

KONSEKVENSER FOR FORVALTNINGEN AV PETROLEUMSFONDET DERSOM SPESIELLE MILJØHENSYN BLIR LAGT TIL GRUNN VED VALG AV INVESTERINGSSTRATEGI

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 16. mars 1999

1. Innledning

Det har ved flere anledninger vært drøftet om en burde legge spesielle etiske kriterier til grunn ved valg av investeringsstrategi for Petroleumsfondet. I brev av 22. april 1998 drøftet Norges Bank på generelt grunnlag ulike måter å ta hensyn til etiske forhold i forvaltningen av Petroleumsfondet. Tre ulike alternativer ble diskutert; (i) etablere et sett etiske kriterier som så brukes til å velge ut hvilke bedrifter fondet kan investeres i, (ii) investere i aksjefond som har godt dokumenterte etiske retningslinjer for sin investeringsstrategi og (iii) søke å påvirke bedriftene til å vektlegge spesielle etiske forhold gjennom å bruke stemmerettighetene aksjene gir, men uten å begrense fondets investeringsunivers. Brevet fokuserte utelukkende på hvilke konsekvenser etiske retningslinjer vil ha for den operative forvaltningen av fondet. En sentral konklusjon var at mens bruk av stemmerettigheter ville ha begrenset betydning for forvaltningen av fondet, ville det å utelukke mange bedrifter fra fondets investeringsunivers kunne medføre betydelige kostnader og gjøre det mer komplisert å drive en effektiv forvaltning under betryggende kontroll- og resultatmåling.

I Revidert nasjonalbudsjett 1998 diskuterte Regjeringen muligheten for å innføre retningslinjer for Petroleumsfondet med sterkere vekt på miljø og menneskerettigheter. Regjeringen uttalte at slike retningslinjer måtte ivareta kravene til risikospredning, risikostyring samt kontroll- og resultatmåling av forvaltningen. Det ble også stilt krav til klarhet, konsistens og praktiserbarhet dersom en skulle velge retningslinjer for fondet som legger vekt på miljø og menneskerettigheter. Regjeringen konkluderte med at den så langt ikke hadde funnet måter å gjøre dette på som oppfyller disse kravene, men at den ville arbeide videre med en løsning der en legger spesielle miljøhensyn til grunn ved utformingen av fondets investeringsstrategi (miljøretningslinjer). Regjeringen varslet samtidig at den ville vurdere å utvide listen over land

Petroleumsfondet kan investere i, blant annet fordi dette kunne bidra positivt til den økonomiske utviklingen i landene og dermed til å styrke utviklingen mot større demokrati og bedre menneskerettigheter.

I dette brevet vil Norges Bank drøfte konsekvensene av å innføre miljøretningslinjer for Petroleumsfondet. I et eget brev vil banken se nærmere på hvilke krav som bør være oppfylt dersom nye land skal inkluderes i fondets investeringsunivers.

Norges Bank har to funksjoner i forhold til forvaltningen av Petroleumsfondet. For det første har banken ansvar for den operative forvaltningen av fondet. I tillegg gir banken råd om hvordan fondets investeringsstrategi bør utformes. Dersom Regjeringen skulle velge å innføre miljøretningslinjer for Petroleumsfondet, vil dette kunne føre til endringer i både investeringsstrategi og operativ forvaltning. I dette brevet vil vi se nærmere på hvordan investeringsstrategien kan utformes og hvordan den operative forvaltningen kan gjennomføres dersom det innføres slike retningslinjer for fondet.

I diskusjonen nedenfor legges det særlig vekt på de krav Regjeringen har stilt til miljøretningslinjer når det gjelder kontroll- og resultatmåling, risikospredning, klarhet, praktiserbarhet og konsistens. Norges Bank mener at dette er krav som det er helt nødvendig å stille til slike retningslinjer. Men som det vil fremgå av drøftingen i dette brevet er det vanskelig å oppfylle disse kravene, blant annet fordi det er svært vanskelig å få tak i sammenlignbar miljøinformasjon for alle de bedriftene Petroleumsfondet kan investeres i (rundt 20.000 bedrifter i 21 forskjellige land). Det vises videre at miljøretningslinjer som begrenser Petroleumsfondets investeringsmuligheter vil kunne ha betydelige konsekvenser for fondet. Det har blant annet sammenheng med at det må defineres en skreddersydd referanseindeks for fondet. Dette vil øke kostnadene i forvaltningen, samtidig som det kan

bli vanskeligere å evaluere Norges Banks forvaltning. Dessuten vil fondets risiko øke fordi en må spre investeringene på et mindre antall aksjer. Dersom en skulle velge å innføre miljøretningslinjer for Petroleumsfondet, er det også viktig å være oppmerksom på de praktiske problemene knyttet til å utforme et entydig og konsistent regelverk. For eksempel vil miljøkriterier ofte kreve et betydelig innslag av skjønnsmessige vurderinger når en skal velge ut hvilke bedrifter som oppfyller kriteriene. Norges Bank har ikke kompetanse til å foreta slike vurderinger.

Et sentralt spørsmål er om miljøretningslinjer for Petroleumsfondet vil ha positive effekter på verdens miljø. I prinsippet vil en forvente at slike effekter vil oppstå dersom retningslinjene er relevante for formålet og dessuten fører til at bedrifter som ikke oppfyller kriteriene må betale en høyere pris på å innhente egenkapital enn andre. Dette vil gi disse bedriftene et insentiv til å arbeide mer med miljøspørsmål. Med den størrelse og likviditet verdens aksjemarkeder har, er det imidlertid svært usikkert om innføring av miljøretningslinjer for Petroleumsfondet vil ha noen effekt. Det er mer sannsynlig at en får en effekt dersom mange investorer bruker de samme miljøkriteriene, men vi vet ikke om andre investorer vil gjøre det. Det er følgelig usikkert hvilken effekt en beslutning som begrenser Petroleumsfondets investeringsmuligheter vil ha på verdens miljø.

I den endelige vurderingen av miljøretningslinjer for fondet vil eventuelle positive miljøkonsekvenser måtte veies opp mot virkningene på risikospredning, forvaltningskostnader og kontroll- og resultatmåling av forvaltningen. Det bør også vurderes om det finnes andre virkemidler som kan være mer effektive for å nå de mål myndighetene søker å oppnå med hensyn til miljø. Det er i denne forbindelse også et spørsmål om en skal ta hensyn til at det offentlige allerede har eierinteresser i et stort antall selskaper i ulike typer næringsvirksomhet. Det kan for eksempel synes rimelig at det stilles de samme kravene til de norske bedriftene som staten eier som til Petroleumsfondets investeringer i utenlandske aksjer.

