



EN REFERANSEINDEKS FOR Å BEGRENSE OLJEFONDETS KLIMARISIKO

BAKGRUNN

I et brev til Finansdepartementet sommeren 2021, skrev NBIM at hvis SPU ble gitt et nettonullmål, så «bør dette i så fall gjenspeiles i sammensetningen av referanseindeksen».ⁱ Både NBIM og Schanke-utvalget, som leverte sin rapport om klimarisiko høsten 2021, samt WWF, var på denne tiden enige om at det ikke fantes klimajusterte referanseindekser tilpasset SPUs størrelse og særtrekk.

Siden har det imidlertid skjedd mye, både i forhold til utviklingen av klimajusterte referanseindekser, hva angår tilgjengelighet av nødvendig dataunderlag for å gjøre dem operative, og når det gjelder fortolkningen av pensjonskassenes oppgave og ansvar i forhold til å begrense klimarisiko.

Ifølge NBIM skal antall selskaper i porteføljen reduseres fra rundt 9000 selskaper til 6000 gjennom et gradvis nedslag av aksjer frem til sommeren 2025. Det finnes allerede validerte utslippsbaner for mer enn 4000 selskaperⁱⁱ, så det er bare et tidsspørsmål før en klimajustert referanseindeks tilpasset SPUs størrelse og særtrekk kan operasjonaliseres. Tidligere i år, presenterte den britiske lovkomiteen for finansmarkedet (FMLC) nye retningslinjer for tillitsmenn i pensjonskasser. I rapporten anmodes pensjonskassene om selv å ta forvalteransvaret med å redusere klimarisiko, og ikke overlate dette ansvaret til andre, som for eksempel reguleringsmyndigheter.

Stadig flere pensjonsfond foretar aktive investeringsvalg med sikte på å innrette porteføljen mot nettonull-utslipp av drivhusgasser. I Norge har Storebrand, KLP og DnB både gjort dette, mens porteføljer tilsvarende \$11.000 milliarderⁱⁱⁱ har forpliktet seg til det samme internasjonalt. Finansdepartementet og styret i Norges Bank har derimot ingen slike planer. Norske myndigheter fortsetter i praksis å delegere det strategiske ansvaret for å begrense tap som følge av den globale oppvarmingen til markedet. Vi skal i dette korte notatet forsøke å oppsummere hva som er galt med denne tilnærmingen, og hva som er alternativet.

MARKEDET GJØR IKKE JOBBEN

Tyske Potsdam Institute har beregnet tap som følge av den globale oppvarmingen til seks ganger kostnadene ved å begrense den.^{iv} Dette er tall som går til kjernen av hva SPU og andre pensjonsfond er opptatt av som universelle eiere på verdens børser: å sørge for best mulig risikohåndtering og best mulig langsiktig avkastningen på kapitalen.

Under presentasjonen av Schanke-rapporten høsten 2021, sa Norges Bank seg enig med den tidligere sjeføkonomen i Verdensbanken, Nicholas Stern, som kalte klimakrisen tidenes største markedssvikt.^v Når SPUs hovedstrategi likevel er at markedet skal løse klimakrisen, så er det i praksis å gjøre det samme som før, men forvente et annet resultat. Riktig nok uttrykker NBIM forventninger om netto null-mål gjennom dialog med og påvirkning av porteføljeselskaper, men så lenge NBIM investerer etter en referanseindeks som vekter selskapene utelukkende etter markedsverdi, så vil bedriftene naturlig nok tolke sitt oppdrag tilsvarende. De vet at enhver tilpasning mot nettonull som går på bekostning av kortsiktig inntjening og markedsverdi sannsynligvis vil føre til at NBIM investerer mindre. Det er de ikke tjent med.

Under presentasjonen av Schancke-rapporten hevdet både Schancke-utvalget og Norges Bank at det ikke er grunn til å tro at markedet *ikke* priser klimarisiko. Her har de støtte i deler av akademia, men holdningen går på tvers av oppfatningen som er rådende i det internasjonale sentralbankkollegiet *Network for Greening the Financial System (NGFS)*.^{vi}

Vi ønsker å rette Stortingets oppmerksomhet mot tre forhold som hver for seg burde være nok til å revurdere praksisen med å overlate primæransvaret for å håndtere klimarisikoen i Statens pensjonsfond utland til markedet:

1. Markedet tar ikke hensyn til selvforsterkende endringer i komplekse natursystemer, men forholder seg til lineære økonomiske risikomodeller (a la NBIMs egen klimarisikomodel). Det internasjonale Network for Greening the Financial System (NGFS), et nettverk av 87 sentralbanker og tilsynsmyndigheter der Norge er medlem, har konkludert med at «*there is a strong risk that climate-related financial risks are not fully reflected in asset valuations*».^{vii}
2. Når NBIM og markedet beregner klimarisiko, diskonteres mulige fremtidige konsekvenser av den globale oppvarmingen fra et fremtidig tidspunkt og tilbake til i dag. Jo lengre frem i tid konsekvensene av klimaendringene befinner seg, desto mer krymper de gjennom denne nåverdiberegningen. Sagt på en annen måte sørger den samme rentes rente-effekten som gjør at våre sparepenger vokser seg store over tid for at de fremtidige konsekvensene av klimaendringene blir marginalisert, målt i dagens penger.
3. Markedet er ikke selvregulerende. Dette ble tydelig under finanskrisen for 15 år siden, da kortsiktig orienterte banker satte kortsiktig orienterte pensjonsfonds aksjekapital i bankene over styr.^{viii} Når klimakrisen anses som den alvorligste markedssvikten gjennom alle tider, blir det rart å la markedet håndtere SPU's klimarisiko.

I sin klimarisikorapport fra februar 2024, anslår NBIM det maksimale tapet for porteføljen (Value At Risk) ved en 4-graders temperaturøkning til 12 % av fondet.^{ix} Analysen tar for seg mulige tap som følge av den globale oppvarmingen frem til 2080 og diskonterer dem tilbake til i dag. Resultatet er ikke signifikant verre enn beregnet maks-tap ved en 1,5-graders oppvarming, og ikke stort mer enn om fondet midt i et normalår skulle falt tilbake til der det begynte året. Dette er antagelig i seg selv et misvisende uttrykk for den reelle klimarisikoen for SPU, men det som kanskje er mer alvorlig er hvordan en slik tilnærming basert på VAR er i stand til å underslå klimarisiko slik den fremstår for fremtidige generasjoner.

I rapporten «The Sting is in the Tail»^x, konkluderer forsikringsmatematikerne hos britiske *Institute and Faculty of Actuaries (IFA)* med at den samme 4-graders oppvarmingen av planeten kan utradere 80% av verdens BNP. Her er det ingen diskonteringsrente som på magisk vis marginaliserer det som ifølge IFA kunne blitt slutten på vår sivilisasjon. Scenariet med fire graders oppvarming er heller ingen fjern hypotetisk situasjon, men en reell, 20% sannsynlighet, ifølge FNs klimapanel (IPCC).^{xi} IFA konkluderer med at et “business as usual” kan sammenlignes med å spille russisk rulett.

Den britiske lovkomiteen for finansmarkedet (Financial Market Law Committee, FMLC) har innsett at et «business as usual» ikke er bærekraftig. I sine nye guidelines for pensjonskasser^{xii} fra februar 2024, betegner FMLC bærekraft som en finansiell faktor og anmoder pensjonskassene om selv å *investere* kapitalen slik at klimarisiko er hensyntatt både på selskapsnivå, porteføljenivå, og i forhold til økonomiene pensjonskassen er eksponert mot. FMLC legger vekt på at pensjonsfondene ikke kan la være å ta klimarisiko i betraktning bare fordi det er et vanskelig spørsmål. Det fremheves at tillitsmenn i pensjonskassene har et ansvar for å utøve sitt beste skjønn.

WWF mener at Finansdepartementet, som oppdragsgiver og hovedeier av SPUs strategi, ikke kan skyve fra seg ansvaret for fondets forvaltning av klimarisiko. Det nytter heller ikke å gi oppdraget med å forvalte fondets klimarisiko til fondets porteføljeforvaltere: uten en hensiktsmessig referanseindeks å måle arbeidet mot, vil en slik strategi være analog med å gi oppdraget til bedriftene og måle innsatsen på inntjening og markedsverdi (som nå). Som profesjonelle porteføljeforvaltere, er markedsverdien til SPUs forvaltere et resultat av deres evne til å skape verdier i forhold til et gitt oppdrag. Det er Finansdepartementets oppgave å gjøre begrensning av klimarisiko til del av dette oppdraget, og på en måte som er operativt gjennomførbart.

SPUs REFERANSEINDEKS MÅ REVURDERES

SPU er bundet av en referanseindeks som gjenspeiler verdien av selskapene på verdens børser. Problemet er at referanseindeksen gjenspeiler et marked som er på vei mot en global oppvarming som langt overstiger 1,5 grader. Hovedscenariet fra Carbon Tracker og IPCC er på hhv 2,7 og 3 grader^{xiii} (IFA beregner BNP-tapet ved en 3-graders oppvarming til 30% med det meste av risikoen for avvik på oppsiden, altså et asymmetrisk risikobilde).

Siden 2021 har indeksleverandører, akademia, finansaktører som Bank for International Settlements, og sivilsamfunnsaktører som WWF, utarbeidet forslag til hvordan en referanseindeks tilpasset SPU kan se ut.^{xiv} Selv om dette arbeidet må utvikles videre, må finansdepartementet og NBIM ta en aktiv rolle i å få en slik referanseindeks på plass.

Klimajusterte referanseindekser har som hensikt å endre selskaps sammensetningen og/eller vektingen av selskapene i porteføljen slik at indeksen blir en bedre representasjon for bærekraft. Noen indekser er så utslippsfokuserende at de ignorerer selskapenes markedsverdier. Det er ikke økonomisk bærekraftig. Andre klimaindekser fjerner selskapene og sektorene som slipper ut mest drivhusgasser. Det får kanskje indeksen til å se renere ut, men verdensøkonomien blir ikke nødvendigvis mer bærekraftig av at pensjonskassene erstatter oljeaksjer med bankaksjer.

Akademikere kan hevde at en rebalansering av markedsporteføljen ikke vil påvirke markedskurser, og at en ny referanseindeks derfor ikke vil skape den konkurranse om de laveste utslippene som er noe av hensikten med en klimajustert indeks. Da ignorerer man i så fall konsekvensene som de nye referanseindeksene vil ha for de selskapene som må til markedet etter ny egenkapital for å klare omstillingen mot nettonull. For disse selskapene vil tilgjengeligheten av ny egenkapital, og prisen på denne, være påvirket av selskapets vekting i referanseindeksen. Det samme gjelder for selskaper som trenger å låne penger via obligasjonsmarkedet. Også her vil de nye referanseindeksene være problematiske for de selskapene som ligger etter i omstillingen.

Blant de mer avanserte variantene av klimajusterte referanseindekser finner vi de som bestreber seg på å holde porteføljen innenfor et karbonbudsjett. Denne typen indekser har den fordel at utslippene for porteføljen blir avklart mens svakheten gjerne handler om transparens i forhold til hvilke sektorer og selskaper som blir resultatet av porteføljeoptimeringen. Et mål med en klimajustert referanseindeks må være at transaksjonskostnadene for de som skal bruke den blir så lave som mulig, og at transparensen i forhold til hva børsselskapene kan forvente seg og hva som skal til for å få økt sin vekting i indeksen, blir så avklart som mulig.

WWF utarbeidet i mai 2022 et forslag til ny referanseindeks der børsselskapene gis nye vekter basert på markedsverdi og forventede relative utslippsforhold. Forslaget tok utgangspunkt i de samme sektorvektene som i rene markedsverdibaserte indekser og la vekt på at sektorene må gjøres så

brede som mulig slik at f.eks. fossil- og fornybar energi konkurrerer om investeringskapital basert på innbyrdes utslippsforhold. Forslaget var basert på fremtidige utslippsbaner rapportert av selskapene selv. Mange bedrifter har investert tungt i å omstille driften mot nettonull, noe en klimajustert referanseindeks må ta hensyn til og motivere til mer av. Det er derfor essensielt at selskaper som ikke omstiller seg raskt nok, og som derfor ikke er tjent med å oppgi utslippsbaner, ikke får trenere implementeringen av klimajusterte referanseindekser. Det får de når en eier som NBIM lar dem utsette til 2040 å oppgi klimamål. Det er underlig, med tanke på at mer enn 4000 selskaper allerede har fått sine klimamål validert av SBTi. Det finnes ikke noe fasitsvar på hvordan en klimajustert referanseindeks skal se ut. Her må Finansdepartementet være pragmatisk og gjøre som tillitsmenn for andre pensjonsfond: utøve sitt beste skjønn. I dag trekker NBIMs tiltak for å tilpasse seg klimamålene på bankens ramme for avvik fra referanseindeksen. Dette er en gal tilnærming. Stortinget og Finansdepartementet må sørge for at håndtering av klimarisiko blir en del av NBIMs strategiske oppdrag, slik det defineres ved referanseindeksen. En nettonull-tilpasset referanseindeks kan gradvis integreres i fondets forvaltning og vil forsterke fondets eierskapsstrategi.

