



NORGES BANK

Finansdepartementet  
Boks 8008 Dep.  
0030 Oslo

Dato: 31.08.2015  
Deres ref.:  
Vår ref.:

## Statens pensjonsfond utland

Vi viser til Finansdepartementets brev 25. juni 2015 om Statens pensjonsfond utland (SPU) og investeringer og virkemiddelbruk i kullselskaper mv. Departementets brev følger blant annet opp omtale i Innst. 290S (2014-2015); finanskomiteens innstilling til Meld. St. 21 (2014-2015) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014.

I brevet viser Finansdepartementet til at formålet med de etisk motiverte kriteriene for utelukkelse fortsatt skal være å redusere risikoen for at fondet er investert i selskaper som medvirker til eller selv er ansvarlig for grove normbrudd. Det vises videre til at et nytt produktkriterium for kullbasert virksomhet vil komme i tillegg til det nye, atferdsbaserte klimakriteriet, som ikke vil være begrenset til særskilte sektorer eller type klimagass. Norges Bank har merket seg at atferdskriteriet skal ses i sammenheng med det nye produktkriteriet. I brevet bes Norges Bank om råd og vurderinger knyttet til det nye produktkriteriet for kullbasert virksomhet.

Norges Bank har merket seg at banken skal gjøre en særskilt risikogjennomgang av selskaper i porteføljen «*der aktiviteter som utvinning av kull, kraftproduksjon basert på kull eller kullbasert energiforedling utgjør en vesentlig del av virksomheten*». Norges Bank har igangsatt et slikt arbeid og vil komme tilbake til denne analysen.

### Bakgrunn

I innstillingen skriver finanskomiteen at det er etiske aspekter tilknyttet virksomheten til en del kullselskaper innen både gruvedrift og kraftproduksjon. Komiteen mener på denne bakgrunn at det er hensiktsmessig med et eget produktbasert kriterium i retningslinjene for observasjon og utelukkelse knyttet til slike selskaper. I innstillingen skriver komiteen videre blant annet:

*«Kriteriet bør i utgangspunktet omfatte gruveselskaper og kraftprodusenter som har en vesentlig del av sin virksomhet knyttet til kull som brukes til energiformål. (...) Kullkraftselskaper og gruveselskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer baserer 30 pst eller mer av sin virksomhet på kull, og/eller får 30 pst eller mer av sine inntekter fra kull, bør i regelen omfattes av vesentlighetsbegrepet.»*

Retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper som er fastsatt av Finansdepartementet, skiller i dag mellom produkt- og atferdskriterier. I innstillingen skriver finanskomiteen følgende:

*«Det bør legges til rette for en kjede av virkemidler også for det nye produktbaserte kriteriet, noe som det ikke har vært lagt opp til for eksisterende produktrelaterte kriterier knyttet til våpen og tobakk. Det innebærer blant annet at det bør legges vekt på framoverskuende vurderinger knyttet til nytt produktbasert kriterium, blant annet selskapers planer som vil endre andelen av virksomheten knyttet til kull og andelen av virksomheten knyttet til fornybare energikilder.»*

Det legges her opp til et kriterium som skiller seg fra øvrige kriterier som i dag finnes i Retningslinjene. Produktkriteriene har hittil vært absolutte og ikke knyttet til produksjon som overstiger en andel eller en terskelverdi. Det nye kriteriet er videre beskrevet slik at en kan avvike fra de angitte terskelverdiene etter fremoverskuende vurdering. For atferdskriteriene er et sentralt element fremoverskuende vurderinger og vurderingen av om bruken av andre virkemidler er bedre egnet, mens slike vurderinger ikke er gjeldende for eksisterende produktkriterier. Vi vil i det følgende kommentere forhold departementet ber om innspill på i brev 25. juni 2015.