Det er Finansdepartementet som må ta ansvar for arbeidet med miljøretningslinjer. Det betyr blant annet at departementet må definere et investeringsunivers og en referanseportefølje for fondet som er konsistent med eventuelle miljøretningslinjer. Et veldefinert investeringsunivers og en presis

referanseportefølje er en forutsetning for at det skal være mulig å evaluere Norges Banks forvaltning av fondet.

Det er viktig at det ikke stadig skjer endringer i retningslinjene for Petroleumsfondet. Det skyldes at fondet er såpass stort at selv små endringer i retningslinjene vil kunne føre til betydelige transaksjonskostnader. Etter Norges Banks vurdering vil behovet for stabilitet og langsiktighet i forvaltningen av fondet også gjelde eventuelle miljøretningslinjer.

Miljøretningslinjer kan gjennomføres på flere måter. Retningslinjene kan gjelde en liten del av fondet eller hele fondet, og en kan bruke kriterier som velger ut noen bedrifter eller et stort antall bedrifter. Den prinsipielle diskusjonen nedenfor gjelder uavhengig av hvilken av disse løsningene en eventuelt velger, men betydningen av de konsekvensene som drøftes vil naturlig nok variere mellom de forskjellige alternativene.

Nedenfor fokuseres det på hvilke konsekvenser eventuelle miljøhensyn kan ha for Petroleumsfondets investeringsstrategi og den operative forvaltning av fondet. De fleste av analysene og resultatene som presenteres har imidlertid generell gyldighet også dersom en i forvaltningen av fondet skulle finne det ønskelig å ta andre hensyn av etisk karakter.

2. Kort om dagens investeringsstrategi

Ifølge Lov om Statens petroleumsfond av 22. juni 1990 er ansvaret for forvaltningen av fondet lagt til Finansdepartementet. Departementet har følgelig ansvar for å definere et formål for forvaltningen av fondet og en investeringsstrategi som er konsistent med dette formålet. Finansdepartementet har definert fondets formål som høyest mulig finansiell avkastning gitt betryggende risiko. For å ivareta hensynet til finansiell avkastning har en blant annet valgt å plassere deler av fondet i aksjer. Når det gjelder hensynet til risiko, har departementet lagt vekt på å få en bred spredning av fondets investeringer. En valgte derfor å fordele investeringene på 21 forskjellige land samtidig som en innenfor hvert land sørget for å spre investeringene på et stort antall aksjer og obligasjoner. Denne strategien har blant annet ført til fondet nå er investert i mer enn 2000 aksjer verden over. En slik spredning av fondet er også konsistent med at fondet bare skal være en finan-

siell investor (jf §10 i Forskrift om forvaltning av Statens petroleumsfond, 3. oktober 1997).

Petroleumsfondets investeringsstrategi er konkretisert gjennom den referanseporteføljen Finansdepartementet har valgt for fondet. Denne porteføljen har to viktige funksjoner i forvaltningen av fondet. I tillegg til å reflektere investeringsstrategien skal referanseporteføljen også brukes til å vurdere hvordan forvaltningen gjennomføres. Det er derfor viktig at denne porteføljen er konstruert ut fra klare og objektive kriterier. Petroleumsfondets referanseportefølje er satt sammen av markedsindekser som anerkjente institusjoner har utviklet for de enkelte lands aksje- og obligasjonsmarkeder. Det er flere fordeler ved å bruke slike indekser. For det første er det brukt mye ressurser på å konstruere indeksene på en slik måte at de er representative for de markedene de skal dekke. For det andre er bedriftene som inngår i indeksene vektet i tråd med størrelsen på bedriftene (såkalte markeds kapitaliseringsvekter), og dette regnes for å være en hensiktsmessig måte å spre aksjeeksponering på. For det tredje er markedsindeksene etterrettelige siden de er offentlig tilgjengelige samtidig som konstruksjonen av dem er godt dokumentert. Dessuten beregner indeksleverandørene daglige avkastningstall, noe som er nødvendig for den løpende kontroll- og resultatmålingen av forvaltningen av fondet.

I tillegg til å velge en referanseportefølje har Finansdepartementet satt grenser for hvor mye Norges Bank kan avvike fra denne porteføljen, samt definert et investeringsunivers for fondet. Når det gjelder investeringsuniverset, har departementet lagt vekt på at fondet bare skal investeres i land med likvide og velfungerende finansmarkeder med betryggende selskaps-, børsmarkeder og verdipapirlovgivning. For fondets aksjeinvesteringer innebærer dette at en kan velge mellom rundt 20.000 bedrifter som er børsnotert i de landene fondet kan investeres i. Et slikt investeringsunivers gir Norges Bank mulighet til å gjennomføre en kostnadseffektiv indeksforvaltning for en stor del av fondet, samtidig som det gir tilstrekkelig fleksibilitet i den delen av fondet som er underlagt aktiv forvaltning. Dette øker sannsynligheten for at banken gjennom sin forvaltning kan skape en meravkastning i forhold til referanseporteføljen.

Finansdepartementets presisering av investeringsstrategien for Petroleumsfondet gir Norges Bank et klart mandat for forvaltningen av fondet.

Ifølge forskriften for forvaltningen av fondet skal Norges Bank oppnå høyest mulig avkastning på fondet innenfor de begrensninger som forskriften definerer (§2). Begrensningene er satt i form av rammer for avvik fra fondets referanseportefølje. Dette klare mandatet gjør det mulig å evaluere kvaliteten på den forvaltningen Norges Bank gjennomfører. Det kan blant annet gjøres ved å sammenlikne avkastningen på fondet med avkastningen på referanseporteføljen. Siden banken blir målt mot anerkjente referanseindekser som andre forvaltere også bruker, er det dessuten mulig å sammenlikne bankens forvaltning med forvaltningen til andre investorer.

3. Miljøretningslinjer og investeringsstrategi for Petroleumsfondet

En innføring av miljøhensyn i forvaltningen av fondet betyr at en introduserer et nytt formål for denne forvaltningen. I tillegg til finansiell avkastning og risiko må det defineres en målsetning som relaterer seg til miljøspørsmål. Det er de politiske myndigheter som må presisere hva denne målsetningen skal være og hvilken vekt den skal gis sammenliknet med de andre målsetningene en har for forvaltningen av fondet. Når dette er gjort, må det defineres et investeringsunivers og en referanseportefølje for fondet som reflekterer det endrede formålet for forvaltningen av fondet. Dette er nødvendig for at det fortsatt skal være mulig å evaluere Norges Banks forvaltning av fondet.

