



NORGES BANK

Finansdepartementet
Boks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 25.10.2021

Miljørelaterte mandater og rapportering i Statens pensjonsfond utland

Mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) stiller krav om at banken skal etablere miljørelaterte investeringsmandater. Markedsverdien av de miljørelaterte mandatene skal normalt være i intervallet 30 til 120 milliarder kroner. De miljørelaterte mandatene skal gjennomføres med samme krav til avkastning som fondets øvrige investeringer. Investeringene som foretas gjennom disse mandatene trekker på bankens ramme for relativ volatilitet. Finansdepartementet har fastsatt særskilte rapporteringskrav for de miljørelaterte mandatene.

Departementet ber i brev 10. juni banken beskrive utviklingen i markedet for miljørelaterte investeringer, vurdere bankens rapporteringskrav opp mot internasjonale rammeverk for rapportering av bærekraft, samt vurdere en utvidelse av rapporteringskravene og eventuelle forhold som taler mot dette. Bankens svar følger i dette brevet.

I dette brevet har vi valgt å fokusere på de miljørelaterte aksjemandatene. Ved utgangen av andre halvår utgjorde disse mer enn 85 prosent av de miljørelaterte mandatene. Den resterende andelen er investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi, som departementet i 2019 besluttet at skulle foretas innenfor de miljørelaterte mandatene. Banken skrev i brev 29. oktober 2018 at det på sikt kunne være aktuelt at en vesentlig del av rammen for de miljørelaterte mandatene ville brukes til investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi.

Markedet for miljørelaterte aksjeinvesteringer

Norges Bank har i tråd med mandatet for forvaltningen konsentrert de miljørelaterte aksjeinvesteringene til selskaper som driver med lavutslippsenergi og alternative drivstoffer, ren energi- og energieffektiviseringsteknologi og naturressursforvaltning. Disse tre hovedtypene miljøvirksomhet understøtter FNs bærekraftsmål for henholdsvis klima, ren energi og ressursforvaltning.



Hva som er et miljørelatert selskap er ikke entydig. Mulighetsområdet for slike investeringer består av både store konglomerater med en mindre andel miljørelatert virksomhet, og av mindre, rendyrkede miljøelskaper. Selskapene vil befinne seg i ulike sektorer med forskjellige karakteristika. Spesifikasjonen av hva som er et miljørelatert selskap må til en viss grad baseres på skjønn og er delegert til Norges Bank.

Selskapene som inngår i det miljørelaterte aksjeuniverset slik vi har definert det, må ha minst 20 prosent av virksomheten innenfor de tre typene av miljøvirksomhet nevnt ovenfor. De miljørelaterte mandatene skal, på linje med fondets øvrige investeringer, bidra til høyest mulig avkastning på lang sikt til akseptabel risiko¹. Grensen på 20 prosent er satt for å sikre at investeringsuniverset dekker mulighetsrommet for denne typen investeringer og er bredt nok for å sette sammen en portefølje som innfrir kravet til avkastning og risiko. Grensen er også den samme som brukes av fondets indeksleverandør². Det er videre bestemt at de miljørelaterte mandatene ikke kan investeres i olje- og gassprodusenter, kullselskaper og gruveselskaper³.

Spesifikasjonen av universet for miljørelaterte aksjeinvesteringer baseres på informasjon fra eksterne dataleverandører, selskapene og industrispesialister. Med utgangspunkt i denne informasjonen søker vi å fastslå i hvor stor grad selskapene driver med miljørelatert virksomhet og samtidig sikre at selskapene har begrensede aktiviteter med negativ miljø- og klimapåvirkning⁴.

Universet for de børsnoterte miljørelaterte aksjeinvesteringene slik vi har definert det, har økt fra rundt 400 til 5 000 milliarder dollar de siste ti årene. Til sammenligning har markedsverdien til FTSE Russells brede miljøindeks økt fra rundt 2 000 til 10 000 milliarder dollar over samme periode⁵. Forskjellen skyldes at FTSE Russell inkluderer flere markeder og har en noe bredere definisjon av miljørelatert virksomhet⁶. Alle selskapene i de miljørelaterte aksjemandatene og FTSE Russells miljøindeks inngår i fondets brede aksjeindeks.

En del av økningen i markedsverdi for miljørelaterte aksjeinvesteringer skyldes den brede kursoppgangen de siste ti årene. I tillegg har definisjonen av hva som er et

¹ Se departementets brev til Norges Bank 10. juni 2021.

² FTSE Russells brede miljøindeks, FTSE Environmental Opportunities Index (EO).

³ Følgende ICB sektorer er utelatt fra det miljørelaterte investeringsuniverset: 601010 (Oil, gas and coal), 551020 (Industrial metals and mining) og 551030 (Precious metals and mining). Oppstrøms olje- og gasselskaper (ICB sektor 60101010) er tatt ut av fondets investeringsunivers og referanseindeks.

⁴ Negativ miljømessig påvirkning har vi definert som utslipp av klimagasser, annen forurensning og negativ effekt på biologisk mangfold og naturressurser.

⁵ Selskapene som inngår i FTSE EO må ha minst 20 prosent av inntjeningen fra miljørelaterte aktiviteter.

⁶ Siden dette er aktive mandater, er det begrenset hvor mange selskaper vi kan fokusere på. For å oppnå ønsket eksponering har vi derfor fokusert universet til utviklede markeder hvor selskapene ofte er større.

miljørelatert selskap blitt utvidet. Nye tilskudd er for eksempel selskaper relatert til delingsøkonomien og selskaper som utvikler hjemmekontorløsninger. Videre er det flere selskaper som utvikler teknologi som bidrar til miljømessige løsninger enn for ti år siden. Vi observerer spesielt at konglomerater og selskaper innen kraft- og vannforsyning skifter fra mer tradisjonell virksomhet til nye miljørelaterte aktiviteter og tjenester. Miljørelatert virksomhet utgjør en stadig større andel av disse selskapenes inntjening og flere store selskaper blir derfor nå klassifisert som miljørelaterte enn tidligere. Fondet vil ofte være investert i disse selskapene fra før, siden de inngår i fondets brede aksjeindeks.

Det er også flere mindre, rendyrkede miljørelaterte selskaper enn for ti år siden. Markedsverdien til disse utgjør imidlertid en lavere andel av universet for miljørelaterte investeringer enn tidligere ettersom flere større selskaper nå klassifiseres som miljørelaterte. Endringen i sammensetningen av universet for miljørelaterte investeringer har bidratt til at risikoegenskapene har nærmet seg det brede aksjemarkedet.

Vi følger også utviklingen i markeder som ikke er definert som fokusområdet for de miljørelaterte aksjeinvesteringene tett. For eksempel har Kina satt seg mål om å bli verdensledende i utvikling av miljøvennlig teknologi, og vi ser en fremvekst av miljørelatert virksomhet på noen områder i Kina. Dersom denne utviklingen skjer i børsnoterte selskaper, vil fondet i stor grad være eksponert gjennom den brede aksjeindeksen. En stor del av fondets aksjeinvesteringer i Kina forvaltes aktivt gjennom strategiene for intern og ekstern verdipapirseleksjon. Ansatte på Norges Bank Investment Managements (NBIM) kontor i Shanghai er ansvarlig for den interne forvaltningen.

Det skjer også en utvikling i sektorer som er definert utenfor miljøuniverset, for eksempel i olje- og gasssektoren. Flere selskaper innenfor denne sektoren har en viktig rolle å spille i energiovergangen. En nyere studie finner for eksempel at olje- og gasselskapene i USA er blant de viktigste utviklerne av grønne patenter som kan bidra til å løse klimaproblemet⁷. Vi har særskilt oppmerksomhet mot utviklingen i denne sektoren gjennom aktive mandater i strategien for intern verdipapirseleksjon. Klima- og miljøhensyn må være en integrert del av forvaltningen av disse mandatene, siden utvikling av klimaregulering og ny teknologi vil være sentrale faktorer i vurderingen av selskapenes fremtidige inntjening.

Det er grunn til å anta at utviklingen beskrevet over vil fortsette. På sikt vil dette bety at en stor andel av selskapene i fondets brede aksjeindeks vil klassifiseres som miljørelaterte slik indeksleverandøren har definert dette i dag. Mange selskaper vil påvirkes av endringer i klimapolitikken og endringer i forbrukernes preferanser i

⁷ Se Cohen, Gurun og Nguyen (2020).

forbindelse med overgangen til et lavutslippssamfunn. Dette kan innebære at stadig flere selskaper endrer sin forretningsmodell.