### **Begrepsbruk og operasjonalisering**

Departementet ber om Norges Banks syn på om begrepsbruken vurderes tilstrekkelig klar med hensyn til operasjonalisering av kriteriet. Banken mener at måten kriteriet er utformet på, reiser en rekke krevende problemstillinger blant annet knyttet til avgrensning og definisjoner. Norges Bank mener likevel begrepsbruken kan danne grunnlag for en operasjonalisering. For at kriteriet skal kunne forvaltes på en klar, forutsigbar og konsistent måte, bør ytterligere prinsipielle og operasjonelle avklaringer gjøres. Vi vurderer at formuleringene «*baserer (...) av sin virksomhet på kull*» og «*kull som brukes til energiformål*» krever ytterligere avgrensning og praktisk tolkning. Vi løfter i avsnittene som følger frem dilemmaer og kommenterer prioriteringer og avgrensinger som det er naturlig å vurdere i forkant av en operasjonalisering av kriteriet.

#### *Begrepsbruk*

I Innst. 290S (2014-2015) vises det til selskaper som baserer 30 prosent eller mer av sin virksomhet på kull til energiformål, og/eller får 30 prosent eller mer av sine inntekter fra slik virksomhet. Finanskomiteen viser til «*gruveselskaper*» og «*kraftprodusenter*». For operasjonalisering av kriteriet må det etableres en klarere forståelse av hva som ligger i disse begrepene. Banken forstår dette slik at det er selve produksjonen som omfattes, svarende til tilnærmingen under det gjeldende tobakskriteriet i retningslinjene for observasjon og utelukkelse av selskaper. Kjøp og salg av kull i seg selv, eller transport av

kull, vil dermed ikke omfattes. Likeledes vil for eksempel distribusjon og handel med kraft falle utenfor.

Kullkvaliteten som primært brukes til forbrenning i elektrisitetsproduksjon kalles termisk kull. Kull til stålproduksjon kalles metallurgisk kull. Norges Bank legger til grunn at i operasjonaliseringen vil «*kull som brukes til energiformål*» avgrenses til termisk kull. Videre legger vi til grunn at ordet «*inntekter*» kan spesifiseres som salgsinntekter eller omsetning.

### *Sektorer*

Vi har merket oss at det legges opp til en vurdering av andelen av én type virksomhet sett i forhold til den samlede virksomheten i hvert enkelt selskap. Slike vurderinger vil være enklere for rene gruveselskaper eller kraftprodusenter enn for selskaper sammensatt av flere virksomhetsområder. Et naturlig operasjonelt utgangspunkt for arbeidet vil være Industry Classification Benchmark (ICB) sektorklassifisering. For gruveselskaper inkluderer dette sektorene kullgruver, generell gruvedrift og ikke-jernholdige metaller. For kraftprodusenter inkluderer dette i hovedsak sektorene konvensjonell elektrisitet og «multi-utilities». Selskaper i sektoren «multi-utilities» har ofte også virksomhet innen kraftdistribusjon og drift av elektrisitetsnett, gass- og vannforsyning.

### *Terskler*

Finanskomiteen legger opp til to terskler for å identifisere om et selskaps kullvirksomhet er vesentlig nok til å omfattes av kriteriet. Komiteen peker på andel av inntekter fra kull som én terskel, og andel av virksomhet som baseres på kull som en annen terskel.

Norges Bank legger til grunn at inntektsterskelen innebærer en vurdering av gruve- eller kraftselskaper som får 30 prosent eller mer av sine inntekter fra utvinning av termisk kull, eller fra kraft produsert fra kull.

Den andre terskelen vil innebære en vurdering av hva et selskap baserer sin virksomhet på. Denne terskelen er mer relevant for vurdering av selskaper innen kraftproduksjon enn for gruveselskaper. Selskaper med for eksempel 30 prosent eller mer av inntektene sine fra kraftproduksjon kan identifiseres. For disse selskapene kan en deretter vurdere sammensetningen av kraftproduksjonens ulike energikilder. Dersom 30 prosent eller mer av den samlede kraftproduksjonen målt i energienheter baseres på kull, omfattes disse av kriteriet.

