til et fundamentalt lavere leje, hvor bankkapaciteten og udbuddet af kapital er væsentligt reduceret. Selv med meget lave oliepriser vil statsfondene få tilført milliarder hver eneste dag. Det er hos statsfondene, at fremtidens investeringsvillige kapital ligger,” vurderer Carsten Stendevad, managing director i Citigroups investeringsbank, der i dag rådgiver både asiatiske statsfonde og europæiske regeringer om fondene.

Han forudser, at de største fonde på lidt længere sigt har rigtig gode muligheder for at få det, de allerhelst vil have: åbne invitationer til at tage store bidder af de største velrenommerede vestlige virksomheder til en historisk lav pris. “Fondene gider ikke små aktieposter købt på det åbne marked. De vil have store andele af *industry leaders*. Det kan man få på to måder. Enten når virksomhederne er i krise, eller når

en virksomhed med ekspansionsplaner har brug for en finansieringspartner,” siger Carsten Stendevad.

Han vurderer, at det særligt er det sidste, som verden vil se mere af på den anden side af finanskrisen. Muligheden for strategiske partnerskaber opstår, når større virksomheder vil udvide deres markedsposition, men mangler finansiering. I en situation med et meget lavt udbud af international kapital kan fondene være den perfekte partner: “De fleste af fondene er langsigtede passive investorer, der ikke ønsker indflydelse på ledelsesniveau. Det passer perfekt til mange virksomheder”, forklarer Carsten Stendevad.

## En ny unik investorgruppe

Groft sagt er statslige investeringsfonde store pengetanke, der under statslig indflydelse og kontrol investerer valutaoverskud i udenlandske aktiver. Se tekstboks. Fondene er ikke noget nyt fænomen. Den fjerdestørste, Kuwait Investment Authority, har f.eks. været i gamet siden 1953 og er både kendt og respekteret i den finansielle verden. Omvendt er to af de mest kontroversielle store fonde, den russiske og den kinesiske, så nye, at de knap har indrettet sig i deres lokaler. China Investment Company har endnu ikke udgivet sin første årsrapport, og først for et par måneder siden fik Beijing-kontoret sin længe ventede engelske hjemmeside.

De to nyoprettede statsfonde ligger dermed på toppen af en trend, der har været i gang det sidste årti. I alt er 18 nye fonde oprettet siden 2000 – og flere lande som f.eks. Indien og Brasilien planlægger at føje nye til listen.

Forklaringen på fondenes vækst er såre simpel. Stigende råvarepriser, særligt på olie og gas, har skabt enorme kapitaloverskud i f.eks. Rusland og de olieproducerende lande i Mellemøsten. For Kinas vedkommende er det et eksplosivt voksende handelsoverskud, der er sat til at yngle i de statslige investeringsfonde.

Lighederne til trods er der også store forskelle mellem de enkelte statslige investeringsfonde, især hvad angår deres investeringsprofil. Nogle af fondene, f.eks. den russiske, har til formål at stabilisere den nationale økonomi og investerer fortrinsvis i sikre udenlandske statsobligationer. Andre fonde, typisk de mellemøstlige, er langt mere risikobetonede og investerer i alt fra aktier og ejendomme til deciderede lånefinansierede opkøb af ikke-børsnoterede virksomheder. Det sidste sker ofte i alliancer med private kapital- og hedgefonde.

## Koncentration af kapital

Fondene kontrollerer i dag kun en lille andel af verdens samlede finansielle aktiver.

Ser man på fondene som samlet investorgruppe, er de endnu ikke på niveau med institutionelle investorer som banker, pensionsfonde og lignende. I øjeblikket udgør deres

**OM RANKINGEN.** Den amerikanske rigsrevision, U.S. Government Accountability Office, har, i en netop udgivet rapport til det amerikanske senat, udarbejdet en ranking af verdens største statslige investeringsfonde. Det er den hidtil mest omfattende vurdering af fondenes størrelse til dato, men er alligevel behæftet med en betydelig usikkerhed. Kun få statslige investeringsfonde udgiver årsrapporter eller offentliggør transaktioner. Rapporten samler data fra IMF, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JPMorgan, Morgan Stanley, The Peterson Institute, Standard Chartered Bank, RGE Monitor samt rigsrevisionen selv. Rapporten kan findes i sin fulde længde på [www.gao.gov](http://www.gao.gov). Andre rankings estimerer fondenes størrelse anderledes. De rykker ikke ved det overordnede billede.

## MM | Nationale pengetanke

Der findes ikke nogen entydig definition af, hvad der kan medregnes som en statslig investeringsfond. Det amerikanske konsulentfirma Monitor Group har opstillet følgende tre karakteristika for fondene:

- Fonden ejes af en suveræn stat.
- Den administreres selvstændigt og adskilt fra statens centralbank, finansministerium og statskasse. Hvor vandtætte skotterne mellem stat og fond er, varierer.
- Fonden investerer i en portefølje af finansielle aktiver, alle af forskellig art og med forskellig risikoprofil. Lige fra obligationer, fast ejendom til aktier og ikke-børsnoterede selskaber.

En betydelig del af investeringerne er placeret i udenlandske aktiver.

Mange sonderer desuden mellem commodity-fonde, der har opbygget deres kapital gennem handel med varer og tjenester, og non-commodity-fonde, der får tilført midler fra overskuddet af råvaresalg.

Fondene placerer sig dermed på et spektrum af statslige institutioner mellem centralbanker og statsejede selskaber. Grænserne er ikke skarpt trukket op, og nye måder at organisere sig på kommer hele tiden til.

## MM | Hvad er en statslig investeringsfond?

Karakteristika for forskellige typer investeringsfonde, banker og statsejede selskaber

	Centralbanker	Statslige investeringsfonde			Statsejede selskaber
		Statslige stabiliseringsfonde	Statslige opsparingsfonde	Statslige investerings-selskaber	
<b>Formål</b>	Sikrer pengevæsen, valutareserver og den finansielle stabilitet	Understøtter evt. fremtidige udsving i statsbudgettet	Maksimerer det fremtidige afkast	Maksimerer det fremtidige afkast. Ofte organiseret under og i nogle tilfælde ejet af fondene eller af staterne bag	Selskaber, hvor staten har en betydelig indflydelse og kontrol. Evt. som ejer
<b>Risikoprofil</b>	Lav risiko	Lav risiko	Variere, men typisk højere risiko	Variere, men typisk højere risiko	Variere
<b>Placerer kapital i</b>	Statsobligationer, valuta	Statsobligationer, valuta	Obligationer, aktier, ejendomme, andele i hedgefonde og private equity, lånefinansierede opkøb		Andre virksomheder
<b>Eksempler</b>	US Federal Reserve Den Europæiske Centralbank Bank of England	Reserve Fund of the Russian Federation Australian Government Future Fund	Abu Dhabi Investment Authority Government Pension Fund – Global (Norge) China Investment Corporation	Mubadala development Company (ejet af De Forenede Arabiske Emirater) Citic group (ejet af den kinesiske stat)	Gazprom Airbus Deutsche Bahn

Figur.

Kilde: Mandag Morgen & Monitor Group, 2008.

samlede aktiver f.eks. kun ca. 13 pct. af, hvad verdens pensionsfonde ejer. Sammenligner man til gengæld med private equity- og hedgefonde, er statsfondene langt større. Se figur 2.

Flere finansielle eksperter peger på, at fondene som samlet investorgruppe har en enorm betydning.