Generelt om miljøretningslinjer

Det har etter hvert blitt noe mer vanlig for investorer å legge vekt på hensyn av etisk eller sosial karakter når investeringsstrategien utarbeides. Utviklingen har kommet lengst i USA og Storbritannia, men også i andre land har stadig flere investorer valgt å legge mer vekt på slike hensyn ved valg av investeringsstrategi. Ifølge Social Investment Forum, som er en amerikansk interesseorganisasjon for investorer som ønsker en etisk investeringsstrategi, består deres medlemmer av privatpersoner, bedrifter, universiteter, sykehus, pensjonskasser, religiøse institusjoner og andre ideelle organisasjoner. De etiske kriteriene som er mest brukt i det amerikanske markedet relaterer seg til tobakk, gambling, våpen, alkohol og miljø. Når det gjelder miljøkriterier, er det i hovedsak tre

forskjellige årsaker til at investorene ønsker å bruke slike kriterier når investeringsstrategien utformes.

Den første årsaken er at noen investorer ønsker å endre bedriftenes virksomhet i mer miljøvennlig retning. De kan gjøre dette på to måter. Den ene er å benytte eierinteressene aksjene gir til å påvirke bedriftene enten ved å stemme på generalforsamlingen eller gjennom samtaler med bedriftens ledelse. Det synes som stadig flere investorer bruker sine eierinteresser på denne måten, og det er indikasjoner på at slik adferd faktisk påvirker bedriftenes virksomhet. Den andre måten er å avgrense investeringene til bedrifter som tilfredsstillende spesielle miljøkriterier. De bedriftene som ikke oppfyller kriteriene får dermed et insentiv til å forbedre sin virksomhet. I litteraturen diskuteres det hvilken virkning dette har på bedriftene. Et sentralt spørsmål er om bedriftens finansieringskostnader øker dersom enkelte investorer ikke vil investere i bedriften. Dette vil igjen avhenge av hvor velfungerende og likvide markedene for bedriftens aksjer er og hvor mange andre investorer som reagerer på samme måte. Det er derfor vanskelig å si noe generelt om virkningene på bedriftenes miljøarbeid av ikke å investere i enkelte bedrifter. Det er imidlertid verdt å merke seg at de markedene hvor miljøanalyser av bedrifter er mest utbredt, også er de markedene som regnes for å være de mest velfungerende aksjemarkedene i verden (USA, Canada og Europa). Det er derfor liten grunn til å tro at innføring av miljøretningslinjer for Petroleumsfondet i disse markedene isolert sett vil ha noen effekt.

Den andre årsaken til at investorer tar miljøhensyn, er enten at de ikke ønsker å bli assosiert med lite miljøvennlige virksomheter eller at de ønsker å støtte bedrifter som innfører positive miljøtiltak. Denne begrunnelsen er ikke avhengig av at tiltakene har noen innvirkning på bedriftenes aktiviteter. Motivet er mer for seg selv å markere en miljøholdning. Dette motivet kan ivaretas gjennom et bevisst valg av bedrifter en investerer i.

Den siste årsaken til at forvaltere tar miljøhensyn ved sine investeringer er at enkelte mener at dette vil bidra til å sikre en høy avkastning på aksjainvesteringene. Tankegangen er at bedrifter som tar miljøspørsmål på alvor driver en fremtidsrettet virksomhet som over tid vil resultere i god avkastning for investorene. Det er imidlertid vanskelig å finne empirisk belegg for dette synet. De arbeidene

vi kjenner til konkluderer med at det å velge ut et begrenset antall bedrifter etter spesielle miljøkriterier ikke har noen systematisk innvirkning på avkastningen til en aksjeportefølje. Hvis en velger å ekskludere et stort antall bedrifter eller samtlige bedrifter i noen næringer, er det vanskelig å vurdere konsekvensene for avkastningen. Det har sammenheng med at porteføljen da vil få egenskaper som avviker betydelig fra egenskapene til en portefølje som ikke er underlagt miljøkriterier. Dermed vil avkastningen til porteføljen variere mye i forhold til avkastningen til referanseindeksen. Dette gjør det vanskelig å vurdere om det er noe systematikk i avkastningsforskjellene. I en slik situasjon vil en trenge avkastningsdata for mange år før det er mulig å trekke en konklusjon, men slike data er foreløpig ikke tilgjengelig. Begrensninger på fondets investeringsmuligheter vil imidlertid gi et dårligere bytteforhold mellom avkastning og risiko. Med dårligere bytteforhold menes at for en gitt avkastning vil risikoen øke. Hvor mye dårligere bytteforholdet blir avhenger naturlig nok av hvor store begrensninger en innfører på investeringsmulighetene.

Diskusjonen ovenfor viser at en vanskelig kan begrunne miljøretningslinjer ut fra avkastningshensyn. Dersom en skal innføre slike miljøretningslinjer for Petroleumsfondet, må begrunnelsen følgelig være at en (mer passivt) for seg selv ønsker å markere et miljøstandpunkt eller (mer aktivt) vil prøve å påvirke bedrifter til å arbeide mer seriøst med miljøspørsmål. Dersom begrunnelsen er at en aktivt vil søke å påvirke bedriftene må en vurdere om det er bruk av stemmerettigheter eller utvelgelse av bedrifter som har størst innvirkning på bedriftenes miljøarbeid. Det er også et spørsmål om en i dette valget skal ta hensyn til hva staten gjør på andre områder. Staten har allerede eierinteresser i en rekke norske bedrifter, og det må være riktig å velge et opplegg for Petroleumsfondet som også i tilfelle anvendes på disse bedriftene.

Dersom en ønsker å ivareta miljøhensyn ved å velge bedrifter etter miljøkriterier, må en bestemme hvilke kriterier en ønsker skal tillegges vekt. Dette er igjen et spørsmål om hva formålet med å innføre miljøretningslinjer er. Et viktig skille går mellom negative og positive miljøkriterier. Ved bruk av negative kriterier ekskluderes bedrifter som driver en virksomhet som betraktes som lite miljøvennlig. Det kan enten gjøres ved å ta ut alle bedrifter i de minst miljøvennlige næringer, eller

det kan gjøres ved å plukke ut de bedriftene som forurenser mest i hver næring. Positive kriterier innebærer at en bare velger bedrifter som gjennom sitt arbeid med miljøspørsmål har utmerket seg på en spesiell måte. Det kan skje ved at bedriften har latt seg miljøsertifisere eller laget en omfattende miljørapport. Tidligere var det mest vanlig å bare bruke negative kriterier, men de siste årene har mange investorer valgt å benytte en kombinasjon av positive og negative kriterier. Det å bare bruke positive kriterier er ikke spesielt utbredt. Uansett må kriteriene være slik at en rimelig enkelt og entydig kan fastslå om en bedrift tilfredsstillende kriteriene eller ikke.

