



Høringsuttalelse om energiaksjer i Statens pensjonsfond utland

Det vises til Finansdepartementets høringsbrev 28.9.2018 vedrørende NOU 2018:12 Energiaksjer i Statens pensjonsfond utland.

Bakgrunnen for saken er Norges Banks råd¹ om utelukkelse av olje- og gasselskaper fra Statens pensjonsfond utlands (SPU) referanseindeks. Den NOU som nå er på høring gjelder spørsmålet om energiaksjer i sin helhet skal tas ut av referanseindeksen. Finans Norge har ikke tatt stilling til det opprinnelige forslaget fra Norges Bank, og denne uttalelsen gjelder spørsmålet som har blitt behandlet i NOU 2018:12.

1. Finans Norges hovedsynspunkter til NOU 2018:12

- Finans Norge slutter seg til utvalgets konklusjon om at SPU fortsatt bør investeres i energiaksjer. Utelatelsen av energiaksjer gir etter vår vurdering ikke en tilstrekkelig risikoreduksjon i forhold til de negative effektene med tanke på prinsippene for fondets forvaltning generelt. Spesielt er det betenkelig at en utelukkelse også vil gjelde selskaper innen «renere» energi og fjerne SPUs mulighet for innflytelse i energiselskapenes håndtering av klimarisiko.
- Finans Norge deler utvalgets syn om at en utvidelse av formuesperspektivet for SPU til hele nasjonalformuen i prinsippet vil bidra til et bedre forhold mellom avkastning og risiko totalt sett, men deler også utvalgets vurdering av at en utvidelse i praksis vil være utfordrende.
- Finans Norges deler utvalgets vurdering av at den norske statens evne til å bære oljeprisrisiko er høy, gitt fondsoppbyggingen og handlingsregelen for bruk av midler

¹ https://static.norges-bank.no/contentassets/d54823a3a2344ba595a43f79513143e2/20171114_brev.pdf?v=11/16/2017164045&ft=.pdf

fra fondet. Risikoen knyttet til oljeprisutviklingen må anses å være avtagende på sikt både som følge av avtagende petroleumsressurser og en forventet økende andel fornybar energi i referanseindeksen for energiaksjer.

- Dersom konklusjonen blir at energiaksjer skal tas ut av referanseporteføljen, deler Finans Norges ikke utvalgets anbefaling om å fjerne energiaksjer også fra fondets investeringsunivers. Her deler vi Norges Banks vurdering, særlig med tanke på at SPU fortsatt skal ha anledning til å investere i selskaper innenfor fornybar energi.

2. Kriterier for et utvidet formuesperspektiv

Utvalget viser til at det i prinsippet er ønskelig med en utvidelse av formuesperspektivet for SPU til hele nasjonalformuen. Dette begrunnes med en potensiell forbedring av forholdet mellom avkastning og risiko i den samlede nasjonalformuen. Motargumentene knytter seg til tre forhold: identifisering av sammenhenger mellom nasjonalformuen og SPUs investeringer, kompleksiteten som oppstår med tanke på SPUs investeringsstrategi og risikoen for uklare ansvarsforhold.

Finans Norge deler utvalgets bekymring for kompleksiteten som oppstår ved å ta hensyn til hele nasjonalformuen. Utvalgets anbefaling om å kun åpne for tilpasninger i SPU ved oppfyllelse av et gitt sett med kriterier fremstår derfor som fornuftig. For øvrig bør det settes en høy terskel for slike vurderinger og tilpasninger i SPU, særlig i lys av vanskelighetene med å identifisere relevante og robuste sammenhenger over tid.

3. Konsekvenser ved å utelate energiaksjer fra SPU

En utvidelse av formuesperspektivet for SPU til hele nasjonalformuen medfører en bredere vurdering av konsekvensene av et varig oljeprisfall. Utvalget analyserer tre effekter av et slikt utfall for å illustrere sårbarheten til norsk økonomi. Effekten på offentlige finanser av et varig fall i verdien av petroleumsressurser trekkes frem som en negativ konsekvens som potensielt kan motvirkes ved at fondet ikke lenger er investert i energiaksjer.

Utvalget har beregnet konsekvensen av et varig oljeprisfall for henholdsvis SPUs portefølje av energiaksjer og Norges petroleumsressurser. I et slikt scenario vil nåverdien av statens fremtidige oljeinntekter falle med om lag 1 750 mrd. kroner, mens verdien av energiaksjene vil reduseres med om lag 13 mrd. kroner. På tross av at beregningen bygger på flere forutsetninger og således er forbundet med usikkerhet, deler Finans Norge utvalgets konklusjon om at salg av energiaksjene i SPU ikke vil være en effektiv forsikring mot vedvarende lavere oljeinntekter. Slik vi ser det vil gevinsten ved å utelate energiaksjer fra SPU i liten grad veie opp for den negative konsekvensen ved et varig oljeprisfall.

