

Innspill til regjeringens utvalg som skal vurdere det etiske rammeverket for Statens pensjonsfond utland (SPU)

WWF Verdens naturfond vil gjerne gi innspill til utvalgets arbeid med vurdering av det etiske rammeverket og andre deler av den ansvarlige forvaltningen av Statens Pensjonsfond Utland (SPU).

WWF er en global miljøorganisasjon som kjemper mot vår tids største utfordringer: natur- og klimakrisen. Vi jobber for en framtid der mennesker lever i harmoni med naturen.

I dette innspillet peker vi på noen problemstillinger som er omtalt i mandatet, med særlig fokus på klima og miljø, og deler refleksjoner knyttet fondets rolle og overordnede struktur. Overordnet mener WWF at det etiske rammeverket bør styrkes for å bidra til å sikre fondets legitimitet i det norske folket og det internasjonale samfunnet, og dermed gir fondet den autoritet som trengs for å utøve eierskap og håndtere fondets risikoer.

Vi viser til følgende formuleringer i mandatet til utvalget, som danner utgangspunkt for våre kommentarer:

- *“Dersom fondet ikke kan være investert i verdens største selskaper, blir det vanskeligere å forbli et globalt indeksfond. Det vil gjøre bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko dårligere.”*
- *“Utvalget bes vurdere hvordan rammeverket kan utformes for å legge til rette for en god balanse mellom de to etiske forpliktelsene. Spørsmålet bør vurderes blant annet i lys av at det med dagens system kan bli utelukket mange og store selskaper fra fondet, og at det ikke er lagt begrensninger på omfanget av utelukkelse”*
- *“Utvalget bør vurdere om eierskapsutøvelse bør få større vekt som virkemiddel.”*

Om fondets overordnede struktur og rolle

Vi mener mandatet legger til grunn en premiss som bør problematiseres og åpnes for debatt: at den eneste, naturlige måten er at fondet forblir et globalt, i hovedsak passivt indeksfond, og at ethvert avvik fra dette i seg selv innebærer økt risiko.

Etter vår vurdering bør utvalgets vurderinger ikke la seg begrense av dette premisset. Verden har endret seg siden fondet ble etablert, og det samme har fondets størrelse, ansvar og handlingsrom.

Fondets nåværende struktur og betydelige størrelse skaper flere utfordringer, særlig når det gjelder fondets handlingsrom til å:

- håndtere etiske problemstillinger
- etterleve mandat om ansvarlig forvaltning, inkludert målet om netto nullutslipp («klimamålet»).
- utøve eierskap med tilstrekkelig kraft og troverdighet.

Fondets struktur ble etablert i en periode hvor både fondets størrelse og eierrolle var langt mindre, og hvor bevisstheten om natur- og klimakrisen var begrenset. Hverken Parisavtalen eller Naturavtalen eksisterte, og klima- og naturrisiko var ukjente begreper. I dag skiller fondet seg ut ved at hoveddelen av formuen, hele 70%, investeres stort sett passivt i et globalt indeksfond med 8300 børsnoterte selskaper.

I arbeidet med det etiske rammeverket er det derfor viktig å åpne for en drøfting av hvorvidt dagens oppsett fortsatt er egnet til å oppfylle målene i mandatet, særlig knyttet til ansvarlig forvaltning og klimarelaterte mål i mandatet, samt muligheten fondet har til å utøve eierskap og påvirke selskapene.

Utvalget bør, som en del av en inkluderende offentlig debatt, vurdere hvordan fondet kan videreutvikles. Relevante spørsmål kan være:

- **Skal hele oljeformuen forvaltes i ett globalt indekxnært fond?** Hvis ja, hvordan kan praksis utvikles slik at fondet i større grad kan utnytte eiermakten som følger av å være blant de største eierne i verdens største selskaper?
- **Bør det etableres flere fond med spesialisering på ulike aktivaklasser?** En åpenbar mulighet er for eksempel å vurdere om infrastrukturinvesteringer i fornybar energi – som per i dag utgjør om lag 0,4 % av fondets størrelse – bør forvaltes i en mer dedikert struktur med mandat til å investere i utviklingsmarkeder der fornybarutbygging skjer.

Om den reelle risiko for omfattende utelukkelse/utsalg

Mandatet til utvalget uttrykker en bekymring for at for mange store selskaper kan bli utelukket. Dette bygger imidlertid på et premiss om at utelukkelse i seg selv er et problem, fordi det innebærer avvik fra referanseindeksen og dermed utfordrer målet om indekxnær forvaltning. Som nevnt over mener vi dette er en premiss utvalget bør drøfte og utfordre.