Basert på utviklingen i markedet vurderer vi løpende om det kan være hensiktsmessig å endre vår definisjon av universet for miljømandatene ved for eksempel å øke terskelen til hvor stor andel av selskapenes inntjening som må være miljørelatert. Formålet med slike endringer vil være å sikre at investeringsuniverset for miljømandatene dekker mulighetsrommet for denne typen investeringer på en god måte. Slike vurderinger krever nærhet og kjennskap til markedet, og bør være delegert til Norges Bank som i dag. I henhold til kravet i mandatet rapporterer vi årlig om kriteriene som legges til grunn for avgrensningen av miljømandatenes aksjeunivers.

Fondet er eksponert for utviklingen i markedet for miljørelaterte aksjeinvesteringer både gjennom fondets brede aksjeindeks og de miljørelaterte mandatene. Gjennom miljømandatene pålegger departementet banken å investere mer i miljørelaterte selskaper enn det som følger av fondets referanseindeks. Ved utgangen av første halvår 2021 var 12,6 prosent av aksjeporteføljen investert i selskaper klassifisert som miljørelaterte, hvorav 11,5 prosent var investeringer gjennom fondets brede aksjeindeks og 1,1 prosent var investeringer gjennom de miljørelaterte aksjemandatene⁸.

Internasjonale rammeverk for rapportering om bærekraft

Det finnes mange frivillige standarder og rammeverk for bærekraftsrapportering. De ledende internasjonale rapporteringsstandardene og rammeverkene er GRI (Global Reporting Initiative), TCFD (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures), CDP (tidligere Carbon Disclosure Project) og Value Reporting Foundation⁹. De forskjellige standardene har ulikt formål, omfang, format og metode. Norges Bank støtter standarder og initiativer vi mener er særskilt relevant gitt vår virksomhet¹⁰

Mange ulike standarder gjør sammenligning på tvers av selskaper krevende. Siden bærekraftsrapportering fremdeles gjerne er prinsippbasert og frivillig, er det opp til selskapene å velge hvilket rammeverk som benyttes. I tillegg er flere av standardene utformet slik at selskapene i stor grad kan velge hva de vil rapportere på.

Tidligere Sustainability Accounting Standards Board, GRI, CDP og to andre standardsettere annonserte i 2020 en intensjon om å samarbeide for et mer helhetlig rammeverk for bærekraftsrapportering¹¹. I tillegg har IFRS (International Financial Reporting Standards) Foundation planer om å utvikle en global standard for

⁸ For å identifisere miljørelaterte selskaper i fondets brede aksjeindeks benytter vi FTSE EO.

⁹ Tidligere Sustainability Accounting Standards Board (SASB) og Integrated Reporting Council.

¹⁰ For mer informasjon om standarder og initiativer vi støtter se bankens brev 2. juli 2021 og årlige rapporter om ansvarlig forvaltning på www.nbim.no.

¹¹ De to andre standardsetterne er CDSB (Climate Disclosure Standards Board) og IIRC (International Integrated Reporting Council).

bærekraftrapportering. IFRS sitt arbeid er forventet å bygge på etablerte frivillige standarder¹². Likelydende krav og standarder vil sette oss i bedre stand til å vurdere i hvilken grad selskapene vi er investert i er bærekraftige. Standardisering og bedre rapportering fra selskapene vil også bidra til mer velfungerende markeder.

Rammeverkene og standardene nevnt over sier ikke noe om hvorvidt et selskap eller operasjonell virksomhet er bærekraftig, selv om informasjonen som rapporteres kan være relevant i slike vurderinger. EU utarbeider imidlertid et klassifiseringssystem (taksonomi) for å etablere en felles forståelse av hvilke økonomiske aktiviteter som kan regnes som bærekraftige i tråd med EUs langsiktige klima- og miljømål. For å kunne defineres som bærekraftig etter denne taksonomien, må en økonomisk aktivitet bidra vesentlig til å oppnå ett eller flere av seks definerte miljømål¹³. Det skal fastsettes vitenskapbaserte kriterier for hva som regnes som vesentlig bidrag. I tillegg skal aktiviteten ikke ha en betydelig negativ innvirkning på noen av de seks definerte miljømålene. Det er fellestrekk med taksonomien og hvordan vi har valgt å definere universet for miljørelaterte aksjeinvesteringer, både for aktivitetene som inngår og hvordan selskapene skal ha begrensede aktiviteter med negativ miljø- og klimapåvirkning.

Taksonomien ble lansert i 2020 og er en bærebjelke i EUs handlingsplan for bærekraftig finans. EUs handlingsplan stiller også krav om at tilbydere av investeringsprodukter som markedsføres som grønne eller bærekraftige må opplyse om hvor stor andel av de underliggende investeringene som er bærekraftig etter taksonomien¹⁴. Felleseuropeiske kriterier er ment å gjøre det lettere å sammenligne investeringsmuligheter på tvers av land og sektorer, og skal bidra til å redusere risikoen for såkalt grønnvasking hvor investeringer fremstilles som grønne uten å ha beviselige klima- eller miljøgevinster.

Fra 2022 må større selskaper i EU rapportere informasjon i tråd med de to første miljømålene i taksonomien – begrensning av klimaendring og klimatilpasning. Selskapene skal oppgi i hvilket omfang deres inntekter og investeringer er forenlige med taksonomien. Kriteriene for de fire øvrige klimamålene er ventet vedtatt første halvår 2022 og skal gjelde fra 2023. Det legges videre opp til at rapporteringskravene i henhold til taksonomien skal innarbeides i et nytt rapporteringsdirektiv for bærekraft¹⁵. Direktivet vil omfatte alle større selskaper i EU, men er på sikt ment å også gjelde for små og

¹² Det vil opprettes et Sustainability Standards Board innenfor organisasjonen med formål om å utvikle en felles standard.

¹³ Taksonomien definerer seks miljømål: begrensning av klimaendringer, klimatilpasning, bærekraftig bruk og vern av vann- og havressurser, omstilling til sirkulærøkonomi, forebygging og begrensning av forurensning og vern og gjenoppretting av biologisk mangfold og økosystemer.

¹⁴ I Finanstilsynets høringsnotat om gjennomføringen av EU-regelverket om bærekraftig finans heter det: «Offentliggjøringsforordningen, som er begrunnet i hensynet til investorbeskyttelse, vil ikke være relevant for Statens pensjonsfond».

¹⁵ Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD).

mellomstore børsnoterte selskap. Første utkast til direktivet forventes i midten av 2022, og første regnskapsår for rapportering etter de nye standardene er ventet å være 2023.

Taksonomien er forventet å øke omfanget og kvaliteten på bærekraftdata. Det er samtidig viktig å være klar over at selv om kravene i taksonomien er ganske spesifikke er de ikke fullt ut dekkende¹⁶. Investeringer kan betegnes som bærekraftige selv om de ikke dekkes av taksonomien slik den står i dag. Dette kan for eksempel gjelde for selskaper i omstilling som har lite taksonomiklassifisert aktivitet i dag, men som over tid vil bidra til EUs klima- og miljømål. EU anslår at bare én til fem prosent av økonomisk aktivitet og investeringsporteføljer er i tråd med taksonomien i dag¹⁷.

Taksonomien vil ikke gjelde for selskaper globalt, men det foregår en lignende utvikling i markeder utenfor EU. I USA har SEC (Securities and Exchange Commission) nylig gjennomført en offentlig høring om rapportering av klimainformasjon. I Asia er bærekraftrapportering ofte drevet av børsene, som har offentliggjort ulike rammeverk for rapportering av ESG-hensyn. Selskapene vi investerer i er underlagt ulike krav til rapportering avhengig av jurisdiksjonene de opererer i.

IFRS-initiativet kan over tid gi mer standardisert informasjon globalt. Initiativet gir imidlertid ikke retningslinjer for hva som regnes som bærekraftig virksomhet. Investorer vil derfor også fremover måtte fremskaffe egen informasjon om aktiviteten i selskapene det investeres i. Taksonomien kan gi nyttig veiledning, selv om den ikke nødvendigvis er direkte overførbart til næringer og selskaper utenfor EU.

Samlet sett er arbeidet med standardisering av bærekraftrapportering internasjonalt fremdeles i en tidlig fase. Selv om stadig flere selskaper rapporterer noe slik informasjon, er det ikke generelt tilgjengelig selskapsinformasjon. Den kommende taksonomien og rapporteringsdirektivet ventes imidlertid å endre dette.

Rapporteringskrav for de miljørelaterte investeringsmandatene

Mandatet for forvaltningen stiller i dag omfattende krav til offentlig rapportering om Norges Banks forvaltning av fondet. Det er stilt særskilte krav til årlig redegjørelse om de miljørelaterte investeringsmandatene. Redegjørelsen skal omfatte omfang, strategi, aktivatype og kriteriene som ligger til grunn for avgrensningen av mandatenes investeringsunivers. Banken skal også rapportere på resultatene oppnådd i forvaltningen sammenlignet med flere alternativer, herunder relevante miljøindekser og de aktiva banken har solgt for å finansiere investeringene.

