



NORGES BANK

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 25.10.2018

Statens pensjonsfond utland – retningslinjer for observasjon og utelukkelse

Vi viser til brev fra Finansdepartementet 28. juni 2018 om oppfølging av meldingen om Statens pensjonsfond 2018, Meld. St. 13 (2017-2018). I brevet viser departementet til Stortingets behandling av meldingen og finanskomiteens innstilling Innst. 270 S (2017-2018), og anmodningsvedtak om kullkriteriet i retningslinjene for observasjon og utelukkelse: «Stortinget ber regjeringen legge frem en vurdering i neste års stortingsmelding om Statens pensjonsfond utland av om dagens kriterier for uttrekk av kullselskaper fra SPU er tilstrekkelige med tanke på å ekskludere selskaper med en betydelig kullrelatert virksomhet.» Videre viser departementet til Stortingets anmodningsvedtak om pengespillselskaper i fondet: «Stortinget ber regjeringen utrede grunnlaget for å trekke Statens pensjonsfond utland (SPU) ut av pengespillselskaper med sikte på en vurdering i forbindelse med den årlige forvaltningsmeldingen om fondet», jf. familie- og kulturkomiteens Innst. 242 S (2017-2018).

Departementet ber Norges Bank beskrive sitt arbeid med å vurdere observasjon og utelukkelse av selskaper under kullkriteriet. Videre bes banken beskrive omfanget av kullrelatert virksomhet blant selskaper som er utelukket eller satt til observasjon under kriteriet, og blant de øvrige selskapene i fondet så langt det lar seg gjøre. Sist bes banken gjøre rede for omfanget av «pengespillselskaper» i fondets referanseindeks og beskrive selskapenes virksomhet, herunder forskjeller mellom selskapene.

Kullkriteriet i retningslinjene for observasjon og utelukkelse

Etableringen av det produktbaserte kullkriteriet fulgte av finanskomiteens merknader i Innst. 290 S (2014-2015) og behandlingen av Nasjonalbudsjettet 2016, der Stortinget sluttet seg til



departementets forslag til hvordan kriteriet kunne operasjonaliseres. Finansdepartementet fastsatte kullkriteriet med virkning fra 1. februar 2016.

Kriteriet sier at gruveselskaper og kraftprodusenter som selv eller konsolidert med enheter de kontrollerer får 30 prosent eller mer av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer 30 prosent eller mer av sin virksomhet på termisk kull, kan utelukkes fra fondet. I vurderingen skal det i tillegg til selskapets nåværende inntekts- eller virksomhetsandel fra termisk kull legges vekt på fremoverskuende vurderinger, herunder eventuelle planer som vil redusere inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til termisk kull og/eller øke inntekts- eller virksomhetsandelen knyttet til fornybare energikilder.

Retningslinjene sier at «Observasjon kan besluttes der det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, om utviklingen fremover i tid eller der det av andre årsaker finnes hensiktsmessig.» Observasjon er relevant for selskaper som vurderes å være over de aktuelle tersklene, men hvor det er informasjon om uttalte planer, initiativer og andre materielle forhold som gjør det sannsynlig at selskapet vil komme under tersklene innen rimelig tid. Eksempler på planer, initiativer og andre forhold er:

- Planlagte eller nylig gjennomførte kjøp eller salg av selskaper og eiendeler
- Offentlig kommuniserte planer om å stenge ned, starte opp ny, eller endre produksjonskapasitet
- Tørke, ulykker, eller andre særskilte hendelser som kan ha påvirket sammensetningen av energikilder.

Arbeidet med kullkriteriet i Norges Bank

Etter fastsettelsen av kriteriet i 2016 etablerte Norges Bank en prosess for å identifisere selskaper omfattet av kriteriet og utarbeide tilrådinger om utelukkelse og observasjon for beslutning i bankens hovedstyre.

Første steg var å identifisere et univers av selskaper for videre datainnsamling og analyse. Vi tok utgangspunkt i de mest aktuelle sektorene i Industry Classification Benchmark (ICB) sektorklassifisering¹. I tillegg brukte vi andre informasjonskilder for å identifisere ytterligere relevante selskaper. Det aktuelle universet kunne da tas ned fra fondets om lag 9 000 selskaper til 417 selskaper. Av disse ble 216 selskaper identifisert for en mer grundig gjennomgang.

Etter en slik avgrensning av universet har vi innhentet informasjon om selskapene. Informasjon om selskapers gruvevirksomhet er ofte lettere tilgjengelig enn informasjon om kraftproduksjon. For gruveselskaper er ofte regnskapsinformasjon tilstrekkelig til å kunne vurdere andelen termisk kull av samlet utvinning.

For kraftproduksjon er det som regel nødvendig med mer analyse. Vi samler data fra en rekke kilder som dekker både salgsinntekter og mengden av kull som anvendes i kraftproduksjonen. Det er utfordrende å innhente god informasjon på tilstrekkelig detaljert

¹ ICB er sektorklassifiseringen som benyttes av indeksleverandøren FTSE.

nivå for operasjonaliseringen av kriteriet. Det finnes ikke enkeltkilder som dekker alle aktuelle selskaper, og informasjonen selskapene selv rapporterer er oftest ikke detaljert nok for analysen som kreves. Vi har derfor kontakt med flere leverandører. Selv om gjennomsnittsnivåer fra ulike datakilder er sammenlignbare, kan de enkelte datapunktene variere betydelig. Rapportering for ulike tidsperioder og ulike målenheter er en særskilt utfordring. Alle data vi benytter systematiseres og lagres. Datakildene våre omfatter leverandører av markedsdata, intern analyse og investeringsbanker. Informasjon og analyse fra våre eksterne forvaltere har også vært viktig for vurderingen av selskaper i fremvoksende markeder.

Vi kontakter også selskapene for mer informasjon. I enkelte tilfeller vil selskapene selv være eneste kilde til relevant informasjon både om dagens situasjon og eventuelle planer. For den fremoverskuende vurderingen vil opplysninger gitt av selskapene, for eksempel om planer for endring av sammensetningen av energikilder, eller utvikling av ny kapasitet innen fornybar energi, være særlig relevante.

Etter datainnsamling, analyse og kontakt med selskaper, utarbeider Norges Bank Investment Management tilrådinger, som behandles av hovedstyret. Per i dag er til sammen 71 selskaper utelukket basert på kriteriet, og 15 selskaper er satt til observasjon. I tråd med retningslinjene for observasjon og utelukkelse er grunnlaget for beslutningene offentliggjort. Norges Bank har offentliggjort beslutninger om utelukkelse og observasjon basert på det produktbaserte kullkriteriet på ulike tidspunkt i 2016, 2017 og 2018.

Gjennomføringen har krevd tid og ressurser, men har også bygget på eksisterende systemer og kompetanse. Nærhet til forvaltningen av investeringene har vært viktig i dette arbeidet. For eksempel har det vært viktig å få løpende informasjon om selskapshendelser. Kjøp og salg av eiendeler og datterselskaper kan i stor grad påvirke om et selskap omfattes av kriteriet eller ikke.

Om lag halvparten av alle beslutninger som er tatt om utelukkelse og observasjon i fondets historie gjelder det produktbaserte kullkriteriet. Kriteriets utforming, med vekt på terskler og fremoverskuende vurderinger, gir et omfattende arbeid med informasjonsinnhenting og analyse. I tillegg retter kriteriet seg mot bransjer med betydelig omfang av selskapshendelser, slik som kjøp og salg av anlegg og datterselskaper, noe som gjør det nødvendig med kontinuerlig overvåking av markedet, også etter at selskaper er analysert og beslutninger fattet. Videre må vi analysere eventuelle nye selskaper som kommer inn i markedet. Vi vil i den sammenheng også fremheve at en eventuell senkning av kriteriets terskler vil bety at utfordringene nevnt over vil bli større og transaksjonskostnadene høyere, ettersom et høyere antall selskaper vil gå ut og inn av investeringsuniverset.

Selskapskontakt

En erfaring i arbeidet med det produktbaserte kullkriteriet er at selskapskontakten har vært helt nødvendig for å få et godt beslutningsgrunnlag, jf. retningslinjenes generelle krav i §6 femte ledd, om å «*sørge for at saken er tilstrekkelig opplyst før beslutning om observasjon og utelukkelse, eller oppheving av slike beslutninger treffes*».

I brevet 28. juni viser departementet til Etikkrådets brev 12. februar 2018, hvor rådet foreslo «enkelte endringer i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU blant annet knyttet til behovet for høring av selskaper ved utelukkelse av produktkriteriene». Etikkrådet mente at for saker i henhold til produktkriteriene vil utkast til tilråding «regelmessig kunne utgjøre taushetsbelagt innsideinformasjon», og at «kravet om foreleggelse for selskapene derfor burde utgå for disse sakene».