Utvelgelseskriteriene vi beskriver over kan medføre at hvordan et selskap velger å organisere sin virksomhet kan få vesentlig betydning for om selskapet omfattes av kriteriene eller ikke. For eksempel kan integrerte elektrisitetsselskaper med stor virksomhet innen distribusjon eller nettdrift ikke omfattes, selv om disse kan ha betydelig kullandel i sin kraftproduksjon isolert sett. Samtidig kan selskaper med lavere inntektsandel fra kullbasert kraftproduksjon enn 30 prosent omfattes av terskelen omtalt i foregående avsnitt, ned mot 9 prosent i eksempelet over.

Kriteriet er rettet mot kull. Det vil si at fornybar energi ikke vil kunne veie opp for kraftproduksjon fra kull i terskelvurderingene isolert sett. Kriteriet vil dermed kunne omfatte selskaper med for eksempel 30 prosent av inntekter fra kullkraftproduksjon og 70 prosent

inntekter fra fornybar energi. Banken har samtidig merket seg at komiteen har pekt på andelen fornybar energiproduksjon som relevant i den fremoverskuende vurderingen.

#### *Selskapsstruktur*

Departementet ber videre om Norges Banks syn på konsekvensene av formuleringen «gjennom enheter de kontrollerer». Kontrollerende selskaper i konsernstrukturer vil kunne omfattes. Inntekter konsolidert på konsernnivå basert på avlagt regnskap vil etter Norges Banks vurdering være utgangspunktet. Banken anser videre at det ikke er grunnlag for utelukkelse av datterselskaper som selv ikke har tilstrekkelig kullbasert virksomhet.

#### *Grønne obligasjoner*

Utelukkelsesbeslutninger gjelder i henhold til retningslinjene for både aksje- og renteinstrumenter i fondets portefølje. Norges Bank foreslår at såkalte «grønne obligasjoner» ikke omfattes, der disse er anerkjent gjennom inkludering på angitte indekser for slike obligasjoner eller verifisert av anerkjent tredjepart.

#### *Informasjonstilgang*

I praksis vil det trolig være utfordrende å innhente god informasjon om inntekter og produksjon på tilstrekkelig detaljert nivå for alle potensielt relevante selskaper. Rapportering av disse størrelsene varierer fra selskap til selskap og marked til marked. Det vil ofte være behov for ytterligere bearbeiding og kvalitetssikring av inntekts- og produksjonstall.

#### *Ordlyd i retningslinjene*

Departementet spør om det er hensiktsmessig med en annen formulering enn «skal ikke være investert i». Norges Bank foreslår at det nye kriteriet innføres i en egen paragraf som en «kan» -regel. Også andre paragrafer i retningslinjene bør da eventuelt vurderes.

#### **Observasjon som virkemiddel**

Departementet spør om det skal åpnes for observasjon som et mulig virkemiddel under kriteriet. Observasjon kan etter retningslinjene besluttes «der det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, om utviklingen framover i tid eller der det av andre årsaker finnes hensiktsmessig». Norges Bank anser at observasjon kan være et aktuelt virkemiddel under et nytt kullkriterium i situasjoner der selskaper har konkrete, tidsavgrensede planer som tilsier at virksomheten vil falle under aktuelle terskelnivåer. Hensiktsmessig tidshorisont for de fremoverskuende vurderingene vil kunne variere, og det kan være vanskelig å fastsette en generell regel for hvor lang en slik tidshorisont skal være. Observasjon kan også være relevant der det er usikkerhet om informasjonsgrunnlaget.

#### **Arbeidsdeling mellom Etikkrådet og Norges Bank**

Departementet spør om en mest mulig effektiv og hensiktsmessig arbeidsdeling mellom Etikkrådet og Norges Bank for dette produktkriteriet skiller seg fra den etablerte arbeidsdelingen under eksisterende kriterier. Departementet spør videre om informasjonsutveksling og koordinering mellom Etikkrådet og Norges Bank for det nye kriteriet, samt dialog med selskapene som vurderes opp mot kriteriet.

Det vil som en del av arbeidet med observasjon og utelukkelse etter det aktuelle kriteriet være nødvendig med god datatilgang, gode systemer og metoder for å håndtere data fra ulike kilder og detaljert kunnskap om sektorer og enkeltselskaper.