Vi vil vise til at risikoen for mange og store utelukkelse er liten, særlig for de miljørelaterte kriteriene. Historisk er kun 4 selskaper utelukket etter kriteriet om klimagassutslipp (§ 4.f), og kun 33 på grunn av alvorlig miljøskader (§ 4.e), og disse er stort sett mindre selskaper.

Et perspektiv som ikke må undervurderes, er at fondets profil og legitimitet - bygget gjennom det etiske rammeverket, arbeid med ansvarlig forvaltning og høy grad av transparens - har styrket fondets kredibilitet og legitimitet i Norge og internasjonalt. Dette gir et viktig grunnlag for effektiv påvirkning gjennom eierskapsutøvelse, og dermed også håndtere risiko uten å måtte selge seg ut av så mange selskaper.

Om referanseindeks

Det er en fin balanse og et naturlig spenn mellom målet om være et globalt indeksfond, med så lite avvik som mulig fra en referanseindeks, og målet i fondets mandat om at «*ansvarlig forvaltningsvirksomhet skal være en integrert del av forvaltningen av investeringsporteføljen*» ([mandat 1-3.](#)). Mandatet begrunner dette med at «*God avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand*». I tillegg fastsetter mandatet også et «*langsiktig mål om at selskapene i investeringsporteføljen innretter virksomheten slik at den er forenlig med globale netto nullutslipp i tråd med Parisavtalen*».

Spennet oppstår fordi en global referanseindeks per definisjon gjenspeiler verdens økonomi slik den faktisk er. Samtidig viser et bredt kunnskapsgrunnlag at dagens økonomi ikke er bærekraftig, verken klima- eller miljømessig. «Planetens tålegrenser», som er et sentralt forskningsbasert rammeverk for å måle menneskelig belastning på naturen, viser at 6 av 9 grenser allerede er overskredet¹. De siste rapportene fra FNs klimapanel og UNEP² viser at den globale temperaturøkning nærmer seg 1.5C allerede innen 2030 og at verden ikke er i mål for å nå klimamålene. NBIM har selv estimert at fondets aksjeportefølje i US selskaper kan tape opptil 19% av verdi som følge av fysisk klimarisiko³.

¹ <https://www.stockholmresilience.org/research/research-news/2023-09-13-all-planetary-boundaries-mapped-out-for-the-first-time-six-of-nine-crossed.html>

² <https://www.unep.org/resources/emissions-gap-report-2025>

³ <https://www.nbim.no/contentassets/6fd6d333e6bf460f8e538b9b55a95bb7/gpfg-climate-and-nature-disclosures-2024.pdf>

SPU er bundet av en referanseindeks som vektør børsselskaper utelukkende etter markedsverdi. Denne tilnærmingen forutsetter at markedene klarer å prise risikoer, inkludert klima- og naturrisiko, tilstrekkelig. Samtidig peker aktører som sentralbankenes *Network for Greening the Financial System* (NGFS), der Norge deltar, på betydelig risiko for at klimarisiko ikke er tilstrekkelig priset i finansmarkedene. Det er vel anerkjent at «skjulte» kostnader for samfunnet og miljø ikke er priset inn i dagens økonomiske system, såkalte eksternaliteter.

Et globalt indeksfond er ikke lett forenlig med en etisk og ansvarlig styring av fondet. Én av grunnene er at fondet i praksis ikke kan utelukke selskaper som bryter med etiske normer eller har for stor finansiell risiko, særlig hvis disse har en høy markedsverdi. Dette svekker eierskapsutøvelsen fordi en troverdig eskaleringsstrategi forutsetter at nedsalg kan brukes som virkemiddel «*of last resort*», altså siste utvei. Balansen mellom de to overnevnte målene avhenger derfor av hvilket handlingsrom fondet har til å avvike fra indeksen for å kunne ivareta etikk, ansvarlig forvaltning og risiko.

Om eierskapsutøvelse

Vi mener at en for rigid tilnærming til indekxnær forvaltning vil legge for store begrensinger på fondets evne til å både være en ansvarlig investor og utføre eierskapsutøvelse på en troverdig måte.

Eierskapsutøvelsen svekkes hvis et selskap vet at i praksis vil ikke SPU selge seg ut. Et eksempel på dette er hvis et stort oljeselskap ikke tilpasser seg til klimamålene, og ikke endrer strategi som følge av eierskapsutøvelse. Dette vil gå imot både fondets mandat på netto nullutslipp (§ 4-1) og det etiske kriterium om uakseptabelt klimagassutslipp (§ 4.f). I slike tilfeller bør fondet kunne selge seg ut siden eierskapsutøvelse ikke har ført til endringer og selskapet aktivt jobber imot fondets egne mål. Argumentet om at et selskap er for stort for utsalg ikke er forenlig med målet om ansvarlig forvaltning, fordi det vil i praksis tilsa at store selskaper slipper unna forventningene som gjelder alle de andre selskaper.

Dette paradokset, eller spennet, mellom to mål som ikke er lett forenlig, blir stadig mer synlig. Store internasjonale koalisjoner som Net Zero Asset Owner Alliance (NZAOA) har allerede pekt på denne problemstillingen når de viser til at markedet, som gjenspeiles av en global indeks, ikke går i retning av å nå klimamålene, og at gapet mellom investorenes nettonullmål og realiteten i markedet derfor bli større.

Med et solid etisk rammeverk og mandatets føringer om ansvarlig forvaltning og klimamål i bunn, er det naturlig at eierskapsutøvelse fortsatt skal være et sentralt virkemiddel. For at dette skal være tilstrekkelig slagkraftig, bør det imidlertid styrkes betydelig gjennom tydelige rammer og mer ressurser. Eierskapsutøvelsen bør systematisk knyttes til klare tidsfrister og en eskaleringsstrategi, der utsalg kan inngå som siste steg. Før det, skal fondet i større grad få tilgang til, og bruke, alle de verktøy som er bl.a. offentlig dialog og trykk på selskapet, stemmegivning i generalforsamling, stemme imot styret eller for nye styremedlemmer, deltar i koalisjoner med andre investorer, redusere beholdningen og til slutt selge seg ut.

NBIM har de siste årene betydelig trappet opp eierskapsutøvelsen, men mandatet bør åpne for betydelig mer manøvreringsrom og avvik fra referanseindeksen for at dette skal kunne være effektivt.

Forslag til utvalget:

1) Utvalget bør foreslå at effekten av eierskapsutøvelsen styrkes gjennom større åpenhet og en troverdig eskaleringsstrategi. Vi anbefaler at utvalget kommer med forslag som øker gjennomslagskraften i eierskapsutøvelsen. Dialogen med selskaper bør i større grad offentligjøres og kobles med en tydelig, tidsbundet eskaleringsstrategi. Strategien bør beskrive trinn som for eksempel ha klare frister, fremme aksjonærforslag, stemme mot styret, og som siste utvei vurdering av nedsalg eller utsalg. Selskapene og markedet bør vite hva eskaleringsplanen inneholder og hvilke konsekvenser som følger ved manglende fremdrift⁴.

2) Utvalget bør drøfte hvordan begrenset handlingsrom for avvik fra referanseindeksen kan redusere fondets påvirkningskraft gjennom eierskapsutøvelse.

3) Utvalget bør mer spesifikt vurdere hvordan målet om å være et globalt indeksfond, uten å utvikle en tilpasset referanseindeks som f.eks. tar hensyn til klimamålet, er forenlig med målet om at ansvarlig forvaltning skal være en integrert del av fondet.

4) Utvalget bør drøfte hvorvidt man kan etterleve målet om å forbli et globalt indeksfond ref. dagens oppsett, og målet om å etterleve fondets etiske retningslinjer og fondets mandat om ansvarlig forvaltning og klima. Drøftingen bør inkludere:

- Dagens rammer for avvik fra referanseindeksene, herunder valg knyttet til geografisk vektning,
- Dagens sammensetning av aktivaklasser, som er overvektet i aksjer (70%),
- Dagens referanseindeks for aksjer, som sprer investeringer utelukkende etter markedsverdi, uten å skape insentiver til å ta andre hensyn som er i tråd med mandatet, herunder etiske og finansielle risikoer knyttet klima og miljø,
- Dagens modell med ett stort fond sammenlignet med mulige løsninger med flere mer spesialiserte fond,
- Dagens praksis for eierskapsutøvelse og hvordan denne kan videreutvikles til et mer kraftfullt virkemiddel.