I Stortingsmeldingen la departementet Etikkrådets vurdering til grunn, og 28. juni 2018 ble retningslinjene endret slik at kravet om å forelegge utkast til tilråding kun gjelder ved anvendelse av de atferdsbaserte kriteriene. Bestemmelsen i § 5 fjerde ledd lyder nå: «Et selskap som vurderes for observasjon eller utelukkelse, skal gis mulighet til å framlegge informasjon og synspunkter for Etikkrådet tidlig i prosessen. Rådet skal i denne sammenheng klargjøre overfor selskapet hvilke forhold som kan danne grunnlag for observasjon eller utelukkelse. Vurderer rådet å tilrå observasjon eller utelukkelse etter §3, skal utkast til tilråding forelegges selskapet for uttalelse, jf. § 7.»

Problemstillingen gjelder hvorvidt informasjon om ulike steg i prosessen for observasjon og utelukkelse kan anses å være egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart. Norges Banks vurdering er at eksistensen av et utkast til tilråding generelt ikke vil være egnet til slik kurspåvirkning. I den sammenheng vil vi også påpeke at produktkriteriene er offentlig tilgjengelige. Vi er avhengige av informasjonsinnhenting fra selskapene for gjennomføringen av kullkriteriet, og vil fortsette vår kontakt med selskapene som tidligere.

Grønne obligasjoner

I retningslinjene for observasjon og utelukkelse håndteres grønne obligasjoner særskilt. Retningslinjene sier at råd og beslutninger om utelukkelse av selskaper basert på kullkriteriet ikke skal omfatte et selskaps grønne obligasjoner der disse er anerkjent gjennom inkludering på angitte indekser for slike obligasjoner eller verifisert av anerkjent tredjepart.

Den tekniske gjennomføringen av dette unntaket har vist seg å være komplisert og utfordrende. I systemene til fondets indekxleverandør for obligasjoner identifiseres enkelt-selskapers instrumenter gjennom en såkalt *ticker*. Denne identifikasjonen omfatter alle obligasjonsutstedelsene i en selskapsstruktur. Indekssystemene er ikke satt opp til å håndtere inkludering eller ekskludering av enkeltobligasjoner utstedt fra samme selskap.

Vi har ved beslutninger om utelukkelse av selskaper under kullkriteriet sammenlignet listen med universet av grønne obligasjoner utgitt av BarCap MSCI Green bond index. Ingen overlapp var identifisert på beslutningstidspunktene. Imidlertid har det i tiden etter beslutningene blitt utstedt enkelte slike obligasjoner. Disse grønne obligasjonene er ikke utelukket fra våre forvalteres investeringsunivers, jf. formuleringen av kriteriet i retningslinjene. Men de er likevel ikke inkludert i referanseindeksen, på grunn av de tekniske utfordringene nevnt over. Det er et lite antall obligasjoner dette gjelder, slik at referanseindeksens rapporterte avkastning ikke så langt har skilt seg fra en referanseindeks der disse obligasjonene er inkludert.

Omfang av kullrelatert virksomhet

I brevet 28. juni ber departementet banken beskrive omfanget av kullrelatert virksomhet i og størrelse av selskaper som er utelukket eller satt til observasjon under dette kriteriet. Omfanget av kullrelatert virksomhet blant gruveselskaper og kraftprodusenter som er utelukket eller satt til observasjon kan beskrives ved å se på henholdsvis utvinning av termisk kull og produksjonskapasitet for kullkraft.

Vi anslår at utvinning av termisk kull blant selskaper som er utelukket eller satt til observasjon utgjorde om lag 1 400 millioner tonn i 2017. Videre anslår vi at kapasitet på kullkraft blant kraftselskaper som er utelukket eller satt til observasjon utgjør om lag 574 000 MW. Tallene for produksjonskapasitet er basert på siste tilgjengelige data fra World Electric Power Plants database, som er levert av dataleverandøren Platts Energy.

I brevet bes banken også, så langt det er mulig, å gjøre rede for omfanget av kullrelatert virksomhet i og størrelse av gruveselskaper og kraftprodusenter som selv eller konsolidert med enheter de kontrollerer får deler av inntektene fra eller baserer deler av virksomheten på termisk kull, men som ikke er utelukket eller satt til observasjon under kullkriteriet. Videre bes det om informasjon om antallet selskaper dette gjelder, samt selskapenes eventuelle planer for endring av inntekts- og/eller virksomhetsandelen fra termisk kull.

Kullrelatert virksomhet finnes også blant selskaper i fondet som ikke er utelukket eller satt til observasjon. Det er vanskelig å beskrive eller anslå omfanget av slik virksomhet helt presist. En utfordring er at selskaper benytter ulike målemetoder for rapportering, og vi vil ikke kunne sammenligne de aktuelle størrelsene uten en grundig analyse av hvert enkelt selskap. Merk også at når vi ser på selskaper som får mindre enn 30 prosent av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer mindre enn 30 prosent av sin virksomhet på termisk kull, vil dette kunne gjelde et stort antall selskaper innenfor en rekke ulike sektorer. Disse selskapene kan ha en svært liten andel kullbasert virksomhet. Blant disse selskapene finnes for eksempel en av fondets største selskapsinvesteringer innenfor konsumvaresektoren.

Det kan likevel gjøres anslag på kraftproduksjon ved å sammenligne selskapene som ikke er utelukket eller satt til observasjon med data i World Electric Power Plants database. Det kan da anslås at om lag 206 000 MW produksjonskapasitet av kullkraft ikke er utelukket eller satt til observasjon. Basert på disse tallene kan det anslås at selskaper som står for 74 prosent av samlet kullkraftkapasitet er utelukket fra fondet eller satt til observasjon.

Videre kan det gjøres anslag på utvinningen av termisk kull blant fondets selskaper som ikke er utelukket eller satt til observasjon. Vi har da ingen sentralisert database tilgjengelig, men har sett på selskapsrapportering for 39 selskaper vi har identifisert som har kullutvinning i sin virksomhet. Selskaper i fondet, som ikke er utelukket eller satt til observasjon, produserte anslagsvis 430 millioner tonn termisk kull i 2017. Basert på disse tallene kan det anslås at selskaper som står for 77 prosent av samlet utvinning av termisk kull er utelukket fra fondet eller satt til observasjon.

Pengespillselskaper

Departementet ber Norges Bank gjøre rede for omfanget av «pengespillselskaper» i fondets referanseindeks og beskrive selskapenes virksomhet, herunder forskjeller mellom selskapene. Dette reiser spørsmål blant annet knyttet til definisjoner og avgrensning. For aksjeinvesteringene, har Industry Classification Benchmark (ICB) definert sektoren «gambling» som «Tilbydere av spill- og kasinofasiliteter, inkludert nettkasino, veddeløpsbaner og produsenter av pachinkomaskiner og kasino- og lotteriutstyr.» Selskaper som har den største delen av sine inntekter fra slike virksomheter, vil bli tilordnet denne sektoren.

For investeringer i selskapsobligasjoner, har vi sett på industriklassifiseringen fra indeksleverandøren Bloomberg Barclays². Her finnes sektoren «gaming», uten at denne er nærmere definert. Vi har imidlertid fått bekreftet fra indeksleverandøren at sektoren omfatter selskaper som driver innenfor pengespill og casino. Selskaper som har den største delen av sine inntekter fra slike virksomheter, vil bli tilordnet denne sektoren.

Fondets referanseindeks omfattet aksjer i 56 selskaper til en markedsverdi av 24 milliarder kroner under ICBs sektor «gambling» per 30. juni 2018. Fondets referanseindeks hadde dessuten obligasjoner i ett selskap til en markedsverdi av 46 millioner kroner under Bloomberg Barclays sektor «gaming» per 30. juni 2018.

I tillegg til selskapene i referanseindeksen hadde fondet i sin portefølje aksjer i 13 selskaper med en markedsverdi av 749 millioner kroner under ICBs sektor «gambling» per 30. juni 2018. I tillegg til selskaper i referanseindeksen hadde fondet i sin portefølje også obligasjoner fra ett selskap til en markedsverdi av 384 millioner kroner under Bloomberg Barclays sektor «gaming» per 30. juni 2018.

Det vil trolig dessuten finnes selskaper i referanseindeksen og fondets portefølje som har en mindre andel av sine inntekter fra spillvirksomhet, slik dette er definert av ICB eller Barclays, og som derfor tilordnes en annen sektor. Det er grunn til å anta at noen selskaper i ICB-sektorene leker, fritidstjenester (herunder cruiseskip), finansiell administrasjon, elektriske komponenter og utstyr, og hoteller har mindre andeler av sin inntekt fra spillvirksomhet.

Fondets indeksleverandører har ikke ytterligere beskrevet selskapene som omfattes av sektoren «gambling» eller «gaming», eller gjort rede for forskjeller mellom dem. Av listen med selskaper som er omfattet av sektoren kan vi likevel se at det er stor variasjon. Enkelte selskaper er operatører av fysiske spill, andre driver mer nettbaserte spill. Andre igjen er underleverandører, som leverer utstyr, tjenester eller programvare til sektoren.