Departementet ber i brev 10. juni banken redegjøre for hvordan rapporteringskravene for miljømandatene kan utvides til å omfatte klima- og miljøeffekter av virksomheten i

¹⁶ Se brev fra Norges Bank 6. januar 2021: Høring – Forslag til ny lov om opplysninger om bærekraft.

¹⁷ For mer informasjon se «Frequently asked questions: What is the EU taxonomy and how will it work in practice?».

selskaper og prosjekter som inngår i mandatene, samt mandatenes samlede eksponering mot miljørelaterte aktiviteter. Departementet skriver at utgangspunktet for disse vurderingene er at SPU, inkludert miljømandatene, har et klart finansielt mål. Det er Norges Banks vurdering at den særskilte rapporteringen bør være i overenstemmelse med dette målet.

Informasjonen som er nødvendig for å foreta vurderinger av klima- og miljøeffekter er krevende å innhente og foreligger foreløpig kun i begrenset grad. Rapporteringen vil derfor i beste fall være upresis. Det er krevende for enkeltvirksomheter å kartlegge klima- og miljøeffekter av sine aktiviteter, og det er per i dag ikke mulig å på en konsistent og systematisk måte rapportere om klima- og miljøeffekter på porteføljenivå.

Når det er høstet erfaring med taksonomien og rapporteringsdirektivet kan det vurderes om det er hensiktsmessig at taksonomiinformasjon og eksponering mot miljørelatert aktivitet bør inngå i fondets rapportering. Dette bør i så fall gjelde for alle investeringer der det er relevant, og ikke bare de miljørelaterte investeringene. Ekspertgruppen som har sett på betydningen av finansiell klimarisiko for en investor som SPU kommer til tilsvarende konklusjon¹⁸. Vi følger utviklingen i taksonomien og rapporteringsdirektivet tett og har ved flere anledninger gitt våre innspill for å bidra til å bedre standarder og markedspraksis¹⁹.

Ekspertgruppen omtaler også de miljørelaterte mandatene. Deres vurdering er at et særskilt fokus på utvalgte temaer som miljø i forvaltningen kan ha en læringseffekt for forvaltningsorganisasjonen som gir positive effekter på fondets avkastning og risiko over tid. Ekspertgruppen mener samtidig det kan skape uklare ansvarsforhold at eier legger føringer i mandatet på hvordan forvalter skal avvike fra referanseindeksen. Det fremstår, ifølge ekspertgruppen, også litt uklart hvilken effekt dagens regulering av miljømandatene har, siden selskapene som ligger i miljømandatene også ligger i den øvrige aksjeforvaltningen.

Ekspertgruppen anbefaler at departementet vurderer en annen løsning for å regulere miljømandatene og bedre synliggjøre miljø- og bærekraftrelaterte investeringer i hele fondet. Det pekes på at dersom det etableres et mer ambisiøst opplegg for klimarisikohåndtering og -rapportering for hele fondet kan det være naturlig å vurdere om det fortsatt er behov for avgrensede miljømandater.

I brev til Norges Bank 13. september 2021 skriver departementet at de i fondsmeldingen 2022 vil vurdere hvordan ekspertgruppens anbefalinger skal følges opp. Norges Bank er i tillegg bedt om å gi sine vurderinger av ekspertgruppens anbefalinger. Ekspertgruppen foreslår blant annet egne bestemmelser om måling, styring og rapportering av klimarisiko

¹⁸ Se også rapporten fra ekspertgruppen oppnevnt av Finansdepartementet om «Klimarisiko og Oljefondet» fra 20. august 2021.


¹⁹ Se høringsuttalelse 8. mars 2019, 9. juli 2020 og 31. august 2021 på www.nbim.no.



og utvikling av standarder for dette. Norges Bank vil sende sine vurderinger til departementet innen fristen 20. desember 2021.

Det er Norges Banks vurdering at det ikke er hensiktsmessig å utvide de særskilte rapporteringskravene for miljømandatene nå. Dette spørsmålet bør sees i sammenheng med departementets vurdering av hvordan ekspertgruppens anbefalinger skal følges opp, at standarder for bærekraftrapportering fremdeles er i en tidlig fase og mandatenes finansielle formål.

Med hilsen



Øystein Olsen



Nicolai Tangen