



**NORGES BANK**  
INVESTMENT MANAGEMENT

# **ANSVARLIG FORVALTNING**

**STATENS  
PENSJONSFOND  
UTLAND**

**/2016**







**Vårt oppdrag**  
er å ivareta og  
utvikle finansielle  
verdier for fremtidige  
generasjoner

# Innhold

---

## 2016

### 1

---

#### **INTRODUKSJON**

- 1.1 Leder for Norges Bank Investment Management \_\_\_\_\_ 4
- 1.2 Bærebjelker \_\_\_\_\_ 6
- 1.3 Formål \_\_\_\_\_ 11

### 2

---

#### **STANDARDSETTING**

- 2.1 Prinsipper og forventninger \_\_\_\_\_ 14
- 2.2 Standarder og praksisutvikling \_\_\_\_\_ 17
- 2.3 Forskning og data \_\_\_\_\_ 22

# 3

---

## **EIERSKAP**

- 3.1 Stemmegivning \_\_\_\_\_ 32
- 3.2 Vår dialog med selskaper \_\_\_\_\_ 42
- 3.3 Miljøinvesteringer \_\_\_\_\_ 58

# 4

---

## **RISIKOHÅNTERING**

- 6.1 Risikoovervåking \_\_\_\_\_ 68
- 6.2 Risikobaserte nedslag \_\_\_\_\_ 76
- 6.3 Etske utelukkelse \_\_\_\_\_ 84



**Yngve Slyngstad**

leder for  
Norges Bank  
Investment Management

# Langsiktig standardsetting

**God selskapsstyring, bærekraftig forretningspraksis og velfungerende markeder er i fondets langsiktige interesse. Hensiktsmessige og konsistente standarder på tvers av sektorer og markeder er viktig for å oppnå dette.**

Vi er en langsiktig investor som søker å ivareta våre investeringer. Vi arbeider for å forbedre globale standarder for god selskapsstyring, langsiktig forretningspraksis og bærekraftige markeder. I 2016 så vi en rekke utviklingstrekk vi som investor ønsker velkomne. Det var det første året de oppdaterte G20/OECD-prinsippene for god selskapsstyring og FNs bærekraftsmål var gjeldende. I 2016 publiserte vi våre forventninger til selskaper om menneskerettigheter.

Vi er en stor, global investor og en minoritetsseier i rundt 9 000 selskaper. Våre eierskapsaktiviteter er bygget på internasjonale standarder. I 2016 offentliggjorde vi våre stemmeintensjoner i forkant av flere av selskapenes generalforsamlinger. Vi så også betydelige fremskritt i Sverige for vårt arbeid med å fremme individuelt valg av styremedlemmer. Vi tror arbeidet for å fremme god selskapsstyring vil bidra til høyere avkastning på lang sikt.

Vi er opptatt av den langsiktige investeringsrisikoen på tvers av sektorer og markeder

Vi er opptatt av den langsiktige investeringsrisikoen på tvers av sektorer og markeder. Klimaendringene er en av de fremste utfordringene vi står overfor, og omfanget av denne risikoen er ukjent. Vi har utvidet våre analyser av porteføljens karbonutslipp, støttet forskningsprosjekter og utelukket kullselskaper og kraftprodusenter med høy andel av kraftproduksjonen fra kull fra fondet. Vi har forbedret datagrunnlaget for et bredt spekter av miljømessige, sosiale og eierrelaterte risikofaktorer.

Denne publikasjonen gir en oversikt over Norges Bank Investment Managements ansvarlige forvaltningsaktiviteter i 2016. Vi håper du vil ha glede av å lese den og reflektere over mange av utfordringene vi som investor står overfor.

Oslo, 7. mars 2017



Yngve Slyngstad  
Leder for Norges Bank Investment Management







# Bærebjelker

---

## STANDARDSETTING

Vi har som mål å bidra til standarder som tjener fondets langsiktige interesser. Våre prinsipper, forventninger og posisjoner bygger på internasjonalt anerkjente standarder. Vi deltar i offentlige høringer og løfter frem spørsmål knyttet til selskapsstyring og bærekraft gjennom utvalgte initiativer for å bidra til bedre rapportering, standarder og praksisutvikling. Forskning bidrar til økt forståelse om forhold som kan ha innvirkning på fremtidig investeringsrisiko og avkastning. Vi støtter forskning som kan bidra til utviklingen av markedsstandarder og -praksis, datagrunnlag eller våre egne prioriteringer innen ansvarlig forvaltning.

## EIERSKAP

Vi er en aktiv eier og utøver vår stemmerett for å sikre fondets interesser. Det inkluderer stemmegivning for å fremme bærekraftig utvikling og god selskapsstyring. Vi sikter mot å stemme på alle generalforsamlinger. Informasjon fra våre porteføljeforvaltere er integrert i våre stemmebeslutninger. Som en stor og langsiktig investor går vi i direkte dialog med selskapenes styre og ledelse. Vårt eierskapsarbeid er basert på våre prinsipper, forventninger og posisjoner. Vi legger vekt på utvalgte temaer som selskapsstyring og bærekraft, og følger opp nye spørsmål etter hvert som de dukker opp. Gjennom våre miljøinvesteringer investerer vi i tillegg særskilt i miljøvennlig teknologi.

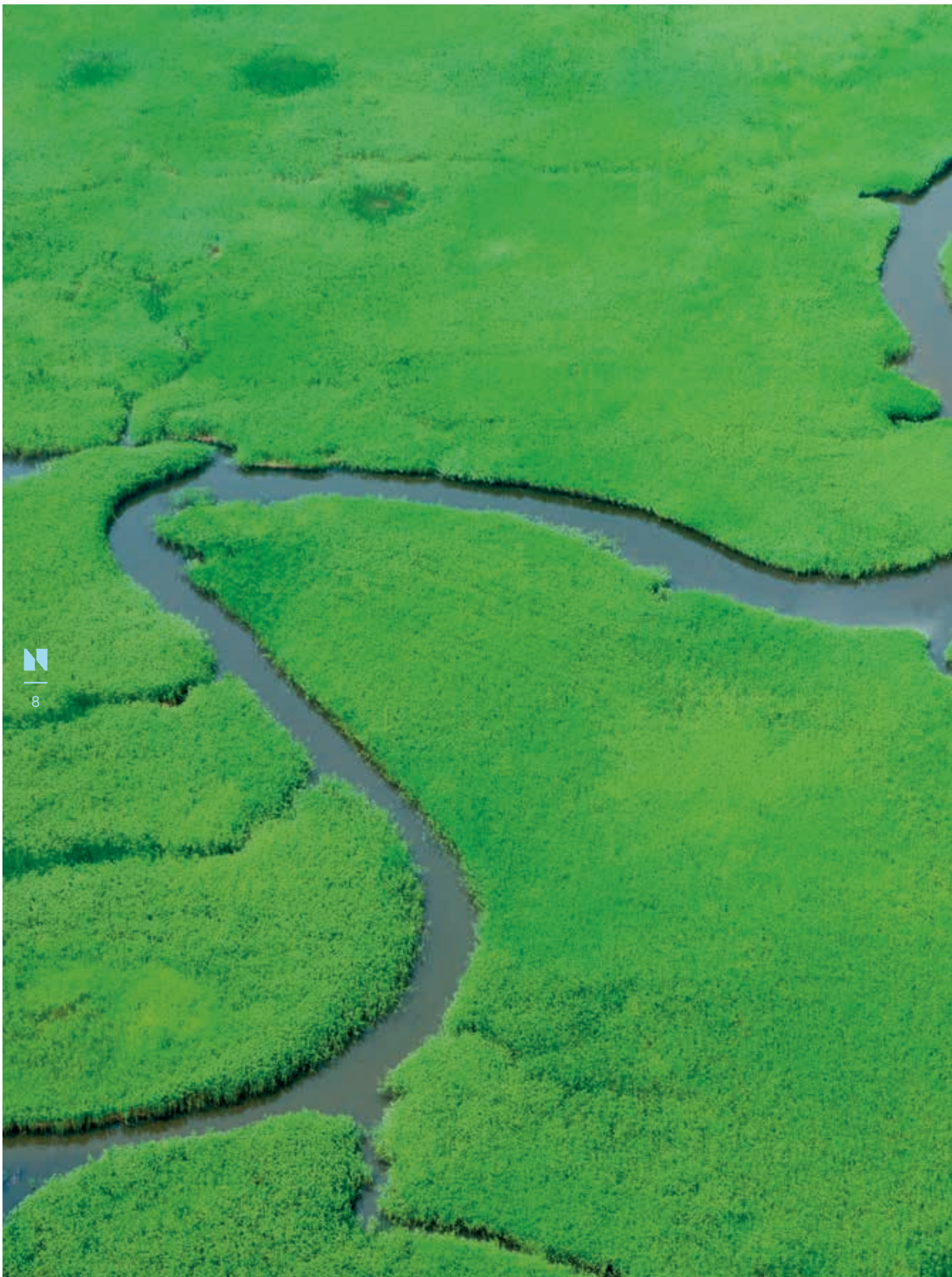
---

7

## RISIKOHÅNDTERING

Vi overvåker og analyserer risiko ved miljø- og samfunnsmessige forhold og selskapsstyring. Dette arbeidet omfatter mange problemstillinger som også er dekket av aktiviteter innen standardsetting og eierskap. Vår tilnærming er å foreta løpende overordnede vurderinger av temaer eller sektorer, før vi ser nærmere på enkeltforhold. For å støtte opp om dette arbeidet vektlegger vi utvikling av data av høy kvalitet og selskapsrapportering. Vi fortsetter arbeidet med å forbedre våre databaser for ikke-finansielle data. Risikovurderinger kan føre til justeringer av porteføljen og nedsalg. Vår integrerte risikomodell danner grunnlaget for våre nedsalgsbeslutninger.







9

Høringsuttalelser

7

Akademiske  
prosjekter

2 392

Selskaper vurdert  
innen fokusområdene

11 294

Generalforsamlinger  
der vi stemte

98

Prosentandel av  
generalforsamlinger  
der vi stemte

48

Prosentandel i verdi  
av aksjeporteføljen  
med integrert  
stemmegivning

233

Møter på  
styrenivå

63,7

Milliarder kroner  
i samlede  
miljøinvesteringer

12,4

Avkastning på  
miljøinvesteringene  
i aksjeporteføljen  
i prosent

5 714 299

Aksjeporteføljens  
karbonutslipp i tonn  
CO<sub>2</sub>-ekvivalenter

23

Nye nedslag

64

Nye utelukkelse







# Formål

---

**Vår oppgave er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner. Ansvarlig forvaltning støtter opp under fondets formål om høyest mulig avkastning innenfor et moderat risikonivå. Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en integrert del av investeringsstrategien.**

Det norske folket eier fondet. Norges Bank Investment Managements oppdrag er å ivareta finansielle verdier for fremtidige generasjoner. Vårt forvaltningsmandat sier at vi skal integrere arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet i forvaltningen.

## LANGSIKTIG RISIKO OG AVKASTNING

Vi har en langsiktig investeringshorisont. Fondet er investert på tvers av mange markeder, sektorer og land for å ta del i den globale verdiskapingen og spre risikoen best mulig. Velfungerende, legitime og effektive markeder, samt god selskapsstyring og bærekraftig forretningspraksis, er i fondets interesse.

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet støtter opp under fondets formål. For oss handler det om å forvalte landets finansielle verdier på en ansvarlig og effektiv måte. I vår forvaltning vurderer vi selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold som over tid kan ha en vesentlig innvirkning på fondets avkastning. Vi tar sikte på at den ansvarlige forvaltningsvirksomheten skal bidra til den langsiktige avkastningen og redusere finansiell risiko knyttet til selskapsstyring, og miljømessige og samfunnmessige forhold ved de selskapene vi er investert i.

## VÅRE PRIORITERINGER

Standardsetting, eierskapsutøvelse og risikohåndtering er de tre bærebjelkene i vårt arbeid med ansvarlig forvaltning.

Vi publiserer våre forventninger, posisjonsnotater og stemmeretningslinjer for å kommunisere synspunkter på spørsmål knyttet til selskapsstyring og bærekraft. Disse dokumentene utgjør grunnlaget for vårt eierskapsarbeid. Vi sikter mot å bidra til utviklingen av standarder og praksis som vil tjene fondets langsiktige interesser på tvers av

## ANERKJENTE PRINSIPPER OG STANDARDER

Norges Bank Investment Management anerkjenner et sett av viktige internasjonale prinsipper og standarder. Vi arbeider med utgangspunkt i disse prinsippene og standardene, og deltar i videreutviklingen av dem.