“Det interessante ved disse fonde er ikke bare udsigterne til den fortsatte tilførsel af kapital, men i lige så høj grad *koncentrationen* af penge. I realiteten taler vi om 20-25 fonde, der sidder på enorme pengetanke,” fortæller Citigroups Carsten Stendevad. De rigeste af statsfondene, f.eks. Abu

Dhabi Investment Authority og Norges Oliefond, hører til verdens allerstørste enkeltinvestorer.

Hvis olie- og handelsindtægter strømmer ind som hidtil, står fondene til at vokse sig endnu større de kommende år. Ifølge et nyligt estimat fra IMF vil fondene i 2012 tilsammen have aktiver for 12.000 milliarder dollar, fire gange så meget som i dag. Mere konservative estimater vurderer, at vi skal helt frem til 2017, før fondene når så højt et niveau. De forskellige vurderinger skyldes bl.a., at flere af fondene ikke oplyser offentligheden om hverken størrelse eller indtjening. Men forskellighederne til trods er alle iagttagere enige om, at

# 10

**AUSTRALIA GOVERNEMENT FUTURE FUND.** Australien har oprettet en statslig investeringsfond for at ruste sig til stigende offentlige udgifter over de næste årtier, særligt til offentligt ansattes pensioner. De årlige budgetoverskud overføres til fonden, der forventes at vokse til over 100 milliarder dollar inden 2020. Fonden har en ca. 25 pct. af sine investeringer i aktier og agter ikke at ændre på dette som følge af finanskrisen. Tværtimod. Interessen for australske banker er særlig stor.

## MM | Statskapitalismens største

De 20 største statslige fonde rangeret efter værdien i deres aktiver, mia. dollar

Navn	Land	Grundlagt	Størrelse mia. dollar					
1. Abu Dhabi Investment Authority	Forenede Arabiske Emirater	1976	625-875 <sup>1</sup>					★
2. Government Pension Fund – Global	Norge	1990	372					★
3. Gov. of Singapore Investment Corp.	Singapore	1981	215-330 <sup>1</sup>					★
4. Kuwait Investment Authority	Kuwait	1953	113-250 <sup>1</sup>					★
5. China Investment Corporation	Kina	2007	200					★
6. Exchange Fund Investment Portfolio	Hongkong	1998	186					★
7. Reserve Fund of the Russian Federation	Rusland	2008	130					★
8. Temasek Holdings	Singapore	1974	108					★
9. Investment Corporation of Dubai	Forenede Arabiske Emirater	2006	82					★
10. Australian Government Future Fund	Australien	2006	59					★
11. Qatar Investment Authority	Qatar	2005	40					★
12. Revenue Regulation Fund	Algeriet	2000	46					★
13. Libyan Investment Authority	Libyen	2006	40					★
14. Alaska Permanent Fund	USA	1976	38					★
15. National Wealth Fund	Rusland	2008	33					★
16. Brunei Investment Authority	Brunei	1983	30					★
17. National Pensions Reserve Fund	Irland	2001	31					★
18. National Fund	Kasakhstan	2000	26					★
19. National Development Fund	Venezuela	2005	21					★
20. Excess Crude Account	Nigeria	2004	17					★

**Figur 1:** Den manglende åbenhed gør det svært at angive den præcise størrelse på fondenes aktiver. Abu Dhabis fond, en af de aller mest lukkede, vurderes til at have aktiver for mellem 625 og 875 milliarder dollar.

**Note<sup>1</sup>:** Estimat. De restende tal er offentliggjorte værdier.  
**Kilde:** U.S. Government Accountability Office, 2008.

fondene vil vokse hurtigere end andre investorgrupper og relativt set få større og større betydning.

### Vestlig paranoia

Den enorme og voksende mængde investeringsvillig kapital har naturligt nok udløst bekymring i Vesten. Både i USA, Tyskland og Frankrig har politikere kritiseret fondenes manglende åbenhed og uklare intentioner. For med penge følger som bekendt indflydelse – der i dette tilfælde udgår fra en række ikke-demokratiske regimer i Mellemøsten og to af verdens største militærmagter.

Frygten for fondenes motiver er foreløbig ubegrundet – næsten. Financial Times kunne i september fortælle, at det kinesiske styre tilbage i sommeren 2007 havde brugt sine finansielle muskler til at presse Costa Rica til at afbryde de diplomatiske forbindelser med Taiwan. Prisen var ifølge den britiske avis 460 millioner amerikanske dollar udbetalt af SAFE, den kinesiske statskontrollerede institution for valuta-kontrol. Som en kilde sagde til avisen, var det første gang, verden havde en "smoking gun" – beviset for, at Kina aktivt bruger sit valutaoverskud til at fremme sine udenrigspolitiske interesser.

I august i år advarede den russiske milliardær Alexander

Lebedev i tyske Welt am Sonntag den tyske regering mod opkøb fra den russiske statsfond. Alexander Lebedev begrundede advarslen med den massive korruption i Rusland og slog samtidig fast, at Tyskland gjorde klogt i at få deres beskyttende lovgivning på plads hurtigst muligt.

Den slags historier har ikke gjort fondenes image bedre, uagtet at SAFE og den kinesiske statsfond, China Investment Corporation, er to forskellige institutioner, og uagtet at den russiske fond foreløbig kun køber statsobligationer. Senest har en rapport fra konsulenthuset Monitor Group gendrevet et par af myterne om fondenes investeringer. Rapporten, der i alt gennemgår over 1.000 transaktioner i perioden 1975-2008, finder intet belæg for, at fondene f.eks. skulle være særligt aktive i sektorer af særlig sikkerhedsmæssig betydning såsom energi- og forsvarsindustri. Tværtimod tyder Monitor Groups data på, at fondene bevidst holder sig fra sådanne investeringer.

Rapporten har dog langt fra lukket munden på alle skeptikere. En af de mest kritiske og aktive deltagere i den internationale debat er Brad Setser fra den amerikanske tænketank Council of Foreign Affairs. Han er ikke i tvivl om, at fondene har andre motiver for deres investeringer end de rent finansielle: "I flere af fondenes hensigtserklæringer skriver de eks-

## 9

**INVESTMENT CORPORATION OF DUBAI.** Dubai er det finansielle centrum i de arabiske emirater. Den position blev styrket betydeligt efter at Borse Dubai, der ejes af Investment Corporation of Dubai, købte 20 pct. af den amerikanske Nasdaq-børs og en endnu større andel af London Stock Exchange – mod at trække sig fra kampen om skandinaviske OMX, som LSE var interesseret i.

plicit, at deres formål er at fremme deres nationale økonomiske udvikling. Det er for mig at se mere end rigeligt bevis på, at fondene også er et udenrigspolitisk instrument,” erklærer han.

Brad Setser håber, at den finansielle krise kan bidrage til, at særligt amerikanske politikere får øjnene op for ubalancerne i verdensøkonomien. “En verden, hvor udviklingsøkonomier opbygger enorme valutaoverskud på bekostning af de vestlige økonomier, er ikke min ide om en god verden,” siger han.

Så længe USA ikke formår at frigøre sig fra den mellemøstlige olie, vil fondene fra Golfen kun vokse sig større. Ifølge Setser løser det dog kun en del af problemet. The big issue er i virkeligheden Kina. Så længe kineserne ikke ændrer deres valutapolitik, vil den ubalance, der er grundlaget for fondenes vækst, fortsat være til stede. Løsningen afhænger i realiteten af kinesernes velvilje – og amerikanernes evne til at påvirke dem. Brad Setser ser ingen grund til optimisme: “Når man tænker på, hvor svært de amerikanske politikere i øjeblikket har det med at designe amerikansk politik, så er det svært at forestille sig, at de ville have betydeligt mere held med at designe en kinesisk.”