Norges Bank har over tid utviklet sin kapasitet innen fundamental selskapsanalyse. Etter vårt syn kan operasjonalisering av det nye kullkriteriet dra nytte av slik kapasitet. Dette er særskilt relevant ettersom det legges opp til fremoverskuende vurderinger av virksomhetens utvikling og strategiplaner, som i praksis ofte vil inkludere restrukturering av eiendeler, investeringer i fornybar energi, renseteknologi eller annen teknologisk utvikling.

På denne bakgrunn, og i lys av de betydelige krav kriteriet stiller blant annet til analyse, kan Norges Bank påta seg oppgaven med å operasjonalisere det nye produktkriteriet for kullbasert virksomhet. Hovedstyret vil i så fall be Norges Bank Investment Management identifisere selskaper, gjøre fremoverskuende vurderinger og utarbeide tilrådinger om observasjon og utelukkelse til vedtak i hovedstyret. Grunnlaget for vedtak vil i så fall offentliggjøres slik som for øvrige kriterier. Norges Bank Investment Management vil ha kontakt med selskaper om terskelverdier og fremoverskuende vurderinger. Etikkrådet kan samtidig på selvstendig grunnlag vurdere og tilrå utelukkelse av enkeltselskaper.

### **Økonomiske konsekvenser**

Finansdepartementet spør avslutningsvis om økonomiske konsekvenser. Med terskelverdiene ovenfor vil antall selskaper som kan bli omfattet av kriteriet være om lag 120 og samlet markedsverdi om lag 55 milliarder kroner. De direkte transaksjonskostnadene ved utelukkelse av et slikt antall selskaper er beregnet til om lag 400 millioner kroner. Med fondets størrelse vil slike transaksjoner i enkeltselskaper medføre store handler som delvis vil være forutsigbare for andre markedsaktører. Kostnaden er derfor vanskelig å anslå.

Det nye kriteriet vil i noen grad kunne endre fondets porteføljekarakteristika. Selskaper innen kraft- og vannforsyning vil ofte ha en mer stabil inntektsprofil enn selskaper i andre sektorer i fondet. Over tid vil utelukkelse av slike selskaper kunne gi porteføljen en annen avkastning og risiko enn dersom kriteriet ikke gjaldt.

Produksjons- og inntektsandeler vil svinge over tid. Et nærliggende eksempel er fallet i kullprisene de siste årene. Det vil være en risiko for at Norges Bank vil utelukke en del selskaper som på sikt ikke vil være omfattet av det nye kriteriet. Slike hensyn kan tilsi å legge opp til en viss margin til de tallfestede terskelnivåene omtalt over.

### **Avsluttende kommentarer**

Norges Bank har merket seg at finanskomiteen skriver at praktiseringen av kriteriet vil utvikles over tid, blant annet som følge av endringer i energiproduksjon eller teknologiske forhold. Over tid kan for eksempel økt bruk av karbonfangsteknologi gi grunnlag for særskilt vurdering av kraftproduksjon med slik teknologi.

Norges Bank antar i tillegg at operasjonaliseringen av kriteriet vil måtte foregå over en viss tid. Noen selskaper vil bli værende i porteføljen for ytterligere dialog og avklaring før eventuelt vedtak fattes. I praksis bør de fleste aktuelle selskapene være vurdert innen utgangen av 2016.



Banken legger til grunn at beslutninger om utelukkelse først vil offentliggjøres etter at nedslag har funnet sted. Som for de øvrige utelukkelseskriteriene vil kriteriet forvaltes løpende og porteføljen overvåkes tilsvarende. Det kan aldri gis en garanti for at det ikke er selskaper i porteføljen som kan sies å bryte med utelukkelseskriteriet. Norges Bank legger vekt på at også eksterne interessenter kan bidra med relevant informasjon for å fange opp selskaper som kan være aktuelle for observasjon eller utelukkelse.

Norges Bank har allerede solgt seg ut av en rekke selskaper med virksomhet innen kullgruver og/eller med kull som innsatsfaktor, basert på en finansiell helhetsvurdering. Flere av disse selskapene omfattes av det nye kullkriteriet. Banken foreslår at også disse selskapene, som er i fondets referanseindeks, formelt utelukkes fra fondet.

Med hilsen

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad