



NORGES BANK

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 05.02.2015
Deres ref.:
Vår ref.:

Høring – rapport fra ekspertgruppen for Statens pensjonsfond utlands virkemiddelbruk og investeringer i kull- og petroleumsselskaper

Vi viser til Finansdepartementets brev og høringsnotat av 17. desember 2014. Høringsnotatet bygger på rapport fra Ekspertgruppen for vurdering av Statens pensjonsfond utlands (SPU) investeringer i kull- og petroleumsselskaper, datert 3. desember 2014. Norges Bank inviteres til å komme med synspunkter på forslagene fra Ekspertgruppen.

Norges Bank vil innledningsvis vise til endringene i mandatet for forvaltningen av SPU og retningslinjer for utelukkelse og observasjon, gjeldende fra 1. januar 2015. I tråd med disse endringene skal Norges Bank fremover bl.a. fatte beslutninger om virkemiddelbruk i spørsmål om utelukkelse. Forholdene legges videre til rette for et forbedret samspill av ulike virkemidler og en styrket koordinering mellom banken og Etikkrådet. Det siktes mot en helhetlig kjede av virkemidler og økt grad av integrasjon i arbeidet med ansvarlig forvaltning. Vi legger til grunn at implementeringen av eventuelle endringer i rammeverket for ansvarlig forvaltningsvirksomhet vil ta hensyn til dette siktemålet. Det er etter vårt syn videre naturlig at operasjonaliseringen av eventuelle endringer skjer i tråd med den nye arbeidsdelingen for ansvarlig forvaltning.

Ekspertgruppens rapport inneholder en bred gjennomgang av finansielle og etiske problemstillinger ved klimagassutslipp fra virksomheten til selskaper. Norges Bank anser at anbefalingene er i tråd med målet som er satt for forvaltningen og fondets rolle som finansiell investor. Anbefalingene til Ekspertgruppen omfatter blant annet forslag til hvordan Norges Bank kan videreutvikle sin eierskapsutøvelse. Vår eierskapsutøvelse og vårt bredere arbeid med ansvarlig forvaltning er i stadig utvikling. I dette brevet gir vi litt mer bakgrunn om deler av vårt arbeid med problemstillinger som også drøftes av Ekspertgruppen, herunder vårt arbeid med standardsettere, eierskapsutøvelse og risikostyring og de miljørelaterte

investeringsmandatene. Vi kommenterer også enkelte sider ved forslaget om å innføre et eget klimakriterium for atferdsbasert utelukkelse fra fondet i retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU.

Vi har hatt klima som fokusområde siden 2006. Vi har over tid utviklet vårt arbeid for å kunne integrere relevante forhold ved klimaendringene i forvaltningen av SPU. Arbeidet er pågående. I vår rapport om ansvarlig forvaltning for 2014, publisert 5. februar 2015, rapporterer vi for første gang samlet om vårt arbeid innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet i en egen rapport.

Fondets formål og rolle

Fondets investeringsstrategi er blitt utviklet over tid og er basert på grundige faglige vurderinger. Strategien for ansvarlig forvaltningsvirksomhet må ta utgangspunkt i fondets formål og rolle. Det gjelder også for investeringer i kull- og petroleumselskaper. Formålet med Statens pensjonsfond utland er statlig sparing. Siktemålet med investeringene er å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen i fondet, innenfor et moderat risikonivå. Investeringsstrategien for fondet bygger bl.a. på at finansmarkedene i stor grad er velfungerende i den forstand at ny og offentlig tilgjengelig informasjon gjenspeiles i prisene på finansielle eiendeler. Strategien bygger videre på en forventning om at investorer som er villige til å akseptere markedsrisiko, vil kunne forvente høyere avkastning enn ved mer sikre plasseringer. Avvik fra dette overordnede utgangspunktet for investeringsstrategien bør kun vurderes der det finnes en tydelig teoretisk begrunnelse og godt empirisk belegg.¹

Ekspertgruppen skriver at fondet må forventes å være et lite effektivt virkemiddel for å løse globale klimaproblemer. Gruppen advarer videre mot en utvikling i retning av å se på fondet som et politisk virkemiddel. Over tid vil det kunne redusere risikospredningen til fondet, og føre til en usikkerhet rundt fondets finansielle målsetting som er uheldig for forvaltningen. Norges Bank har merket seg disse konklusjonene, og deler Ekspertgruppens syn at usikkerhet rundt fondets finansielle målsetting vil gi en mindre tydelig investeringsstrategi. Utvikling i en slik retning vil ikke være i tråd med siktemålet for investeringene til fondet.