5) Utvalget bør foreslå at de miljø-relaterte etiske kriteriene styrkes ved å definere nærmere hva de betyr for å kunne både tydeliggjøre etikkrådets arbeid og skape forutsigbarhet. En mulighet er legge til spesifikke under-kriteria som skal være synlige og offentligjort i selve mandatet, eller under etikkrådets fortolkning av mandatet.

Alvorlig miljøskade-kriterium (§ 4.e):

- **No-go-soner i definerte land- og havområder:** inkludere muligheten for observasjon og ekskludering av selskaper som opererer i land- og havområder med uakseptabel risiko for medvirkning til miljøskader, f.eks. i de strengeste kategoriene av vern (IUCN 1-4), verdensarv og Key Biodiversity Areas (KBAs⁵). Dette bør være et minimumskrav, gitt at hovedmålet med Naturavtalen er at tap av arealer som er viktige for naturmangfold nærmer seg null innen 2030.
- **Avskoging:** inkludere muligheten for observasjon og ekskludering av selskaper som systematisk viser manglende evne til å håndtere avskoging i verdikjeden.
- **Gruvedrift på havbunnen:** ekskludere selskaper som driver med, eller har kjernevirksomheten innen, gruvedrift på havbunnen. Stadig flere selskaper og finansinstitusjoner, inkludert Storebrand, har allerede tatt et tydelig standpunkt mot, på grunn av høy risiko for ødeleggelse av sårbare økosystemer og manglende kunnskap om

⁴ Shareactions rapport RISE <https://shareaction-api.files.svdcn.com/production/resources/reports/RISE-paper-2.pdf> (Det er flere rammeverker som setter eskalering som en viktig del av eierskapsutøvelse. Den UK Stewardship Code, den EU Sustainable Finance Disclosure Regulation, Climate Action 100+ og den Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC))

⁵ <https://iucn.org/our-work/region/mediterranean/our-work/biodiversity-knowledge-and-action/key-biodiversity-areas>

konsekvensene. Institusjoner som Den europeiske investeringsbanken, IUCN, Verdensbanken og flere FN-institusjoner har også fremhevet risikoene og sagt nei til denne aktiviteten⁶.

Uakseptabelt klimagassutslipp (§ 4.f):

- **Politisk påvirkning og lobbyvirksomhet.** Selskaper som deltar i, eller finansierer, politisk påvirkning som systematisk motarbeider klimapolitikk i tråd med Paris-avtalen, bør kunne utelukkes dersom ansvarlig eierskapsutøvelse ikke fører fram. Dette prinsippet må gjelde uavhengig av selskapsstørrelse. I Norge har Storebrand allerede innført et slikt kriterium.
- **Leting og utvinning av olje og gass i Arktis.** En rekke investorer, blant annet Nordea og det svenske AP-fond 7, har eksklusjonskriterier som definerer leting og utvinning av olje og gass i Arktis som spesielt ødeleggende for natur og miljø, på lik linje med tjæresand. Det er viktig å inkludere en riktig definisjon av Arktis.
- **Finansiering av nye fossilprosjekter:** En relevant indikator på et selskaps vilje til omstilling kan være å se på hvor mye av selskapets finansiering som går til nye fossilprosjekter, som er i strid med målene i Paris-avtalen. Et slikt kriterium kan bygge på det eksisterende kriterium 4f, og sette en terskel for eksklusjon enten basert på selskapets beregnede totale utslipp fra nye prosjekter, eller som andel av selskapets totale prosjektfinansiering. Her kan fondet se til det svenske AP-fond 7, som nylig vedtok nye kriterier for å definere selskaper som har store klimautslipp og ikke lykkes med omstillingen. Finansminister Stoltenberg har selv pekt på de svenske AP-fondene som mulige modeller for SPUs etiske retningslinjer.
- **Forbud mot investeringer i fossile selskapsobligasjoner.** Et forbud mot å investere i selskapsobligasjoner hos fossilselskaper, med mindre obligasjonene er grønne, kan være et effektivt virkemiddel. Obligasjoner er en sentral finansieringskilde for fossilsektoren, og et slikt kriterium vil styrke insentivene til omstilling.

WWF viser for øvrig til ForUMs samlede innspill.

Med vennlig hilsen



Karoline Andaur
Generalsekretær
WWF Verdens naturfond



Stefano Esposito
Seniorrådgiver berekraftig finans
WWF Verdens naturfond

⁶ En mer fullstendig liste og referanser kan finnes her: https://media.wwf.no/assets/article_images/WWF-2024-DSM-guide-for-financial-institutions.pdf