### Fra trusler til redningsplanke

De skingre toner fra Europa og USA er sænket betydeligt, i takt med at den finansielle krise er eskaleret. Ikke bare fordi de vestlige og særligt de amerikanske politikere har fået andet at bryde deres hoveder med. Men også fordi udbuddet af villig kapital er faldet voldsomt, i takt med at krisen har foldet sig ud.

“Der synes at være en omvendt proportionalitet mellem behovet for investeringsvillig kapital og kritiske holdninger til fondene,” siger Carsten Stendevad fra Citigroup. F.eks. er man i Frankrig vendt 180 grader i forhold til fondene. Tidligere stod præsident Sarkozy sammen med Angela Merkel allerforrest i koret af kritikere. Men for for nylig har en regeringskommission, nedsat af præsidenten selv, konkluderet, at den franske økonomi i dag har langt mere brug for udenlandske investeringer – herunder fra de statslige fonde – end for ny restriktiv lovgivning.

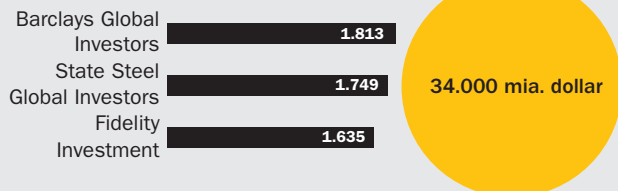
Et af de positive bidrag til temperaturskiftet kom allerede i første halvår af 2008 – dengang verden endnu kun talte om en amerikansk subprime-krise. Her kom fondene en blødende vestlig banksektor til undsætning. Samlet set skød forskellige fonde kapital for over 50 milliarder dollar i kriseramte banker, og de mest spektakulære handler trak store internationale overskrifter. “Flere af fondene deltog i en rekapitalisering af de største banker i verden. Faktisk reddede de flere af dem på målstregen,” siger Carsten Stendevad.

Det var Citigroup selv, der fik den største “hjælpepakke”. I to omgange hentede banken over 20 milliarder dollar fra en bred vifte af statslige fondsinvestorer, bl.a. verdens tredje-

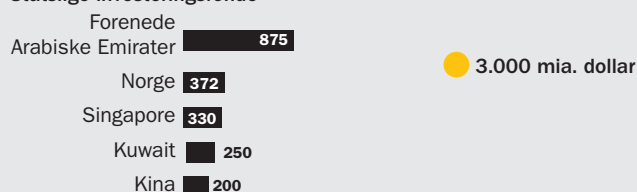
### MM | Koncentreret statslig kapital

Værdien af fondenes aktiver sammenlignet med andre investorgrupper, i milliarder dollar

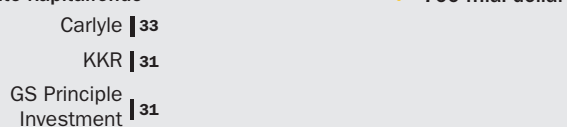
Institutionelle private investorer – banker, pensionfonde og lign. Top-50 samlede aktiver



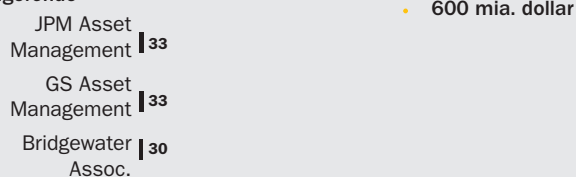
Statslige investeringsfonde



Private kapitalfonde



Hedgefonde



**Figur 2:** De statslige fonde har mere end dobbelt så mange aktiver som både hedge- og kapitalfonde tilsammen. De største kan måle sig med nogle af verden allerstørste enkeltstående institutionelle investorer.

Kilde: Citigroup, 2008.

største, Government of Singapore Investment Corporation. Singapores anden statslige fond – Temasek – skød juleaften 4,4 milliarder dollar i den kriseramte bank Merrill Lynch. Tidligere på måneden havde den nyoprettede kinesiske fond tilført 5 milliarder dollar til den amerikanske finansgigant Morgan Stanley.

Selvom hardcore kritikere som Brad Setser mener, at opkøbene reelt destabiliserede banksektoren ved at udskyde den underliggende krise, er der ingen tvivl om, at de mange bankopkøb har givet statsfondene et tiltrængt imageløft. “Fondene gjorde naturligvis ikke dette for bankernes skyld. De havde bestemt regnet med, at det var en god investering. Men selvom de i dag har tabt store summer, gør deres lange investeringshorisont, at de kan vente på bedre tider og først på længere sigt skal realisere deres profit,” siger økonom i

8

**TEMASEK HOLDINGS.** Temasek betragter ikke sig selv som en statslig investeringsfond, men som et investeringsselskab ejet af Singapores finansministerium. Formålet er at ruste Singapores økonomi til fremtiden. Temasek har investeret 10 milliarder dollar i Merrill Lynch og var den største enkeltinvestor, indtil Bank of America overtog banken midt i september. Det seneste år har Temasek placeret en stadig større del af sine investeringer i Asien på bekostning af bl.a. USA.

Deutsche Bank Steffen Kern, hovedmanden bag to rapporter om fondene. "Det er slet ikke utænkeligt, at den positive PR-effekt også har været en del af fondenes overvejelser," siger han.

### Fremtidige opkøb under radaren

Lige nu står fondene – i lighed med alle andre investorer – i en naturlig venteposition. "Priserne i den finansielle sektor er attraktivt lave lige nu. Men der er en så substantiel usikkerhed forbundet med nye investeringer, at fondenes appetit på finanssektoren er mindsket," vurderer Steffen Kern. "På kort sigt vil vi se, at fondene fokuserer på andre sektorer og brancher, som infrastruktur, produktion og fast ejendom," vurderer han.

Alle de iagttagere af fondene, som Ugebrevet har talt med, peger dog på, at statsfondene vil fare uhyre forsigtigt frem. Alt andet risikerer at sætte deres nyvundne image som finansielle redningsmænd over styr. De vil for alt i verden undgå at gentage historien fra den asiatiske krise i 90'erne, hvor Vesten udnyttede den finansielle panik til at gå på rov blandt desperat kapitalhungrende asiatiske virksomheder. Det forløb kan den dag i dag få raseriet frem i flere asiatiske lande.

Økonom Edwin M. Truman, der tidligere var centralt placeret i Bush-administration og nu er forsker på Peterson Institute, vurderer, at statsfondene de næste par år omhyggeligt vil undgå at træde nogen unødigt over tærerne og satse på "opkøb under radaren". Den stigende opmærksomhed betyder, at de nok vil vende tilbage til en mere indirekte investeringsstrategi: "Jeg ville blive overrasket over at se *high profile deals*, eksempelvis et opkøb af General Motors, fra en statslig fond. Man skal altid være meget forsigtig med at generalisere, når det gælder fondene, men mit gæt er, at de snarere vil alliere sig med de hedge- og kapitalfonde, der naturligt vil være på udkig efter de undervurderede aktiver, som finanskrisen har skabt."

En af verdens største private kapitalfonde, amerikanske Blackstone, annoncerede i slutningen af oktober, at den kinesiske fonds aktiepost i selskabet er øget fra 9,9 pct. til 12,5 pct. En handel, Mandag Morgen vurderer til at ligge i omegnen af en halv milliard dollar.

### Livsvigtige investeringer

Uanset hvilken vej fondene og den globale økonomi bevæger sig i de kommende år, er vestlige regeringer tvunget til at acceptere, at statslige investeringsfonde ikke forsvinder fra det finansielle landkort. Snarere tværtimod. Selv med oliepriser under det nuværende niveau vil de dagligt få tilført så store summer, at de vil fylde mere og mere i den globale konkurrence om kapital.

Og de vestlige økonomier har mere end nogensinde før brug for pengene. Carsten Stendevad fra Citigroup minder

om, at fondene i dag har placeret godt 75 pct. af deres aktiver i USA. Skulle det lykkes den amerikanske regering at skræmme bare halvdelen af denne kapital væk, vil det forringe den økonomiske vækst dramatisk: "I Citigroup har vi lavet beregninger, der viser, at amerikansk økonomi i sådan et scenarie kan miste 0,3 procentpoint i årlig vækst. Flyttes den "tabte" kapital til en mindre udviklet økonomi som f.eks. Indiens, kan den her give vækstgevinster på 1-2 procentpoint."

## Priserne i den finansielle sektor er attraktivt lave lige nu.

*Steffen Kern, Deutsche Bank*

At udenlandsk kapital i økonomernes virkelighed altid er attraktiv, fjerner ikke den politiske frygt for, at forkerkede udenlandske investorer køber for billigt ind på bunden af et kriseramt marked. Nicholas Sarkozy offentliggjorde for blot en uge siden planerne om en ny fransk statslig interventionsfond, designet som værn mod det, der overgik de asiatiske lande under deres finansielle krise. "Europa må ikke efterlade sine virksomheder til rovdyrs nåde," sagde den franske præsident.

MM

#### Referencer

- Citigroup: Sovereign Wealth Funds: A Growing Global Force in Corporate Finance, 2008.
- Monitor Group: Assessing the Risks: The Behavior of Sovereign Wealth Funds in the Global Economy, 2008.
- Deutsche Bank: Sovereign Wealth Funds. State Investments on the Rise, 2007.
- International Financial Services London: Sovereign Wealth Funds 2008.

7

**RESERVE FUND OF THE RUSSIAN FEDERATION.** De seneste års høje gaspriser har polstret den russiske stabiliseringsfond godt. Når olieprisen kommer over et på forhånd fastsat niveau, overføres en del af overskuddet direkte til fonden. Fondens må ifølge lovgivningen kun investere i udenlandske statsobligationer. I februar fik fonden en lillebror, den nationale velfærdsfond, der kan foretage mere strategiske investeringer. Den råder foreløbig kun over 32 milliarder dollar.

# Den lange vej mod bedre regulering

**Mistroen til statsfondene har skabt krav om øget regulering. Flere nationale lovingreb er på vej. Men et internationalt regelsæt er den eneste effektive løsning. Santiago-princippet, der er skabt under både trusler og mistillid, er første skridt på vejen.**

Frygten for politisk motiverede investeringer er lige så gammel som økonomien selv. Allerede i 1700-tallet konstaterede økonomer, at der med blomstrende samhandel og pengestrømme ofte følger mistro, benspænd og ønsket om at kigge rivalerne i kortene. I dag – 300 år senere – har en massiv vækst blandt verdens statsfonde givet de vestlige lande endnu et kontrolproblem. Handler det om penge eller politik, når den kinesiske statsfond køber sig ind i en amerikansk bank? Eller når petrodollar giver Libyens statsfond en væsentlig andel i den italienske fodboldklub Juventus og Telecom Italia?

Alene muligheden for investeringer med politiske bagtanker har fået politikere, kommentatorer og forskere i stort tal til at kræve øget regulering af de statslige investeringsfonde. Fondene selv har ikke været lige begejstrede. For to uger siden så det første forsøg på et fælles regelsæt dagens lys. De såkaldte Santiago-principper er det foreløbige resultat af et langstrakt internationalt tovtrækkeri præget af vestlig mistro og trusler fra de ikke-vestlige fonde. Også nationale lovingreb er på vej i lande, der ikke mener, at Santiago-principperne er tilstrækkelige. Men mange peger på, at nationale reguleringsforsøg er alt for nemme at omgå. I sidste ende afhænger en solid regulering af statsfondene derfor af et samlet internationalt regelsæt, som alle anerkender.

Den proces er først lige begyndt: "Alle vil være med i kampen. Men inden for et par år bliver man nødt til at skabe fælles regler. Det er endnu ikke til at sige, hvilken organisation der kommer til at gøre krav på reglerne, men det kunne blive både OECD og Verdensbanken", siger professor ved Oxford University Gordon Clark, der netop har fået bevilget penge til et stort toårigt forskningsprojekt om styringen af *sovereign wealth funds* og deres geopolitiske betydning.

## Fra mistillid til kontrol

Siden årsskiftet har ønsket om øget regulering og kontrol af de statslige investeringsfondes investeringer stået højt på den internationale dagsorden. Under dette års topmøde i Davos, ved G7-mødet i Tokyo og i institutioner som Verdenbanken, OECD og EU er der slået voldsomt på tromme for en nyt kontrolregime.

Kontrolmanien bunder i en frygt for, at statsfondenes penge kan udnyttes til andre formål end de rent økonomiske.

Den får næring af fondenes manglende gennemsigtighed. En række af de største fonde oplyser hverken den eksakte værdi af deres finansielle aktiver eller deres indtjening. I nogle af fondskonstruktionerne kan man end ikke finde kontaktoplysninger eller gennemskue, hvem der sidder med om bordet, når beslutningerne om milliardinvesteringer skal tages. Hemmelighedskræmmeriet er særligt påfaldende i den kinesiske og flere af de mellemøstlige fonde.

Det positive modbillede er Norges Oliefond, der har en fuldt ud gennemsigtig struktur, affrapperer løbende via årsrapporter og begrunder sine investeringer med eksplicite formålserklæringer.

En del af de vestlige landes frygt bekræftes af udtalelser fra fondene selv. Den kinesiske fondsdirektør, Lou Jiwei, har f.eks. – i et interview til New York Times – sammenlignet den kinesiske fond med en storvildtjæger på jagt efter markedets fede kaniner.

Samtidig har flere af fondene deltaget i handler med stærke nationalsymbolske undertoner. Den berømte Chryslerbygning i New York blev i sommer solgt til Abu Dhabis fond, ligesom fondene har erhvervet større og mindre aktieposter i velkendte virksomheder som Barneys, Daimler, Sony, og London Stock Exchange.

## Orden og sikkerhed

De ældste af fondene har været aktive så længe, at de har umådelig svært ved at forstå, hvorfor de pludselig bliver opfattet som en trussel. Som Sheihk Bader Al-Saad, direktør for Kuwait Investment Authority, sagde til Der Spiegel i sommer, føler fondene, at de pludselig er bragt i miskredit på baggrund af løse antagelser.

Mistænkeliggørelsen har bl.a. fået Kinas, Ruslands og Kuwaits fonde til at true med at flytte deres investeringer til mere liberalt indstillede lande.

Truslen fra Al-Saad havde personlig adresse til Angela Merkel. Den tyske kansler udtalte i sommeren 2007 til det tyske Handelsblatt, at Tyskland for alt i verden ikke måtte være "naive" i deres omgang med fondene, og at Tyskland ville tage de nødvendige forholdsregler over for fonde med forkerte hensigter.

Siden da har den tyske debat været glohed. Bl.a. har den hessiske ministerpræsident, Roland Koch, talt for en strammere national lovgivning på området, mens tyske erhvervsinteresser har advaret kraftigt mod konsekvenserne og truet regeringen med EU-retten. Et tysk protektionistisk image kan i deres optik medvirke til at skræmme alle fremmede investorer væk fra landet.

I øjeblikket står Koch til at få sin vilje. En af de nærmeste uger vil den tyske forbundsdag vedtage en markant stramning af den såkaldte AWG-lov, som regulerer den tyske stats kontrol med udenlandske investeringer. Det vil bl.a. betyde, at alle ikke-europæiske udenlandske investeringer, der over-

# 6

**EXCHANGE FUND INVESTMENT PORTFOLIO.** Hongkong oprettede allerede i 1993 en statslig investeringsfond for at kunne afværge spekulation mod den lokale valuta, Hongkong-dollar. Det blev nødvendigt fem år senere, da den asiatiske finanskrisen rasede. Operationen lykkedes, trods megen kritik. Senest er fonden blevet hårdt ramt af finanskrisen og har alene i første halvår tabt i omegnen af 5 milliarder dollar. Det svarer til prisen på en Storebæltsbro.

stiger 25 pct. ejerandel, bliver underlagt en føderal granskning. Hvis konklusionen er, at investeringen truer Tysklands "sikkerhed eller offentlige orden", kan den tyske regering blokere. Tidligere kunne det kun ske, hvis pengene blev investeret i den tyske forsvarsindustri.

Deutsche Banks økonom Steffen Kern påpeger over for Mandag Morgen, at ingen i dag er klar over, hvordan den nye tyske lovgivning vil blive anvendt i praksis. "Elastiske begreber som 'sikkerhed' og 'offentlig orden' savner endnu konkret fortolkning," siger Steffen Kern. Sikker er det dog, at den ny lovgivning i det mindste giver Tyskland muligheden for at blokere uønskede udenlandske investeringer.

I realiteten lægger Tyskland sig dermed i samme spor som USA, der med CFIUS, et føderalt organ til scanning af udenlandske investeringer, i lang tid har kunnet blokere for uønskede udenlandske investeringer, hvis de kompromitterer "den nationale sikkerhed". Som tingene står lige nu, ser det ikke ud til, at amerikanerne vil skærpe loven yderligere. Mens

diskussionen om statsfondene var på sit højeste, satte amerikanske politikere ellers spørgsmålstegn ved, om CFIUS reelt har viljen til at udnytte sine ret omfattende beføjelser. Prominente senatorer har beskyldt Finansministeriets kontrolorgan for at være "tandløst". Også lande som Canada, Australien, Storbritannien og Israel er ved at planlægge ny lovgivning på området eller gennemføre eftersyn af de eksisterende kontrolinstitutioner. Ironisk nok sker det samme også i de lande, der selv huser de største af fondene – herunder Kina og Rusland.

#### National indsats utilstrækkelig

Den tyske lovgivning er et præmieeksempel på, at nationale politiske indgreb rettet mod det globale finansmarked sjældent er tilstrækkelige. For som flere kommentatorer har påpeget, kan aktører, der ønsker at krybe uden om de tyske regler, investere indirekte i Tyskland gennem andre EU-lande med lempeligere regler.

## 5 CHINA INVESTMENT COMPANY

### Kinesernes nye drage

Den kinesiske statsfond foretog sit første spektakulære opkøb, allerede før den officielt eksisterede. Et halvt år inden den kinesiske regering, efter længere tids tilløb, oprettede China Investment Corporation (CIC) i september 2007, havde fonden erhvervet 9,9 pct. af aktierne i den amerikanske kapitalfond Blackstone. Den amerikanske fond er blandt de mest kendte af sin slags, ejer bl.a. danske Legoland og var blandt de fem kapitalfonde, der i 2005 købte TDC.

Siden har CIC købt en tilsvarende andel af den amerikanske investeringsbank Morgan Stanley for 5 milliarder dollar. Men de to investeringer er blevet kritiseret i Kina, da kurserne er faldet betydeligt og værdien af selskaberne reduceret tilsvarende.

CIC er finansieret af Kinas store valutareserver og handelsoverskud, der ellers hovedsagelig er placeret i den såkaldte State Administration of Foreign Exchange (SAFE). Ved etableringen fik CIC tilført ca. 200 milliarder dollar af valuta-reserverne, der dog stadig udgør mindst 1.900 milliarder.

En rapport fra det kinesiske konsulentfirma Z-Ben Advisors anslø for nylig, at CICs formue vil blive mere end tredoblet frem mod 2010, hvor det vurderes, at fonden vil være god for 625 milliarder dollar. Reserverne i SAFE er blevet så store, at det udgør et problem. Derfor anser Z-Ben det for sandsynligt, at en del af midlerne flyttes til stra-

tegiske investeringer, bl.a. gennem CIC.

Flere kilder peger dog på, at en tredobling er mere, end fondens organisation og investerings-setup kan klare. Derfor er det ikke overraskende, at CIC er i gang med at outsource en del af investeringerne til eksterne rådgivere – en model, der også bruges af den norske oliefond.

Time Magazine kårede tidligere på året CICs bestyrelsesformand, Lou Jiwei, som en af de 100 mest indflydelsesrige personer i verden. Den tidligere vicefinansminister styrer fonden sammen med administrerende direktør Gao Xiqing, der er uddannet i USA og har været advokat i et stort advokatfirma på Wall Street.

Den kinesiske fond, der længe har været beskyldt for manglende transparens, offentliggjorde 30. september 2008 sin nye hjemmeside, der indeholder langt flere informationer end den tidligere – også på engelsk. Samtidig forsøger CIC at skabe tillid til sine investeringer ved bl.a. at fraskrive sig de bestyrelsesposter, fondens store investeringer ellers berettiger til. På en OECD-konference tidligere på året gjorde Gao Xiqing det klart, at kravet om åbenhed ikke er så let endda: "Vores regeringsførelse har ikke været åben i 5.000 år, og lige pludselig forlanger alle, at vi skal være det. Vi prøver."

## 5

**CHINA INVESTMENT CORPORATION LTD.** Den kinesiske stats investeringsfond er god for mindst 200 milliarder dollar, der stammer fra de seneste års massive handelsoverskud. China Investment Corporation (CIC) forsøger at imødekomme kritikken ved at udøve et meget passivt ejerskab. De takker nej til de bestyrelsesposter, deres investeringer ellers berettiger dem til, og stemmer efter ledelsens anvisninger på selskabernes generalforsamlinger.



Et oplagt bud på en kommende mellemstation er Storbritannien, der i modsætning til både Tyskland, USA og Frankrig har budt de statslige investeringsfonde hjerteligt velkommen. I starten af året fulgte Gordon Brown en større britisk erhvervsdelegation på charmeoffensiv til Kina. På det fælles pressemøde med den kinesiske præsident Wen udtrykte Brown håb om, at England ville blive det første sted, den nyoprettede kinesiske fond investerer, og at London kunne blive vært for fondens første udenlandske kontor. Skulle det sidste ske, kan kineserne blive naboer til deres kolleger fra bl.a. Kuwait, Brunei, Singapore og Abu Dhabi.

De modsatrettede nationale interesser viser, at kun fælles internationale regler reelt giver den ønskede effekt. Tidligere statsminister Poul Nyrup Rasmussen, der stod i spidsen for de europæiske socialdemokraters angreb på de private kapitalfonde, siger til Ugebrevet, at han er størst tilhænger af universelle regler, der gælder alle finansielle aktører. Kun sådan undgår man, at der spekuleres i at omgå reglerne ved at benytte særlige økonomiske konstruktioner.

“Jeg mener, at der kun er en vej at gå, og det er fælles regler, uanset om du er en statslig investeringsfond, en hedgefond eller en private equity-fond. Desuden må jeg sige, at jeg synes frygten for statsfonde bærer præg af et betydeligt hykleri. Tilsvarende bekymring har man jo ikke set i forhold til de store private kapitalfonde,” siger Nyrup Rasmussen.

Selvom behovet for fælles spilleregler erkendes bredt, har vestlige lande reelt suppleret det multilaterale spor med spredte bilaterale initiativer – øjensynlig efter devisen *Better safe than sorry*. I marts, dagen før IMF afviklede en af sine forhandlingsrunder i Santiago-processen, kunne USA i et fælles *statement* med regeringsledere fra De Forenede Arabiske Emirater og Singapore, annoncere et sæt af principper for fondenes adfærd, herunder et løfte om, at fondene kun ville agere med økonomiske motiver. Det amerikanske finansministerium kunne ikke vente på Santiago-forhandlingerne og var gået solo.

### Santiagoprincipperne

De nye Santiagoprincipper – eller GAPP som den officielle forkortelse lyder – er rettet direkte mod fondenes gennemsigthed. Se tekstboks. I alt har 26 regeringer med statsfonde tilsluttet sig principperne, der er frivillige og ikke juridisk bindende.

Trods den megen mistillid, der har præget debatten, har flere af de mest kritiske fonde og regeringer valgt at tilslutte sig principperne. “Fondenes ambition er at vise verden, at de er ligesom andre institutionelle investorer – og i nogle henseender endda bedre, fordi de er mere tålmodige,” siger Gordon Clark, der netop har fået bevilget penge til et stort toårigt forskningsprojekt om styringen af statslige investeringsfonde og deres geopolitiske betydning.

Brad Setser fra den indflydelsesrige amerikanske tænke-

### MM | Fælles regler

I Chiles hovedstad Santiago forhandlede den internationale arbejdsgruppe om statslige investeringsfonde sig på et møde i foråret frem til 24 principper og 11 underprincipper. Arbejdsgruppen bestod af en række lande med statslige fonde, og principperne er inspireret af praksis i en række af medlemmernes fonde. I spidsen for arbejdet har stået IMF-direktør Jaime Caruana og Abu Dhabis vicefinansminister, Hamad Al Hurr Al Suwaidi, der også er direktør i verdens største statsfond, Abu Dhabi Investment Authority.

De fælles principper skal hjælpe fondene med at:

- Opretholde et stabilt finansielt system og sikre fri bevægelighed for kapital og investeringer.
- Efterleve alle relevante krav til kontrol og oplysninger i de lande, de investerer i.
- Investere på baggrund af overvejelser om finansiell risiko og afkast.
- Sikre fornuftige og transparente ledelsesstrukturer, der garanterer operativ kontrol, risikostyring og ansvarlighed.

Principperne adresserer alt fra det lovgrundlag, fondene opererer på, til oplysninger om, hvor deres midler stammer fra, og hvordan deres risikostyring skal fungere. Det gennemgående tema er øget gennemsigtighed, herunder større klarhed om fondenes organisatoriske *set-up* og relationen til de statslige ejere. De 26 regeringer der har tilsluttet sig principperne, er: Australien, Aserbajdsjan, Bahrain, Botswana, Canada, Chile, Kina, Ækvatorial Guinea, Iran, Irland, Korea, Kuwait, Libyen, Mexico, New Zealand, Norge, Qatar, Rusland, Singapore, Timor-Leste, Trinidad og Tobago, De Forenede Arabiske Emirater og USA.

**Kilde:** Sovereign Wealth Fund Institute, swfinstitute.org

tank Council on Foreign Relations, der bl.a. kendes for magasinet *Foreign Affairs*, har som flere andre kommentatorer ikke meget til overs for de nye regler. Han understreger, at de lande, der har været involveret, kun kan lave regler, der gælder dem selv – og at der ikke følger sanktionsmuligheder med reglerne. Han slår fast, at modtagerlande bør fortsætte deres egne regler og selv vurdere, hvilke fonde de vil byde velkommen: “Reglerne er ikke tilstrækkeligt forpligtende. Der er stadig intet krav om at offentliggøre fondenes størrelse eller porteføljens overordnede linjer til offentligheden. Vi risikerer, at det bliver vanskeligere at vurdere, hvordan statslige investorer påvirker og potentielt forvrider de globale markeder,” konstaterer Brad Setser.

Langt mere positiv er Setsers kollega Edwin E. Truman, *senior fellow* ved Peterson Institute i Washington og fast gæst i de mange amerikanske kongreshøringer om fondene. Han mener, at kritikerne bør medtænke de krævende internationale kompromiser og den tunge debat, der er gået forud. Lige nu skal alle bare glæde sig over IMF's succes: “Reglerne har bragt os et skridt nærmere en verden med velfungerende og venligtsindede statslige fonde. Det er en lille sejr for internationalt økonomisk samarbejde,” siger han til Mandag Morgen.

MM

4

**KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY.** Kuwaits statslige investeringsfond fra 1953 er stadig i fuldt vigør. Fra sit kontor i London administrerer den investeringer på 250 milliarder dollar – ca. 2,5 gange oliestatens BNP. Fonden investerer bl.a. i Citigroup, Merrill Lynch, BP og Daimler AG, men finanskrisen har fået den til at placere en større del af værdierne i hård valuta. Ifølge kuwaitisk lov er det strafbart for de ansatte at udtale sig om fondens investeringer.

# Statskapitalismen vender tilbage

**Stater er igen begyndt at spille en aktiv hovedrolle i verdensøkonomien. Det afspejler et underliggende økonomisk magtskifte med store konsekvenser, vurderer Rachel Ziembra, chefanalytiker i RGE Monitor.**

Statsfondes opkøb af aktiver verden over og de storstilede nationale redningsplaner for finanssektoren er symptom på samme tendens: nationalstaternes genvundne hovedrolle i verdensøkonomien. Men det er også med til at illustrere, at vestlige stater i stigende grad lever på andre landes nåde.

Det er budskabet fra en af verdens førende kendere af statslige investeringsfonde, Rachel Ziembra. Som chefanalytiker i det anerkendte konsulenthus RGE Monitor, der ledes af den førende økonom og professor på Stern School of Business, Nouriel Roubini, har hun specialiseret sig i Kina og de olieeksporterende lande og skriver jævnligt om *emerging markets* i Wilmots Magazine.

Mandag Morgen har bedt Rachel Ziembra vurdere de statslige investeringsfondes betydning for verdensøkonomien.

*De seneste år er de statslige investeringsfonde blevet stadig flere, større og mere aktive. Hvad er det et tegn på?*

“Vi ser i øjeblikket en voksende tendens til det man kunne kalde en ny form for statskapitalisme. I første omgang bliver stadig flere værdier akkumuleret i lande, hvor staten spiller en vigtig rolle i økonomien. Jeg tænker særligt på Kina, Rusland og golfstaterne, hvor man længe har styret den økonomiske udvikling gennem statslige selskaber, og hvor størstedelen af de statslige fonde også findes.