OPPSUMMERT

NBIMs investeringsoppdrag kommer i form av en markedsverdibasert referanseindeks og et risikomandat på 125 basispunkter som forvalterne kan benytte til å (forsøke å) forbedre avkastningen relativt til indeksen i det enkelte år. NBIM har med andre ord begrensede verktøy for å håndtere klimarisiko og er avhengig av en ny strategi for at forvaltningen av klimarisiko skal kunne gi utslag i måten fondet investeres på. Sommeren 2021 skrev NBIM til Finansdepartementet at dersom SPU blir gitt et nettonullmål, så «bør dette i så fall gjenspeiles i sammensetningen av referanseindeksen». Allerede på dette tidspunktet burde Finansdepartementet ha begynt arbeidet med å utrede og utvikle en klimajustert referanseindeks tilpasset SPUs størrelse og særtrekk. Men ettersom Finansdepartementet får sine oppdrag fra Stortinget, er det opp til finanskomiteen å sørge for at departementet påbegynner det tidkrevende arbeidet NBIM selv anså som nødvendig for at operasjonaliseringen av et nettonullmål skulle kunne bli effektiv.

På denne bakgrunn fremmer WWF forslag til finanskomiteen om å be regjeringen igangsette et arbeid om å utrede og utvikle en klimajustert referanseindeks tilpasset SPUs størrelse og særtrekk.

ⁱ [Klimarisiko i Statens pensjonsfond utland | Norges Bank Investment Management \(nbim.no\)](https://www.nbim.no/klumarisiko-i-statens-pensjonsfond-utland)

ⁱⁱ <https://sciencebasedtargets.org/news/sbti-scale-up-gathers-pace>

ⁱⁱⁱ <https://www.allianz.co.uk/content/dam/onemarketing/azuk/allianzcouk/about-us/docs/pdfs/social-responsibility/net-zero-asset-owner-alliance-brochure.PDF>

^{iv} <https://www.pik-potsdam.de/en/news/latest-news/38-trillion-dollars-in-damages-each-year-world-economy-already-committed-to-income-reduction-of-19-due-to-climate-change>

^v <https://www.theguardian.com/environment/2007/nov/29/climatechange.carbonemissions>

^{vi} <https://www.ngfs.net/en/first-comprehensive-report-call-action>

^{vii} <https://www.ngfs.net/en/first-comprehensive-report-call-action>

^{viii} [Greenspan Concedes Error on Regulation - The New York Times \(nytimes.com\)](https://www.nytimes.com/2009/06/15/business/finance/15markets), Gillian Tett, "Crisis of faith for high priests of rational markets", Financial Times, June 15, 2009

^{ix} [Climate risk disclosures 2023 \(nbim.no\)](https://www.nbim.no/Climate-risk-disclosures-2023)

^x <https://actuaries.org.uk/media/g1qevrfa/climate-scorpion.pdf>

^{xi} <https://actuaries.org.uk/media/g1qevrfa/climate-scorpion.pdf>

^{xii} <https://fmlc.org/wp-content/uploads/2024/02/Paper-Pension-Fund-Trustees-and-Fiduciary-Duties-Decision-making-in-the-context-of-Sustainability-and-the-subject-of-Climate-Change-6-February-2024.pdf>

^{xiii} [Home | Climate Action Tracker, https://actuaries.org.uk/media/g1qevrfa/climate-scorpion.pdf](https://actuaries.org.uk/media/g1qevrfa/climate-scorpion.pdf)

^{xiv} <https://media.wwf.no/assets/attachments/WWF-Pathway-to-Net-Zero-WP-220519.pdf>,

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3922686, <https://www.bis.org/publ/work985.pdf>