Innenfor fondets finansielle formål kan den operative forvaltningen imidlertid omfatte en aktiv tilnærming til klimaforhold, noe både Ekspertgruppens rapport og Norges Banks arbeid gjenspeiler. Norges Bank har over lengre tid hatt søkelys på risiko fra klimaendringer for fondet. Norges Bank sikter mot å være en ledende investor internasjonalt i arbeidet med ansvarlig forvaltning, herunder håndtering av klimaspørsmål. For en langsiktig finansiell investor som fondet kan de globale klimautfordringene ha betydning for strategier innen eierskapsutøvelsen. Klimaforhold kan videre være relevante også i arbeidet med standardsettere og i investeringsprosessen for øvrig, for eksempel i risikooppfølgingen, i analyser av selskaper i særskilt klimautsatte sektorer og ved porteføljetilpasninger.

¹ Med unntak av enkelte begrensninger slik som etisk begrunnet utelukkelse av selskaper som følger av retningslinjer for observasjon og utelukkelse.



Ekspertgruppens rapport trekker også frem enkelte spørsmål om olje- og gassinvesteringene i fondet i et nasjonalformueperspektiv. Gruppen skriver at det er utenfor dens mandat å gi råd om dette. Gjennom fondet veksler vi olje- og gassressurser inn i rettigheter til fremtidige inntekter fra en bredt diversifisert global portefølje av selskaper, renteinstrumenter og eiendom. Strategien for SPU behandler fondet isolert. Dette er utgangspunktet for alle strategiske råd Norges Bank avgir til Finansdepartementet.

Virkemidler i Norges Banks arbeid med relevante klimaforhold i forvaltningen av SPU

I dette avsnittet omtaler vi hvordan relevante klimaforhold kan være aktuelle for vårt arbeid med standardsettere og i risikoopfølgingen. Eierskapsutøvelse og muligheten til nedsalg gjennom porteføljetilpasninger er omtalt i egne avsnitt senere i dette brevet.

Det finnes en rekke internasjonale klimainitiativer rettet mot selskaper og investorer. Norges Bank støtter standarder og initiativer vi mener er særskilt relevante gitt vår virksomhet, og følger utviklingen hos relevante regulatoriske myndigheter, standardsettere, bransjeorganisasjoner og investorinitiativer for å fremme fondets langsiktige interesser. Vi er medlem av CDP (tidligere kjent som Carbon Disclosure Project) for å bidra til selskapsrapportering av klimarisiko. Informasjon som fremkommer ved hjelp av initiativer som CDP kommer til nytte i forvaltningen av fondet. Vi leverte i 2014 innspill til Climate Disclosure Standards Board (CDSB), som utvikler en standard for rapportering av klimarelatert risiko. Norges Bank har omtalt sitt arbeid med internasjonale standardsettere og initiativer i rapporten om ansvarlig forvaltning i 2014 og i eget brev til Finansdepartementet 5. februar 2015.

Klimainformasjon kan brukes som et element i risikostyringen. Vi har allerede i en tid samlet informasjon om klimagassutslipp fra selskaper i porteføljen. Dette arbeidet er i en utviklingsfase. En generell utfordring er at det ikke finnes en standardisert metode for å gjennomføre slike beregninger. Tilgangen på data er også varierende og ulike dataleverandører benytter ulike beregningsmetoder. En ekstra utfordring er at vi har en svært bred portefølje av selskaper. Vi har samarbeidet med eksterne leverandører for å forbedre dekningen på utslippsinformasjon om investeringene våre. Vi har videre arbeidet for å oppnå bedre forståelse av kvaliteten på informasjonen som er tilgjengelig og de forskjellige modellene dataleverandører benytter i beregninger av klimagassutslipp på selskapsnivå.

Informasjon om selskapers klimagassutslipp alene gir imidlertid ikke et fullgodt bilde av eventuell klimarisiko på selskaps- eller porteføljenivå. Informasjonen er heller ikke tilstrekkelig til at den kan anvendes direkte i investeringsøyemed. Risiko- og investeringsvurderinger må ta inn over seg et bredere sett av forhold, slik som selskapenes virksomhet og planer, næringsstrukturer og rammevilkår. Vi legger til grunn at analyser og metodeverk i vårt arbeid med klimaforhold vil utvikles over tid. Vi vil fortsette å rapportere om utviklingen av vårt arbeid i vår rapportering om forvaltningen av SPU. Vi omtaler de første



resultatene fra vårt arbeid med å kartlegge porteføljens samlede klimagassutslipp i rapporten om ansvarlig forvaltning i 2014.

Gjennom de miljørelaterte investeringsmandatene investerer Norges Bank i selskaper som er aktive blant annet i teknologier som kan medvirke til løsninger på klimautfordringene. Departementet har fra 1. januar 2015 økt rammen for slike investeringer til 30 til 50 milliarder kroner. Investeringene vil blant annet spres på selskaper innen fornybar energi, energieffektivisering, vann- og avfallshåndtering og forurensningskontroll. Investeringsmulighetene er bredt omtalt i rapporten om ansvarlig forvaltning i 2014.

Vi legger i 2015 opp til å ta initiativ til akademisk forskning om finansiell risiko som følge av klimaendringer. Forskning kan være et særskilt nyttig virkemiddel innen områder der graden av usikkerhet er stor, og hvor det er behov for å belyse problemstillinger teoretisk og empirisk. Vi har omtalt temaet om forskning særskilt i brev til Finansdepartementet 5. februar 2015.

Eierskapsutøvelse og klimaspørsmål

Eierskapsutøvelse og interaksjon med selskaper tråd med fondets finansielle målsetting kan, som Ekspertgruppen fremhever, være velegnede virkemidler for å adressere klimaforhold som er relevante for fondet. Gjennom forventningsdokumentet om klima har Norges Bank uttrykt en klar forventning om at selskaper integrerer hensynet til klimarisiko i sin styring av virksomheten. Forventningsdokumentene er overordnede dokumenter og i prinsippet rettet mot alle selskaper i porteføljen. Vi er særskilt opptatt av styringsprosesser, rapportering og åpenhet fra selskapenes side. Forventningsdokumentet om klima ble første gang lagt frem i 2009, og ble senere oppdatert i 2012. Vi har igangsatt en prosess for å revidere forventningsdokumentet på ny i løpet av første kvartal 2015. Vi legger opp til å innhente eksterne innspill i dette arbeidet. Arbeidet med forventningsdokumentene, herunder oppfølgingen av selskaper gjennom sektorundersøkelser, kan gi opphav til mer målrettet eieraktivitet eller analyse.

På selskapsnivå er det avgjørende at selskaper har en tilfredsstillende strategi for å tilpasse seg den risiko og de muligheter klimaendringene medfører. Fondets posisjon som en langsiktig investor kan bidra til å gi ekstra tyngde i eierskapsdialog om langsiktige problemstillinger som klimaendringer. Norges Bank kan likevel ikke kreve at selskaper opptrer annerledes enn det de selv og aksjonærbasen vurderer er finansielt hensiktsmessig. Gitt staters rolle og internasjonale forventninger til statlige investeringsfond, kan det i tillegg være uheldig dersom Norges Bank selv driver lobbyvirksomhet rettet mot myndigheter, på siden av øvrige norske initiativer og politikk. Vi kan imidlertid be selskaper forsikre seg om at deres posisjoner med hensyn til klimaregulering ikke kommer i konflikt med aksjonærbasens interesser og åpent gi uttrykk for vårt syn på relevante regulatoriske endringer.

Vi har ikke omfattende dialog med alle selskapene i porteføljen til enhver tid. Selskapsdialog og fundamental analyse er i hovedsak rettet mot større investeringer. Norges Bank prioriterer

eierskapsaktiviteter der vi forventer størst positive effekter for porteføljen, i form av høyere forventet avkastning eller lavere risiko. I 2014 var aksjonærrettigheter, styresammensetning, karbonutslipp og rapportering og åpenhet i forbindelse med bærekraftrapportering prioriterte temaer i vår selskapsdialog. Vi har blant annet bedt flere olje- og gasselskaper om å bedre rapporteringen om sitt arbeid med klimaendringer. Vi har i 2015 sendt brev der vi spør om kraftselskapers planer for overgangen til et mindre utslippsintensivt energisystem, og til gruveselskaper om deres syn på en mulig bransjeutvikling i retning av å skille ut kullvirksomhet.

Vår dialog med selskaper skal bidra til at vi får bedre kjennskap til selskapenes virksomhet og planer og også sørge for at selskapene er kjent med våre forventninger til dem. Norges Bank har gradvis bygget opp intern kapasitet for fundamental analyse av enkeltelskaper. En sentral del av vår dialog med selskapene i porteføljen er å stille spørsmål til selskapene om deres strategiske valg, herunder beslutninger om kapitalallokering og kvaliteten på investeringsbeslutninger. Forhold som hvilke antagelser om den fremtidige karbonprisen selskaper legger til grunn i sine finansielle planer og selskapenes eventuelle syn på overgangsstrategier til en lav-utslippsøkonomi vil kunne inngå i slik dialog. Det er samtidig ikke naturlig at Norges Bank på detaljert nivå tar stilling til operasjonelle tilpasninger fra selskapenes side. Det vesentlige fra Norges Banks ståsted er å forstå bakgrunnen for avgjørende aktiviteter. Det setter oss i stand til å forvalte porteføljen på en god måte.

Nytt kriterium for utelukkelse og observasjon

Kriteriene for utelukkelse og observasjon fastsettes av Stortinget og er basert på en forståelse av overlappende etisk konsensus i den norske befolkning. Vi har merket oss at Ekspertgruppen skriver at utelukkelse er et lite egnet virkemiddel for å oppnå endret selskapsatferd i klimaspørsmål. Vi har videre merket oss at gruppen skriver at det å bruke utelukkelse for å fremme endret selskapsatferd vil innebære et nytt rasjonale for utelukkelsesmekanismen. Sist har vi merket oss at Ekspertgruppen anser at kull- og petroleumselskapenes energiproduksjon, energibruk eller CO₂-utslipp ikke i seg selv kan sies å være i strid med alminnelig aksepterte etiske normer og at gruppen derfor ikke vil anbefale utelukkelse på bakgrunn av fremstilling av spesifikke produkter.

Norges Bank deler Ekspertgruppens syn om at et eventuelt nytt atferdsbasert utelukkelseskriterium må forvaltes i tråd med den høye terskelen for utelukkelse som allerede er etablert for utelukkelse etter andre kriterier. Vi vil legge opp til å kunne dra nytte av vekselvirkninger mellom eierskap og utelukkelse ved innføringen av et eventuelt klimakriterium. Dersom et nytt kriterium blir innført, vil vi igangsette en prosess med Etikkrådet for å avklare hvordan dette arbeidet eventuelt kan innrettes.

Norges Bank vil tilføye at kunnskap vi opparbeider oss i arbeidet med ansvarlig forvaltning kan gi opphav til porteføljetilpasninger og salg av selskaper. Klimaforhold kan være en del av en bredere vurdering vi gjør av selskapers forretningsmodell og virksomhetenes bærekraft over tid. Som det fremgår av vår rapport om ansvarlig forvaltning i 2014 solgte vi oss i fjor ut av 22 selskaper med virksomhet innen kullutvinning, oljeutvinning fra oljesand, sementproduksjon og kraft fra kull på bakgrunn av slike vurderinger. Vi solgte oss i tillegg ut



av ytterligere 27 selskaper, blant annet som følge av andre miljørelaterte vurderinger. I 2012 og 2013 solgte vi oss ut av 66 selskaper, i hovedsak i palmeolje- og gruvesektoren, blant annet som følge av en vurdering om at selskapenes forretningsmodell var nært knyttet til tropisk avskoging.

Det er samtidig viktig å få frem at en beslutning om ikke å investere i et selskap er en aktiv beslutning og skjer innenfor rammene for aktiv forvaltning. Dersom en på et overordnet nivå anvendte et finansielt resonnement i utelukkelsen av hele sektorer ville dette stå i kontrast til det grunnleggende premisset for dagens investeringsstrategi for fondet: Markedene er i hovedsak velfungerende og spredning av investeringene på ulike sektorer gir opphav til et bedre langsiktig forholdstall mellom avkastning og risiko. Samtidig er finansiell risiko som følge av klimaendringer et område som kan ha potensial til å påvirke porteføljen systematisk. Vi vil derfor, som tidligere nevnt, fortsette å øke vår analyseinnsats på dette området.

Oppsummering

Ekspertgruppens rapport inneholder en bred gjennomgang av finansielle og etiske problemstillinger ved klimagassutslipp fra virksomheten til selskaper. Norges Bank anser at anbefalingene er i tråd med målet som er satt for forvaltningen og fondets rolle som finansiell investor. Vi har over tid utviklet vårt arbeid for å kunne integrere relevante forhold ved klimaendringene i forvaltningen av SPU. Vi vil fremover fortsette vårt arbeid med å integrere hensynet til klimaendringene i forvaltningen og vil videreutvikle våre analyser og prosesser på dette området.

Norges Bank sikter mot å være en ledende investor internasjonalt i arbeidet med ansvarlig forvaltning. Vi mener klimaforhold er relevante for forvaltningen på flere områder, herunder i arbeidet med standardsettere, eierskapsutøvelsen, risikooppfølgingen og ved porteføljetilpasninger. Bruk av fondet som et klimapolitisk verktøy utover hva som er forenlig med fondets rolle som finansiell investor, vil være svært uheldig for forvaltningen av fondet. Utvikling i en slik retning vil ikke være i tråd med det finansielle målet for forvaltningen. Det vil over tid gi en mindre tydelig investeringsstrategi og blant annet kunne redusere risikospredningen til fondet.

Det finnes en rekke internasjonale klimainitiativer rettet mot selskaper og investorer. Norges Bank støtter initiativer vi mener er særskilt relevante gitt vår virksomhet. Vi har videre allerede i en tid samlet informasjon om klimagassutslipp fra selskaper i porteføljen. Gjennom de miljørelaterte investeringsmandatene investerer Norges Bank i selskaper som er aktive blant annet i teknologier som kan medvirke til løsninger på klimautfordringene. Vi legger i 2015 opp til å ta initiativ til akademisk forskning om finansiell risiko som følge av klimaendringer.

Eierskapsutøvelse og interaksjon med selskaper i tråd med fondets finansielle målsetting kan være velegnede virkemidler for å adressere klimaforhold som er relevante for fondet. Arbeidet med forventningsdokumentene kan gi opphav til mer målrettet eieraktivitet eller



analyse. Fondets klare posisjon som en langsiktig investor kan bidra til å gi ekstra tyngde i eierskapsdialog om langsiktige problemstillinger som klimaendringer. Norges Bank ønsker å prioritere eierskapsaktiviteter der vi forventer størst positive effekter for porteføljen. En sentral del av vår interaksjon med selskapene i porteføljen er å stille spørsmål til selskapene om deres strategiske valg, herunder beslutninger om kapitalallokering og kvaliteten på investeringsbeslutninger.

Norges Bank deler Ekspertgruppens syn at et eventuelt nytt kriterium må forvaltes i tråd med den høye terskelen for utelukkelse som allerede er etablert for utelukkelse etter andre kriterier. Vi vil legge opp til å kunne dra nytte av vekselvirkninger mellom eierskap, utelukkelse og risikobaserte tilpasninger av porteføljen ved innføringen av et eventuelt klimakriterium. Dersom et slikt kriterium blir innført, vil vi igangsette en prosess med Etikkrådet for å avklare hvordan dette arbeidet eventuelt kan innrettes.

Med hilsen



Øystein Olsen



Yngve Slyngstad