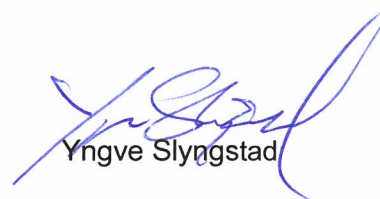
² Bloomberg Barclays Global Sector Classification Scheme (BCLASS)



Vi merker oss for øvrig at disse indeksleverandørenes klassifisering av spill-selskaper ikke forholder seg til selskapenes formål eller kundegrunnlag. ICBs klassifisering omfatter også selskaper som er leverandører blant annet til statlige spill-selskaper og lotterier i Europa.

Med hilsen


Øystein Olsen


Yngve Slyngstad

Vedlegg:

Oversikt over selskaper innen ICB-sektoren «Gambling» i referanseindeksen per 30. juni 2018

Oversikt over selskaper i referanseindeksen innenfor sektoren "Gambling"

30. juni 2018. Norske kroner

Selskapsnavn	Land	Verdi i referanseindeksen
888 Holdings PLC	United Kingdom	183 028 898
Ainsworth Game Technology Ltd	Australia	13 602 363
Aristocrat Leisure Ltd	Australia	1 730 386 642
Berjaya Sports Toto Bhd	Malaysia	58 706 992
Betsson AB	Sweden	145 506 004
Bloomberry Resorts Corp	Philippines	74 586 663
Boyd Gaming Corp	United States	224 050 352
Caesars Entertainment Corp	United States	501 882 919
China LotSynergy Holdings Ltd	Hong Kong	14 955 566
Churchill Downs Inc	United States	274 082 757
Codere SA/Spain	Spain	99 632 540
Crown Resorts Ltd	Australia	420 298 280
Daikoku Denki Co Ltd	Japan	13 611 522
Dynam Japan Holdings Co Ltd	Hong Kong	42 341 513
Eldorado Resorts Inc	United States	202 083 411
Evolution Gaming Group AB	Sweden	302 909 380
Fields Corp	Japan	14 148 471
Galaxy Entertainment Group Ltd	Hong Kong	1 961 311 527
Genting Malaysia Bhd	Malaysia	401 608 302
Genting Singapore Ltd	Singapore	614 133 019
Grand Korea Leisure Co Ltd	South Korea	51 534 777
Great Canadian Gaming Corp	Canada	161 963 351
GVC Holdings PLC	United Kingdom	1 509 281 003
Heiwa Corp	Japan	149 860 301
International Game Technology PLC	United States	180 822 573
Kangwon Land Inc	South Korea	294 920 505
Las Vegas Sands Corp	United States	2 155 826 885
Macau Legend Development Ltd	Hong Kong	29 399 206
Mars Engineering Corp	Japan	24 971 192
Melco International Development Ltd	Hong Kong	289 526 719
Melco Resorts And Entertainment Philippines Corp	Philippines	20 337 395
MGM China Holdings Ltd	Hong Kong	203 927 609
MGM Resorts International	United States	1 191 222 923
NagaCorp Ltd	Hong Kong	162 310 132
NetEnt AB	Sweden	193 244 996
OPAP SA	Greece	285 940 342
Paddy Power Betfair PLC	United Kingdom	1 800 209 571
Paradise Co Ltd	South Korea	86 877 105
Penn National Gaming Inc	United States	225 617 879
Pinnacle Entertainment Inc	United States	138 273 287
Playtech Plc	United Kingdom	577 462 652
Rank Group PLC	United Kingdom	85 395 407
Red Rock Resorts Inc	United States	182 799 765
Sands China Ltd	Hong Kong	1 522 294 466
Sankyo Co Ltd	Japan	237 809 144
Scientific Games Corp	United States	212 041 776
SJM Holdings Ltd	Hong Kong	275 331 448
SKYCITY Entertainment Group Ltd	New Zealand	220 089 373
Star Entertainment Grp Ltd/The	Australia	357 341 220
Stars Group Inc/The	Canada	422 847 976
Sun International Ltd/South Africa	South Africa	64 796 578
Tabcorp Holdings Ltd	Australia	737 433 106
Tsogo Sun Holdings Ltd	South Africa	95 928 835
William Hill PLC	United Kingdom	680 199 965
Wynn Macau Ltd	Hong Kong	556 419 360
Wynn Resorts Ltd	United States	1 359 445 469