Ettersom gevinsten i nevnte scenario er positiv, kan det argumenteres for at utelatelsen av energiaksjer vil være et fornuftig tiltak. Dette understøttes av at konsentrasjonsrisikoen for Norges nasjonalformue som helhet vil reduseres i en slik situasjon. Det må bemerkes at energiselskapene har et bredere grunnlag enn olje og gass, og det forventes at energiselskapene i økende grad vil basere seg på fornybar energi i tiden som kommer. Denne utviklingen vil ha som konsekvens at SPUs eksponering mot olje og gass vil avta over tid. Det anses ikke som formålstjenlig at SPU baserer seg på en referanseindeks kun bestående av fornybar energi ettersom flere integrerte olje- og gasselskaper i dag har en utstrakt virksomhet på dette området og at det tar tid før dette slår ut i energisektorens bransjefordeling mellom fornybar og ikke-fornybar energi. For øvrig kan det tillegges at SPU potensielt vil kunne ha betydelig innflytelse på energiselskapene med tanke på hensynet til klimarisiko og en vridning mot fornybar energi på sikt. Som utvalget viser til i rapporten har SPU allerede etablert et omfattende opplegg knyttet til forståelsen av klimarisiko og det er viktig at dette videreføres og videreutvikles.

4. Referanseindeks og investeringsunivers

Norges Bank har i oppfølgingsbrev² til Finansdepartementet 26.4.2018 ikke foreslått en tilpasning utover i fondets referanseindeks. Utvalget har på sin side konkludert med at dersom eier av fondet har kommet til at enkelte verdipapirer anses å ha en risiko som eier ikke bør påta seg, så bør heller ikke forvalter gis adgang til å investere i disse verdipapirene gjennom avvik fra referanseindeksen.

Finans Norge slutter seg på dette området til Norges Banks vurderinger, både vedrørende muligheten til å skille ekskluderingen av energiaksjer fra etisk motiverte produkt eksklusjoner og det faktum at klassifiseringen indeksleverandørene gjør er basert på en viss grad av skjønn og ikke nødvendigvis fanger opp bredden i selskapenes virksomhet. Norges Bank bruker her som et godt eksempel at et integrert olje- og gasselskap kan ha betydelig større virksomhet innenfor fornybar energi enn et rendyrket fornybart energiselskap av mindre størrelse.

Vi erkjenner at en manglende justering av SPUs investeringsunivers vil kunne skape utfordringer knyttet til gjennomslagskraften ved beslutningen om å utelate energiaksjer samt potensielle målkonflikter knyttet til fondets avkastning. Likevel er vår oppfatning at det er hensiktsmessig å ikke justere SPUs investeringsunivers tilsvarende i en slik situasjon. Ved at investeringsuniverset beholdes som i dag vil Norges Bank ha anledning til å investere i energiselskaper som ikke øker oljeprisrisikoen for Norges nasjonalformue nevneverdig.

² <https://www.nbim.no/no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2018/energiaksjer-i-statens-pensjonsfond-utland/>

I tillegg vil det medføre at man unngår at energiaksjer i sin helhet plasseres i samme gruppe som de selskapene som er ekskludert fra fondets investeringsunivers av etiske årsaker. Som nevnt anser vi det som fordelaktig at SPU utøver et aktivt eierskap med tanke på håndteringen av klimarisiko. I den sammenheng støtter vi utvalgets vurdering av at SPUs arbeid med klimarisiko kan forsterkes generelt for alle fondets investeringer, og på denne måten redusere oljeprisrisikoen i SPU. Dette gjelder uavhengig av om energisektoren vil bestå som en del av investeringsuniverset eller ikke.

5. Avsluttende merknader

Finans Norges støtter utvalgets anbefaling om at energiaksjer fortsatt bør være en del av SPUs investeringsportefølje. Etter vår vurdering vil utelatelsen av energiaksjer ikke gi en tilstrekkelig risikoreduksjon sett opp mot de negative konsekvensene for fondets forvaltning. Spesielt er det betenkelig at en utelukkelse også vil gjelde selskaper innen «renere» energi og fjerne SPUs mulighet for innflytelse i energiselskapenes håndtering av klimarisiko.

Med vennlig hilsen

Finans Norge

[Sign.]

Idar Kreutzer
Administrerende direktør

[Sign.]

Michael H. Cook
Senioranalytiker