Men de seneste måneder har det faktisk været den amerikanske og de europæiske stater, der har blandet sig mest i økonomien med deres store hjælpepakker til den finansielle sektor, så der er tale om en global trend.

For nylig har præsident Sarkozy foreslået at etablere en fransk eller europæisk investeringsfond for at forhindre udenlandske opkøb af hjemlige selskaber. Han har tidligere været klar til at bruge de store franske pensionsfonde som statslig kapital. En række andre europæiske politikere har til gengæld været klar til at bruge offentlige ressourcer til at modarbejde statslige investeringsfonde, begrænse deres investeringer og forhindre dem i at tage en bid af kagen.”

*Hvilken forbindelse er der mellem den nye “statskapitalisme” i Vesten og de store puljer af statslig kapital i visse udviklingslande?*

“De statslige investeringsfondes rolle i den finansielle krise er en interessant historie. Det var fondene, der førte an

i den første bølge af rekapitalisering med deres store kapitalindsprøjtninger i både amerikanske og europæiske banker.

Det var også først, da en række statslige investorer begyndte at miste tilliden til Fannie Mae og Freddie Mac, at den amerikanske regering blev nødt til at gribe ind.

Det kan godt være, at det er den amerikanske stat, der har hjulpet de amerikanske banker. Men det er udenlandske staters investeringer, der har givet den amerikanske regering mulighed for at gøre det. Statslige investorer fra Kina og Mellemøsten er de eneste, der for alvor har skudt penge i USA de seneste år ved at købe amerikanske statsobligationer.”

*Island henvendte sig for nylig til Rusland for at skaffe nødvendig kapital til landets banker. Hvordan skal det tolkes?*

“Nu ser det jo godt nok ikke ud til at blive til noget alligevel. Men bare det faktum, at Island diskuterede mulighederne, ser jeg som et interessant tegn på Ruslands nye finansielle magt. Husk på, at Rusland for ti år siden havde en alvorlig økonomisk krise. For otte år siden havde landet blot 5 milliarder dollar i valutaeserver og en massiv udlandsgæld. At de nu er blevet en vigtig kapitalkilde med mere end 500 milliarder dollars i reserve, er mildest talt noget af en forvandling.

Selvom Island sikkert ender med at vende sig mod IMF, tror jeg, at drøftelserne med Rusland har gjort mange mennesker opmærksomme på de store strukturelle ændringer, vi er vidne til i verdensøkonomien.”

*Kan man ligefrem tale om et globalt økonomisk magtskifte?*

“Ja, jeg mener, at den betydning, en række udviklingslande har for de internationale kapitalbevægelser, er et klart tegn på et skift i den finansielle og økonomiske magtbalance. Også den økonomiske vækst i udviklingslandene er en del af den historie. I 2007 bidrog BRIK-landene med omkring 40 pct. af den globale vækst. Med udsigt til recession i G7-landene er det sandsynligt, at størstedelen af verdens vækst i år vil ske i udviklingslandene.”

*Hvilke konsekvenser får det på længere sigt?*

“De store ændringer i verdensøkonomien bør påminde os om, hvor katastrofalt ringe de eksisterende økonomiske institutioner afspejler udviklingslandenes stigende magt. Vi har mere end nogensinde brug for samarbejde på tværs af grænserne, men det er ikke sikkert, at vi har de nødvendige institutioner.

Der har jo været snak om at inkludere Kina, Indien og en række andre lande i G7-samarbejdet. Der er opstået en global erkendelse af, at mange problemer ikke kan løses uden f.eks. Kina. Det gælder både klimaforandringer og ubalancer i verdenshandlen. Men det er ikke sikkert, at der kommer til at ske formelle forandringer, for spørgsmålet er jo også, hvilken rolle Kina ønsker at spille, både politisk og økonomisk. Økonomisk er der dog tale om stor gensidig afhængighed. I sidste ende er

# 3

**GOVERNMENT OF SINGAPORE INVESTMENT CORPORATION.** Selvom østaten Singapore blot er på størrelse med Bornholm, har den ikke mindre end to statslige investeringsfonde. Den største, GIC, er med en formue på mere end 300 milliarder dollar så stor, at de 18 milliarder dollar, den omkring årsskiftet skød i UBS og Citigroup, ligner et greb i lommen. Fonden har netop offentliggjort, at den over de sidste 20 år har haft en gennemsnitlig realforrentning på 4,5 pct. om året.

## 2 GOVERNMENT PENSION FUND – GLOBAL

### Skandinavisk statsaktivisme

I september offentliggjorde den norske statsfond, at den havde solgt sin 500 millioner pund store aktiepost i britiske Rio Tinto, et af verdens største mineselskaber. Den norske fond havde forgæves forsøgt at påvirke selskabet til at forbedre miljøforholdene omkring Grasberg-guldminen i Indonesien, og finansministeriet valgte derfor at blackliste selskabet. Den norske finansminister, Kristin Halvorsen, anklagede Rio Tinto for "grov uetisk adfærd".

Det norske finansministerium er den formelle ejer af The Government Pension Fund – Global, i Norge blot kendt som "Oliefonden". Formålet er at spare op til fremtidige generationer af nordmænd. Fondens får midler fra beskatningen af den norske olieudvinding. I gennemsnit bliver mere end 70 pct. af olieindtægterne overført til fonden.

Det er finansministeriet, der udstikker de overordnede rammer for fondens investeringer og drift. Der afrapporteres løbende til Stortinget, som har mulighed for at påvirke fonden. Den norske centralbank administrerer investeringerne gennem en særlig enhed, Norges Bank Investment Management, der også rådgiver finansministeriet om investeringsstrategier og står til rådighed for offentligheden.

Det er gået godt for Oliefonden de seneste år. De høje oliepriser har givet store afkast fra koncessionerne i Nordsøen, og alene i 2007 fik fonden tilført 314 milliarder norske kroner, det højeste beløb nogensinde. Samlet råder Oliefonden over op imod 2.000 milliarder.

Men fonden er ikke sluppet gratis fra finanskrisen. Sidste år besluttede finansministeriet at øge aktieandelen fra 40 til 60 pct. Bad timing. Siden har de store svingninger i ak-

tiekurserne barberet formuen betragteligt. Af fondens kvartalsregnskaber fremgår, at den led et tab på 137 milliarder norske kroner i første halvår. Det svarer til mere end 25.000 kroner pr. nordmand.

Hvor de mellemøstlige og asiatiske fonde kæmper for at afvise mistanken om politisk motiverede investeringer, skiltes nordmændene åbenlyst med deres.

Oliepengene skal bruges til at fremme etiske målsætninger rundt om i verden, og finansministeriets guidelines indeholder tre instrumenter til at opnå dette mål. For det første udøver fonden aktivt ejerskab og søger at påvirke de virksomheder, den investerer i. For det andet frasorteres virksomheder, der er involveret i særlig militær produktion som atomvåben og klyngebomber. For det tredje kan ministeriet ekskludere enkelte virksomheder fra porteføljen, hvis de bryder med fundamentale etiske normer. I fondens årsrapport kan man se en liste over de firmaer, som den har blacklistet eller trukket sig ud af.

British Aerospace, Lockheed Martin, Raytheon, franske Thales og det europæisk luft- og rumfartsselskab EADS er alle røget ud af porteføljen. Det samme er den amerikanske detailgigant Wal-Mart, der ikke levede op til nordmændenes forventninger til medarbejderrettigheder.

Og den norske fond har succes med sin finansielle statsaktivisme. Det amerikanske olieselskab Kerr-McGee blev ekskluderet, fordi nordmændene mente, at deres aktiviteter i det vestlige Sahara var i strid med international lovgivning. Virksomheden forstod budskabet, trak sig fra området og figurerer nu igen i den norske portefølje.

Kina den største amerikanske kreditor – og næsten lige så afhængig af amerikansk succes, som USA selv er.

Jeg mener helt bestemt, at vi ser forskellige elementer af en ny økonomisk og politisk orden.

En af de ting, vi har set, er en øget gensidig afhængighed, f.eks. mellem finansielle institutioner. Lande kan ikke længere bare sætte barrierer op. De, der troede, at deres banker var sunde og stabile, måtte erkende, at de ikke var beskyttet mod det kollaps, vi har set i interbankmarkedet. Man kan ikke længere beskytte sig med mure mod den slags.

En anden risiko er, at den indskrænkning, vi har set med bankerne, også vil vise sig bredere i den internationale handel. Der er ikke længere nogen, der taler om, at Doha-runden

er gået i stå. Jeg tror i stedet vi vil se, at handel bliver stadig mere bilateral mellem forskellige regioner.

Der er måske heller ikke helt samme opmærksomhed omkring de statslige investeringsfonde fra Asien og Mellemøsten, som der var tidligere på året. Men statslig kapital i forskellige afskygninger vil fortsat være en markant faktor i verdensøkonomien. Ikke mindst fordi både USA og Europa får brug for endnu flere midler til at stimulere økonomien med. Det vil betyde, at den amerikanske gæld kommer til at vokse nogle år endnu." **MM**

## 2

**GOVERNMENT PENSION FUND – GLOBAL.** Den norske pensionsfond er klassens duks. Dens ejer er en demokratisk stat, og dens investeringer, procedurer og ansvarsplacering er offentligt tilgængeligt i årsrapporter og på fondens hjemmeside. Den får sine penge fra beskatning af oliekoncessioner og brændstof og har investeret dem i obligationer og aktier i ca. 7.000 virksomheder verden over. Typisk har Oliefonden, som den kaldes i hjemlandet, mindre end 1 pct. af aktierne i en virksomhed.

# 1 ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY

## Petrodollar i banker og kultur

Den 26. november 2007 blev Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) kendt af en bredere offentlighed. Subprime-krisen havde gennem en længere periode sat en række banker under alvorligt pres. Også den amerikanske storbank Citi havde hårdt brug for likvide midler. Bankens redning blev de 17,5 milliarder dollar, som ADIA sammen med Kuwait Investment Authority stillede til rådighed. For ADIAs vedkommende mod en aktiepost på 4,9 pct.

Efter sigende kom initiativet til den spektakulære aktion fra banken selv oven på et kvartalsregnskab, der afslørede tab på 10 milliarder dollar. Det krævede utallige telefonsamtaler og en tur over Atlanten, før Robert Rubin, den konstituerede bestyrelsesformand i Citigroup, havde overbevist sin modpart, Sheikh Khalifa bin Zayed Al Nahyan, om det fornuftige i handlen. Foruden at være bestyrelsesformand for ADIA er Sheikh Nahyan emir for Abu Dhabi og præsident for De Forenede Arabiske Emirater.

### Formel 1 i ørkenen

Aftalen med Citi markerede et vendepunkt for ADIA. Fonden har, i modsætning til naboen i Dubai, fulgt en konservativ investeringsstrategi med hovedvægt på lange amerikanske statsobligationer. Og når der blev investeret i mere strategiske aktiver, nøjedes fonden med at købe så lille en andel, at den ikke var nødt til at afsløre detaljerne for andre landes myndigheder. Sådan er det ikke længere. Nu skal der træffes i klubhuset.

ADIAs nye søsterfond, Abu Dhabi Investment Council, har for nyligt købt 90 pct. af den ikonografiske Chrysler-bygning i New York City for 800 millioner dollar, og i starten af september købte en anden statsfond fra emiratet den engelske fodboldklub Manchester City. Et tredje investerings-selskab, Mubadala Development Company, er i sommerens løb blevet den største investor i amerikanske GE og har desuden købt 5 pct. af aktierne i Ferrari.

Investeringerne skal ses i lyset af rivaliseringen mellem de to emirater Abu Dhabi og Dubai, der kæmper om at blive fremtidens turistmetropoler. Emir Sheikh Nahyan mener, at markante investeringer vil øge interessen for at besøge Abu Dhabi. Investeringen i Ferrari har efter sigende til formål at få Formel 1 til byen, og emiren er desuden i gang med at bygge filialer af både Louvre og Guggenheim for at gøre den lille ørkenstat endnu mere attraktiv for velbærger-

de turister.

Abu Dhabi Investment Authority har siden 1976 haft hovedansvaret for at investere overskuddet fra olieproduktionen i udenlandske aktiver, og ADIA har som en række andre statslige fonde en forkærlighed for at investere i finansielle virksomheder. Ud over Citigroup har fonden købt betydelige andele i banker i bl.a. Tunesien, Bahrain og Egypten samt i en række kapitalfonde, herunder amerikanske Apollo.

### Finansiel forkærlighed

Ifølge det amerikanske konsulenthus Monitor Group er der flere årsager til, at ADIA og andre mellemøstlige statsfonde er så interesserede i finansielle virksomheder: De kender branchen i forvejen. Ligesom Singapore er Emiraterne et finansielt hotspot, og opkøb er en nem måde for yngre fonde at købe sig adgang til relevante kompetencer i deres bestræbelser på at blive stærkere finansielle spillere. Samtidig har den globale finanskrisen givet fondene en mulighed for at købe betydelige andele i velrenommerede brands på favorable vilkår. Den seneste tids voldsomme kursfald har dog fået fondene til at holde igen. Ikke mindst fordi udviklingen i bankaktierne har fået kritiske røster til at karakterisere opkøbene som mislykkede. Andre fokuserer mere på, hvor galt det *kunne* være gået, hvis ikke fondene var rykket ind på Wall Street.

ADIA finansieres af overskuddet fra Abu Dhabis olieeksport, der er den største i de syv emirater. Men ADIA er samtidigt blandt de mindst transparente statslige investeringsfonde. Den har i sin 30-årige levetid aldrig offentliggjort værdien af sine aktiver. De mest troværdige skøn vurderer dens formue til at være 625-875 milliarder dollar. Det gør den til verdens ubestridt største, mere end dobbelt så meget som den norske nummer to. Flere iagttagere har anslået dens årlige vækstrate til ca. 10 pct. Og selvom finanskrisen givetvis vil påvirke væksten, sidder ADIA sikkert i sadlen. Ligesom flere andre fonde vælger ADIA at holde en stadig større del af midlerne i likvide aktiver. Måske er beslutningen truffet over en god middag på en af de to fornemme Michelin-restauranter i London, som ADIA også ejer.

# 1

**ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY.** Da seneste kvartalsregnskab i Citigroup viste et tab på 10 milliarder dollar, erkendte banken, at den havde brug for hjælp. Den kom fra ADIA, der for 7,5 milliarder dollar købte 5 pct. af aktierne. At Abu Dhabi-fonden er nr. 1 blandt de statslige investeringsfonde, er hævet over enhver tvivl. Men ingen kender den nøjagtige størrelse. Efter 30 år er ADIA stadig en af de mindst transparente fonde og har endnu til gode at udsende en årsrapport.