Når fondets miljøformål er definert, må en bestemme hvilken vekt dette formålet skal ha i forhold til de formålene som går på avkastning og risiko. Før en kan foreta en slik avveining, må en ha en formening om i hvilken grad det kan være en konflikt mellom de ulike formålene. Ved bruk av stemmerettigheter er det ikke grunn til å tro at det vil være en slik konflikt siden det ikke vil være noen begrensninger når det gjelder hvilke bedrifter fondet kan investere i. Dersom en velger ut bedrifter etter miljøhensyn, vil det særlig være en konflikt mellom miljøhensynet og hensynet til å redusere fondets risiko ved å spre investeringene på et stort antall aksjer. Hvilken vekt en legger på miljøhensyn i forvaltningen av Petroleumsfondet, vil være et resultat av avveiningen mellom disse to hensynene.

Etter at formålet med å innføre miljøhensyn er klart definert, blir neste trinn å lage en investeringsstrategi som er konsistent med dette formålet. Dersom en bruker miljøkriterier for å velge ut hvilke bedrifter fondet kan investeres i, må fondets nåværende investeringsstrategi endres. Nedenfor fokuseres det på hvilket arbeid dette vil innebære. Det kan her tilføyes at dersom en velger å ivareta miljøhensynene gjennom bruk av stemmerettigheter, vil investeringsstrategien ikke endres. I forvaltningen av fondet kan en bruke de samme referanseindeksene og det samme investeringsuniverset som i dag. Finansdepartementet må imidlertid utarbeide retningslinjer som viser hvordan fondet skal stemme i de ulike spørsmål. Det er viktig at retningslinjene er presise og at de eksplisitt behandler hvorledes stemmeretten skal anvendes i ulike spørsmål som kan være av betydning for miljøet. Videre trenger en et apparat for å omsette disse retningslinjene til aktiv utøvelse av eierrettig-

hetene. Det kan være svært ressurskrevende å bygge opp et eget apparat for dette. Det finnes imidlertid konsultentselskaper som har spesialisert seg på å systematisere informasjon om hvilke forslag som skal opp til behandling på bedriftenes generalforsamlinger. Dersom en abonnerer på selskapenes databaser, analyser og programvare vil stemmegivningen forenkles betydelig. I Norges Banks brev av 22. april 1998 gis en nærmere drøfting av bruk av stemmerettigheter.

Petroleumsfondets investeringsunivers

Miljøkriterier kan tas i bruk på to måter. Den ene er å lage skreddersydde aksjeporteføljer som hensyntar miljøkriteriene en selv har valgt. Den andre er å investere i aksjefond som legger miljøkriterier til grunn. I brevet av 22. april 1998 argumenteres det for at skreddersydde porteføljer har flere fordeler framfor aksjefond. For det første kan en mer presist ivareta de miljøhensyn en legger vekt på når en selv kan bestemme hvilke kriterier som skal brukes. For det andre er kostnadene ved å investere i aksjefond betydelig høyere enn ved egenforvaltning. Dessuten er aksjefond som legger miljøkriterier til grunn små sammenliknet med Petroleumsfondet. Petroleumsfondet vil følgelig kunne bli en dominerende aktør i disse fondene, noe som kan gjøre det vanskeligere å unngå uheldig markedspåvirkning når en kjøper eller selger andeler i fondene. I fortsettelsen vil vi derfor fokusere på arbeidet med å lage skreddersydde aksjeporteføljer basert på miljøkriterier.

Når listen over de miljøkriterier en ønsker å bruke er definert, må en vurdere de enkelte bedriftene opp mot disse kriteriene. Det krever at en har kunnskap om hver enkelt bedrifts virksomhet. Det er en svært ressurskrevende oppgave å samle inn slik informasjon. Fondets investeringsunivers består av rundt 20.000 bedrifter, og det vil være en tilnærmet umulig oppgave å vedlikeholde en database med miljøinformasjon om så mange bedrifter. Det er derfor nødvendig å avgrense investeringsuniverset betydelig dersom en skal innføre miljøkriterier i forvaltningen av Petroleumsfondet. En måte å gjøre dette på er å ta utgangspunkt i de bedriftene som inngår i fondets referanseportefølje. Det er i overkant av 2.000 bedrifter i 21 forskjellige land. I mange av disse landene er tilfredsstillende miljøinformasjon ikke tilgjengelig. Det gjelder særlig de asiatiske landene. Det betyr at en først og

fremst må konsentrere arbeidet med miljøretningslinjer om de rundt 1400 bedriftene som inngår i fondets referanseindekser i Europa, USA og Canada. Disse aksjemarkedene dekker 80 prosent av fondets aksjeinvesteringer, samtidig som bedriftene i referanseindeksene representerer rundt 85 prosent av hvert lands aksjemarked målt ved markedskapitaliseringsverdi. I tillegg vil det være mulig å skaffe miljøinformasjon om et begrenset antall bedrifter utenfor referanseindeksene. Det betyr at miljøretningslinjer vil kunne dekke en viktig del av fondets investeringsunivers. Det er imidlertid verdt å merke seg at de bedriftene som i utgangspunktet kan dekkes av miljøanalysene bare utgjør en liten andel av det samlede antallet bedrifter som i dag er i fondets investeringsunivers. Når en i tillegg tar ut de bedriftene som ikke passerer kriteriene, er det åpenbart at miljøretningslinjer vil representere en betydelig innsnevring av fondets investeringsunivers. En slik endring i investeringsuniverset vil ha konsekvenser for både risiko og forvaltningskostnader. Dette diskuteres senere i brevet.

Selv om en velger å konsentrere arbeidet med miljøretningslinjer om de rundt 1400 bedriftene i fondets referanseindeks i USA, Canada og Europa, vil det være svært ressurskrevende å på egenhånd bygge og vedlikeholde en miljødatabase for et så stort antall bedrifter. Det finnes imidlertid konsultantselskaper som har spesialisert seg på å samle inn miljøinformasjon om bedriftene i disse landene. I arbeidet med miljøretningslinjer kan det derfor være naturlig å ta utgangspunkt i databasene som disse konsultantselskapene har utviklet. Det er imidlertid usikkert om disse databasene inneholder den informasjon som er mest relevant for de spesifikke miljøhensyn en ønsker å ivareta.

Konsultantselskapene som har spesialisert seg på å samle inn miljøinformasjon om bedriftenes virksomheter benytter i hovedsak to kilder. Den ene er offentlige registre der en blant annet finner informasjon om bedrifters utslipp og eventuelle miljøbøter. Den andre kilden er informasjon som bedriftene selv gir. Denne informasjonen får en tak i ved å lese bedriftenes årsberetninger, ved å sende bedriftene spørreskjemaer eller ved å ta direkte kontakt med bedriftene.

De negative miljøkriteriene er som regel relatert til forhold som kan kvantifiseres, og hvor offentlige registre gir en god kvalitetssikring av data. Det er likevel ikke trivielt å bruke slike kriterier. Det

har sammenheng med at informasjon om for eksempel det absolutte utslippsnivået til en bedrift er av begrenset verdi. Det er mer relevant å fokusere på miljøeffektiviteten i bedriftenes produksjonsprosesser ved å se på sammenhengen mellom utslippsvolum og produksjonsvolum. Men siden det er vanskelig å skaffe informasjon som gir sammenhengen mellom produksjonsvolum og utslipp for de enkelte produksjonsprosessene, er det vanskelig å måle miljøeffektivitet på en tilfredsstillende måte. Et annet negativt miljøkriterium som kan brukes er om bedriften har fått miljøbot eller ikke. Men også et slikt kriterium reiser en rekke skjønsmessige spørsmål: Hvordan skal en håndtere det forhold at landene har ulik praksis når det gjelder miljøbøter? I enkelte land kan det være nødvendig å sette en minstegrense for størrelsen på miljøboten for at ikke for mange bedrifter skal utelukkes, men hva bør denne grensen være? Skal det settes særskilte krav når det gjelder hvilket myndighetsnivå som gir boten? Miljøbøter vil dessuten gjelde forhold i fortid og sier ikke nødvendigvis noe om bedriftens nåværende forhold. Diskusjonen i dette avsnittet viser at selv om mye av miljøinformasjonen kan være objektiv, vil tolkningen av den kunne være subjektiv.

De positive miljøkriteriene er ofte mer kvalitative enn de negative kriteriene. Mange av de positive kriteriene vil derfor føre til et større innslag av skjønsmessige vurderinger når de brukes. Noen eksempler kan illustrere det. Et positivt kriterium som er brukt er om bedriften utgir miljørapport, men det er ikke åpenbart hvilke krav som må være oppfylt før en kan si at bedriften har en slik rapport. Et annet positivt kriterium er om bedriften har miljøsertifisering (som for eksempel ISO 14001). Problemet med dette kriteriet er at sertifiseringen ikke gjelder bedriften, men en produksjonsprosess i bedriften. Det å bruke et slikt kriterium reiser derfor en rekke spørsmål: Må alle produksjonsprosesser være sertifisert før en kan si at bedriften er det? Hvilke krav skal en stille hvis bedriften har mange datterselskaper? Bør alle disse være sertifisert før en kan si at bedriften har miljøsertifisering? Hvordan skal en behandle bedrifter fra industrier der miljøsertifisering ikke er så utbredt (som for eksempel noen tjenesteytende næringer)?

Siden konsultantselskapene vil ha en sentral rolle i arbeidet med miljøretningslinjer, er det viktig å

foreta en grundig vurdering av disse selskapene. Analysene som konsulentselskapene gjør, vil kunne få store konsekvenser for aksjeeksponeringen i Petroleumsfondet, og de samme krav til kvalitet og etterrettelighet må stilles til disse selskapene som til de som utfører den operative forvaltningen. I en vurdering av selskapene er det blant annet viktig å se nærmere på hvilke kilder de bruker, hvordan informasjonen analyseres, hvordan selskapene er organisert, hvor mye ressurser de har og om det kan oppstå interessekonflikter med aktiviteter selskapene driver på andre områder (som for eksempel egenforvaltning av aksjer). Det er også verdt å merke seg at markedet for denne typen tjenester er begrenset. Dersom det viser seg at et konsulentselskap ikke kan levere et produkt av tilstrekkelig kvalitet, finnes det få alternative selskaper å bruke.

Et generelt problem ved bruk av miljøkriterier er at det krever at en har god oversikt over hvilke aktiviteter de enkelte bedriftene er involvert i. For store multinasjonale selskaper med eierandeler i bedrifter i en rekke land kan det imidlertid være vanskelig å skaffe slik oversikt. En ville også måtte ta stilling til om hvor stor, om noen, eierandel en bedrift kan ha i en bedrift som ikke oppfyller miljøkriteriene før den eiende bedriften også ble diskvalifisert. Et annet problem er at det ikke er etablert nasjonale eller internasjonale standarder for bedriftenes miljørapportering. Resultatet av dette er at det kan være vanskelig å skaffe sammenlignbar miljøinformasjon for bedrifter fra forskjellige land. Det vil også være slik at de miljøkriteriene det er mulig å bruke vil være bestemt av den informasjon konsulentselskapene kan samle inn. Det betyr at en ikke fritt kan velge miljøkriterier.

I Revidert nasjonalbudsjett 1998 stilles det som krav at miljøkriteriene skal være objektive og lett identifiserbare. Diskusjonen ovenfor viser at det vil være vanskelig å finne miljøkriterier som tilfredsstillende dette kravet. Det arbeides imidlertid med å bedre kvaliteten på bedriftenes miljørapportering, blant annet er det de senere år etablert to globale programmer som ser nærmere på dette. Global Partner Working Group er et samarbeidsprosjekt mellom konsulentselskaper i ulike land som har spesialisert seg på å samle inn informasjon om bedriftenes aktiviteter. Formålet med dette prosjektet er å koordinere og standardisere analysene av bedrifter på tvers av landegrensene. Global Reporting Initiatives (GRI) er et samarbeid mellom

bedrifter og interesseorganisasjoner fra en rekke land om å få etablert en internasjonal standard for bedrifters miljørapportering. Siden begge disse programmene er i startfasen, er det for tidlig å vurdere konsekvensene av dem. Men det kan være grunn til å tro at de på sikt vil gjøre det enklere å anvende miljøretningslinjer på en konsistent og systematisk måte på tvers av land. Disse to initiativene er interessante også for forvaltere som ikke fokuserer på miljøhensyn. Det å få mer informasjon om bedriftenes miljøside vil også kunne bedre kvaliteten på finansanalysene av bedrifter. Det er følgelig flere grunner til at arbeidet som pågår med å samordne og standardisere bedriftenes miljørapportering er positivt.

Når det gjelder selve prosessen med eventuelt å velge ut bedrifter etter miljøkriterier, kan en tenke seg to løsninger. Den ene er at en abonnerer på konsulentselskapenes databaser, men selv bestemmer hvilke bedrifter som oppfyller miljøkriteriene. Den andre er at en gir miljøkriteriene til konsulentselskapene, og ber dem stå for utvelgelsen av bedriftene. I USA velger de fleste investorene den første løsningen, mens den andre løsningen synes mest utbredt i Storbritannia. Uansett hvilken løsning en eventuelt velger, er det viktig at det utarbeides presise miljøkriterier, og at en har et system som gjør det mulig å løpende vurdere de problemstillinger som måtte oppstå når kriteriene skal anvendes. Siden arbeidet vil kreve miljøfaglig innsikt og innebære politiske prioriteringer, kan ikke dette være en oppgave for Norges Bank.

Arbeidet med å velge ut bedrifter etter miljøkriterier vil resultere i en liste over bedrifter som passerer kriteriene. Denne listen vil representere fondets investeringsunivers i de aktuelle landene, og samtidig være utgangspunkt for konstruksjonen av referanseindeksene.

Referanseindekser

Referanseporteføljen for Petroleumsfondets aksjeinvesteringer er i dag Financial Times/ Standard & Poor-indeksen. Norges Bank har kartlagt med leverandøren muligheten for å konstruere og vedlikeholde en skreddersydd indeks for forvaltningen av Petroleumsfondet med utgangspunkt i en liste over bedrifter som tilfredsstillende miljøkriteriene. Hovedkonklusjonen er at leverandøren er villig til å gjøre dette. De skreddersydde indeksene kan leveres med samme hyppighet og detaljingsnivå

som de offisielle indeksene. Dette vil imidlertid kreve større ressurser hos indekssleverandøren og dermed et høyere honorar.

Med utgangspunktet i de offisielle referanseindeksene og en liste over bedrifter som passerer miljøkriteriene, vil indekssleverandøren kunne lage skreddersydde referanseindekser for Petroleumsfondet. Slike skreddersydde indekser vil ha to viktige funksjoner. For det første vil de være utgangspunkt for evalueringen av Norges Banks forvaltning. For det andre vil indeksene gjøre det mulig å studere konsekvensene av miljøkriteriene. Det siste kan gjøres ved å sammenlikne avkastningen på de offisielle indeksene med avkastningen på de skreddersydde indeksene. Dette er mulig så lenge forskjellene mellom de to typer indekser utelukkende kan tilskrives implementeringen av miljøkriterier. Dette krever imidlertid at en fortløpende må vurdere de bedriftene som med ujevne mellomrom blir inkludert i de offisielle indeksene. Dette kan skje med så lite som fire dagers varsel. I løpet av denne perioden må det følgelig avklares om bedriften oppfyller miljøkriteriene eller ikke. Det er selvfølgelig et alternativ at sammensetningen til den skreddersydde indeksen holdes stabil over en lengre periode (kvarter eller år). Ulempen ved dette er at en mister muligheten til å vurdere effekten av miljøkriteriene siden forskjellen mellom de offisielle indeksene og de skreddersydde indeksene ikke lenger bare skyldes miljøkriteriene, men også ulik frekvens for oppdatering av indeksene.

I Europa, USA og Canada er det realistisk å legge til grunn at samtlige bedrifter i fondets referanseindekser kan vurderes ut fra kriteriene. Etter hvert som fondet vokser kan det imidlertid være at de gjeldende referanseindekser ikke gir en tilstrekkelig spredning av fondets investeringer. Det kan da være aktuelt å bruke referanseindekser som inneholder flere bedrifter enn dagens referanseindekser. Dersom det skjer, kan det bli vanskelig å anvende miljøkriteriene på alle bedriftene i indeksene. Da vil de skreddersydde indeksene få egenskaper som avviker betydelig fra de offisielle indeksene, og en kan ikke lenger vurdere konsekvensene av miljøretningslinjer ved å sammenlikne avkastningen på de offisielle indeksene og de skreddersydde indeksene.

Det er to måter en kan konstruere skreddersydde referanseindekser for Petroleumsfondet på med utgangspunkt i de bedriftene som har passert miljøkriteriene. Den første er å benytte markedskapitali-

seringsvekter, slik at når noen bedrifter tas ut av en indeks vil de gjenværende bedriftene vektes opp i samsvar med deres størrelse. Den andre er å vekte de gjenværende bedriftene på en slik måte at aksjeindeksens egenskaper blir mest mulig lik egenskapene til referanseindeksen. Dette kan gjøres ved å gi relativt sett større vekt til bedrifter som har egenskaper som er nært korrelert med egenskapene til de bedriftene som ikke passerer miljøkriteriene. Det kan reises to innvendinger mot en slik måte å konstruere aksjeporteføljer på. For det første kan det lede til store transaksjonskostnader, siden den aksjesammensetningen som gjør at porteføljen likner referanseindeksen kan endres over tid. For det andre blir det vanskeligere å gjennomskue hva en oppnår ved å bruke miljøretningslinjer. Det skyldes at dersom en tar ut en bedrift som har en stor del av sin aktivitet knyttet til miljøforurensende virksomhet, vil en søke å investere relativt sett mer i de bedriftene som driver en nært beslektet virksomhet men som likevel passerer miljøkriteriene. Norges Bank vil derfor tilrå at en bruker markedskapitaliseringsvekter dersom skreddersydde referanseindekser skal konstrueres.

Konsekvenser av miljøretningslinjer

Konsekvensene for fondets avkastning og risiko står sentralt når en skal vurdere hvorvidt en bør innføre miljøretningslinjer eller ikke. Vi har tidligere argumentert for at miljøretningslinjer ikke nødvendigvis vil få noen systematisk innvirkning på fondets avkastning, men at fondets risiko vil øke. For å belyse hvor mye risikoen vil øke har Norges Bank på oppdrag fra Finansdepartementet gjennomført en studie der en konstruerte eksempler på aksjeporteføljer som la miljøhensyn til grunn.

Norges Bank valgte å fokusere på aksjemarkedene i Storbritannia, USA og Canada. Disse markedene ble valgt fordi det i de tre landene finnes konsultantselskaper som hadde (i) lang erfaring med å konstruere aksjeporteføljer der en legger miljøhensyn til grunn og (ii) en database med miljøinformasjon som dekker nesten alle bedriftene i Petroleumsfondets referanseindeks i de tre landene. Det ble brukt forskjellige sett med miljøkriterier; ett sett med negative kriterier (visse typer forurensing og miljøbøter) og ett sett med positive kriterier (miljøsertifisering og miljørapporter). Resultatene fra det amerikanske og

canadiske aksjemarkedet var svært like. Det er følgelig mest interessant å sammenlikne resultatene fra det britiske og amerikanske markedet:

1. De negative kriteriene førte i begge markeder til at rundt 25 prosent av bedriftene falt ut av referanseindeksen. Men i det britiske markedet var det spesielt mange store bedrifter som falt ut, noe som gjorde at relativ volatilitet ble høyere i dette markedet (3,36% mot 1,67% i det amerikanske markedet).
2. De positive kriteriene ga svært forskjellige resultater i de to markedene. I det amerikanske markedet falt 90 prosent av bedriftene ut av referanseindeksen, mens den tilsvarende andelen i det britiske markedet var 25 prosent. Denne forskjellen ga også utslag i relativ volatilitet som var på 6,65% i det amerikanske markedet og 1,42% i det britiske.
3. I det britiske markedet var det omtrent like mange bedrifter som falt ut når en brukte positive kriterier som når negative kriterier ble brukt. I begge tilfeller utelukket en rundt 50 av de 207 bedriftene som inngikk i den britiske referanseindeksen. I de to gruppene med bedrifter som falt ut ved henholdsvis negative og positive kriterier, var det bare tre bedrifter som var representert i begge grupper. Dette viser at det utvalget av aksjer en sitter igjen vil i stor grad bli påvirket av om en bruker negative eller positive miljøkriterier.

Disse resultatene viser at konsekvensene av miljøkriterier avhenger både av hvilke kriterier en bruker og hvordan disse tolkes i de ulike markedene. Der er derfor vanskelig å si noe generelt om hvor mye fondets risiko vil øke dersom det innføres miljøretningslinjer. Det er imidlertid ingen tvil om at fondets risiko øker når det innføres begrensninger på fondets investeringsmuligheter.

4. Forvaltning med miljøretningslinjer

Petroleumsfondet vil etter hvert bli et fond av betydelig størrelse også i internasjonal sammenheng. Dette stiller den operative forvaltningen av fondet overfor utfordringer som ellers ikke er vanlige innenfor norsk fondsforvaltning. Norske aksjefond investerer vanligvis i et begrenset antall selskaper med sikte på å oppnå god avkastning. En

slik strategi for Petroleumsfondet ville raskt kunne kommet i konflikt både med målet om lave kostnader ved etableringen av fondets portefølje og med betingelsen om at fondet skal være en finansiell investor som ikke har for stor eierandel i enkelt selskaper. Norges Bank har valgt en kombinasjon av «indeksforvaltning» og «aktiv» forvaltning for å oppnå målet om kostnadseffektiv meravkastning, og hovedvekten er lagt på indeksforvaltning.

Indeksforvaltning innebærer at det investeres i en portefølje som i størst mulig grad gjenspeiler referanseporteføljen for å oppnå en avkastning som er så nær avkastningen på referanseporteføljen som mulig. Denne typen forvaltning er særlig attraktiv for et stort fond som Petroleumsfondet fordi forvaltnings- og transaksjonskostnadene forbundet med indeksforvaltning er svært lave.

Videre er en del av fondets aksjeinvesteringer satt av til såkalt aktiv forvaltning. Målsettingen for den aktive forvaltningen er meravkastning i forhold til referanseporteføljen. De aktive forvalterne vil velge enkeltaksjer som de forventer vil gi en høyere finansiell avkastning enn referanseporteføljen. Den aktivt forvaltede delen av Petroleumsfondet vil dermed inneholde langt færre aksjer enn den veldiversifiserte indeksforvaltningen.

Indeksforvaltning som kjernen i en stor aksjeportefølje sikrer bedre styring av risiko og kostnader og er en viktig forutsetning for en effektiv bruk av aktiv forvaltning. Selv om forholdet mellom passiv og aktiv forvaltning ikke vil ligge fast, vil denne modellen være kjernen i forvaltningen også i tiden som kommer.

Operative konsekvenser av miljøkriterier

En eventuell innføring av miljøkriterier for forvaltningen av Petroleumsfondet vil ikke endre forvaltningsmodellen for aksjeinvesteringene. Både indeksforvaltningen og den aktive forvaltningen vil la seg videreføre basert på en ny referanseindeks og et veldefinert investeringsunivers. Det vil imidlertid knytte seg kostnader både til den umiddelbare omleggingen av fondets faktiske investeringer som følge av en ny referanseindeks og et annet investeringsunivers, og økte kostnader knyttet til den løpende forvaltningen av aksjeinvesteringene. Indeksforvaltning mot en skreddersydd referanseindeks vil gjøre det vanskeligere å oppnå riktig markedseksposering på en kostnadseffektiv måte. Det er også rimelig å legge til grunn at

muligheten for å skape meravkastning gjennom aktiv forvaltning reduseres dersom en vesentlig del av investeringsuniverset faller bort.

Investeringer ved bruk av futureskontrakter er som regel den mest kostnadseffektive måten å oppnå ønsket markedseksponering på. Bruken av slike kontrakter er særlig nyttig når nye midler skal tilføres Petroleumsfondet. Ved bruk av futureskontrakter kan overgangen til fysiske papirer skje ved hjelp av interne handler hos indeksforvalterne, over lengre tid og til lave kostnader. Alternativet til futureskontrakter er enten høyere kostnader fordi store mengder aksjer må handles raskt, eller høyere risiko i forvaltningen fordi man ikke oppnår den riktige markedseksponering raskt nok. Avkastningen på futureskontrakter gjenspeiler avkastningen på alle de aksjene som inngår i indeksene futureskontrakten handles for. Ved å ta posisjoner i futureskontrakter kan Petroleumsfondet ta del i avkastningen på selskaper som ikke vil være en del av Petroleumsfondets investeringsunivers dersom miljøretningslinjer innføres. Ved en innsnevring av fondets investeringsunivers må det derfor avklares om futureskontrakter på offisielle aksjeindekser fortsatt skal kunne benyttes i forvaltningen.

Etableringen av en skreddersydd referanseindeks vil medføre større avvik mellom de futureskontraktene som benyttes for å oppnå markedseksponering og den markedseksponeringen man faktisk ønsker. Dette innebærer at det vil oppstå større risiko i den løpende forvaltningen av Petroleumsfondet. Dette problemet øker desto flere av de større selskapene i hvert enkelt marked som ekskluderes fra den skreddersydde referanseindeksen.

Kostnadene forbundet med omleggingen av referanseporteføljen knytter seg til at en må selge deler av dagens portefølje når selskaper faller ut av investeringsuniverset og reinvestere midlene i den nye referanseindeksen. Mulighetene for å foreta denne transaksjonen utenfor meglerapparatet, ved hjelp av interne bytter av aksjeporteføljer hos indeksforvalterne, vil være begrenset fordi det i dette tilfellet ikke dreier seg om porteføljer som også andre større investorer holder. Det kan dermed knytte seg betydelige kostnader til å gjennomføre en slik transaksjon i aksjemarkedet.

Dersom flere av de større selskapene innenfor dagens referanseportefølje fjernes, vil likviditeten til de aksjene som er igjen i referanseporteføljen bli lavere. Likviditeten er et mål på hvor kostbart det er å gjennomføre transaksjoner. Fallende likviditet

vil bety økte transaksjonskostnader når nye midler skal inn i Petroleumsfondet. De lave kostnadene ved indeksforvaltning baserer seg blant annet på muligheten for at indeksforvalteren skaffer aksjene ved å bytte porteføljer internt, uten å benytte meglerapparatet. Dersom en skreddersydd referanseportefølje avviker vesentlig fra de offisielle indeksene, reduseres mulighetene for å nyttiggjøre seg slike handler, og transaksjonskostnadene øker.

Hensikten med den aktive forvaltningen er å bruke omfattende analyse og markedskunnskap til å investere i selskaper som en over tid mener har høyere forventet avkastning enn referanseporteføljen. Det kan være større grunn til å tro at slik analyse og markedsinnsikt kan skape merverdi i de deler av markedet som ligger utenfor referanseporteføljen, fordi disse antagelig er mindre analysert og fordi de er del av et mindre effektivt marked. Ved gjennomgang av Petroleumsfondets aktive aksjeinvesteringer viser det seg at mellom 10 og 20 prosent av investeringene er i bedrifter utenfor referanseporteføljen. Å redusere investeringsuniverset innebærer derfor at de aktive forvalterne blir tvunget til å velge investeringer der de er mindre overbevist om at investeringen vil gi meravkastning. Verdien av den omfattende analysen som gjøres av ulike investeringsalternativer blir dermed redusert og muligheten for å skape meravkastning svekkes.

5. Avsluttende merknader

Hvorvidt en bør innføre miljøretningslinjer for Petroleumsfondet, er et spørsmål om hva som skal være formålet med forvaltningen av fondet. Det er de politiske myndigheter som må bestemme hvordan og i hvilket omfang en eventuelt skal innføre slike retningslinjer. Norges Bank har i dette brevet søkt å belyse hvilke konsekvenser miljøretningslinjer vil ha for utformingen av investeringsstrategien til fondet og for den operative forvaltningen av fondet.

Dersom en ønsker å implementere miljøretningslinjer for Petroleumsfondet, må dette gjøres på en slik måte at en kan opprettholde den klare ansvarsfordeling mellom Finansdepartementet og Norges Bank. Det betyr blant annet at departementet må definere et investeringsunivers og en referanseindeks som er konsistent med miljøretningslinjene. Dersom en velger å bruke stemmerettigheter, kreves det ingen endringer i investeringsunivers og

referanseindeks. Hvis en derimot ønsker å velge ut bedrifter etter bestemte miljøkriterier, må både investeringsuniverset og referanseindeksene tilpasses. Et veldefinert investeringsunivers og en presis referanseportefølje er en forutsetning for at det skal være mulig å ha en betryggende kontroll- og resultatmåling av Norges Banks forvaltning.

Norges Banks arbeid med å konstruere eksempler på aksjeporteføljer som legger miljøkriterier til grunn har gitt nyttig innsikt. En viktig erfaring var at valg av miljøkriterier har stor innvirkning på hvilke bedrifter som blir ekskludert fra investeringsuniverset. Analysene på det britiske aksjemarkedet viste for eksempel at bruk av positive kriterier ville ført til at en investerte mer i de næringer som en ut fra negative kriterier skulle investert mindre i. En annen viktig erfaring var at de samme miljøkriteriene ga forskjellige resultater i ulike land. Dette viser at hvilke kriterier en velger og hvordan disse tolkes, vil kunne få store konsekvenser for sammensetningen til Petroleumsfondets aksjeportefølje. Arbeidet med å velge miljøkriterier som kan anvendes på en konsistent og objektiv måte på tvers av land er derfor en vanskelig oppgave.

Den operative forvaltningen av fondet vil bli påvirket dersom det innføres miljøkriterier. For det første vil kostnadene ved indeksforvaltning øke. Det har sammenheng med at en ikke lenger kan bruke de samme referanseindeksene som andre forvaltere bruker. Dermed vil interne bytter av aksjeporteføljer (crossing) og bruk av aksjefutures ikke lenger være like hensiktsmessig. Det gjør at endringer i aksjeeksponeringen i større grad må skje ved kjøp av fysiske aksjer i markedet. Dette øker transaksjonskostnadene. For det andre vil miljøkriterier gjøre det vanskeligere å skaffe en meravkastning i den aktive forvaltningen. Det skyldes at slike kriterier vil føre til en betydelig

reduksjon av fondets investeringsunivers, som igjen vil begrense valgmulighetene til de aktive forvalterne.

I dette brevet har vi vist at miljøretningslinjer som begrenser Petroleumsfondets investeringsmuligheter kan øke fondets risiko samtidig som det blir vanskeligere å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning. Det er følgelig klare kostnader ved å innføre miljøretningslinjer for fondet. Disse kostnadene må veies opp mot eventuelle miljøgevinster av slike retningslinjer. Det er imidlertid vanskelig å dokumentere slike miljøgevinster. Det er også et spørsmål om det finnes andre virkemidler som kan være mer effektive for å nå de mål myndighetene har når det gjelder miljø.

Innføring av miljøretningslinjer for Petroleumsfondet kan også begrunnes med at norske myndigheter enten ikke ønsker å bli assosiert med lite miljøvennlige virksomheter eller ønsker å støtte bedrifter som innfører positive miljøtiltak. Denne begrunnelsen er ikke avhengig av at tiltakene har noen innvirkning på bedriftenes miljøarbeid. Det er de politiske myndigheter som må vurdere gevinsten av slike tiltak. Det er imidlertid viktig at denne gevinsten vurderes opp mot de kostnadene dette vil ha for forvaltningen av fondet. En bør også vurdere om en skal ta hensyn til at staten allerede har eierinteresser i et stort antall bedrifter i ulike typer næringsvirksomhet hvor det også (vel så sterkt) kan argumenteres for å legge vekt på miljøhensyn.

Et alternativ til å utelukke bedrifter fra fondets investeringsunivers er å bruke stemmerettighetene som aksjene gir til å påvirke bedriftenes arbeid med miljøspørsmål. En stor fordel ved dette alternativet er at det ikke påvirker forvaltningen av fondet. Men en skal samtidig være klar over at bruk av stemmerettigheter vil kreve at det må legges mye arbeid i å utforme presise retningslinjer som viser hvordan fondet skal stemme i de ulike spørsmål.

Med hilsen
Svein Gjedrem

Harald Bøhn