Prinsipper og standarder som fremmes av OECD og FN, er frivillige og ikke-rettslige anbefalinger. De uttrykker forventninger til god selskapsstyring og selskapspraksis for håndtering av miljømessige og samfunnmessige forhold. Vi forventer at selskapene vi er investert i, søker å følge disse prinsippene og standardene.

**G20s/OECDs prinsipper for selskapsstyring** omhandler i hovedsak grunnlaget for effektiv selskapsstyring, som aksjonærenes rettigheter og hovedfunksjoner, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer, åpenhet og innsyn, samt styrets ansvar og forpliktelser. Prinsippene er et naturlig utgangspunkt for våre egne posisjoner og vår dialog med selskaper og andre organisasjoner.

**OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper** inneholder et sett med anbefalinger fra myndigheter til selskaper med internasjonal virksomhet. Målet er å fremme bærekraftig utvikling gjennom ansvarlig drift, handel og investeringer. Retningslinjenes frivillige karakter innebærer at det ikke stilles krav om etterlevelse i rettslig forstand. Det er samtidig en forventning om at selskapene følger retningslinjene så langt de passer for den enkelte virksomhet. Selskapene må selv vurdere hvordan dette best kan gjennomføres.

**FNs Global Compact** inneholder ti overordnede prinsipper som er utledet fra Verdenserklæringen om menneskerettigheter, ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet og Rio-erklæringen om miljø og utvikling. Prinsippene sier at selskaper skal respektere menneskerettighetene, opprettholde organisasjonsfrihet og kollektiv forhandlingsrett, og fjerne alle former for tvangsarbeid, barnarbeid og diskriminering i arbeidslivet.

**FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter** er en global standard. Prinsippene ble enstemmig vedtatt av FNs menneskerettighetsråd i 2011. Prinsippene hviler på tre søyler som angir hvilke roller og ansvar stater og næringsliv har når det gjelder menneskerettigheter. Søylene er statenes forpliktelse til å sikre menneskerettighetene, næringslivets ansvar for å respektere menneskerettighetene og adgang til klage- og erstatningsmekanismer for dem som rammes av brudd på menneskerettighetene.



markeder og sektorer. Vi deltar i offentlige høringer og har dialog med internasjonale organisasjoner, regulerende myndigheter, initiativer, selskaper, industripartnere, akademikere og andre interessenter. Vi prioriterer spørsmål om selskapsstyring og bærekraft i utvalgte initiativer for å fremme åpenhet, standarder og praksisutvikling over tid.

Vi støtter akademisk forskning for å forbedre det teoretiske og empiriske fundamentet for vårt arbeid. Ny kunnskap kan bidra til å utvikle markedsstandarder og -praksis, datagrunnlag og våre egne prioriteringer i arbeidet med ansvarlig forvaltning. I våre analyser er vi avhengige av data om selskapsstyring og miljømessige og samfunnsmessige forhold. Konsistent rapportering av ikke-finansielle data av høy kvalitet er derfor av særskilt interesse for oss. Vi prioriterer utviklingen av databaser som inneholder slik informasjon. I tillegg fokuserer vi på selskapspraksis og -rapportering for utvalgte områder innen bærekraft, nemlig barns rettigheter, klimaendringer og vannforvaltning. Dette har gitt oss grunnlag for å vurdere selskapenes strategier på disse områdene over tid.

Vår ambisjon er at vi skal stemme ved alle generalforsamlinger i selskapene vi investerer i. God selskapsstyring og velfungerende styrer er grunnleggende for våre eierskapsstrategier. Med eierandeler i nesten 9 000 selskaper kan vi ikke ha like dyp innsikt i alle selskaper i porteføljen. I vår dialog med selskapene legger vi vekt på temaer ved selskapsstyring og bærekraft som vi mener er relevante, og følger opp konkrete spørsmål etter hvert som de dukker opp. Vi integrerer også selskaps-spesifikk investeringskunnskap og konsentrerer vårt

eierskapsarbeid om temaer og selskaper der vi mener at mulighetene for å sikre verdier for fondet er størst. I tillegg investerer vi særskilt i miljøteknologi gjennom våre miljømandater.

God håndtering av risiko ved selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold er viktig for å ivareta våre investeringer. Vi har en systematisk tilnærming til risikoovervåking. Den innebærer at vi foretar løpende vurderinger av temaer og sektorer for så å se nærmere på enkeltsaker. Vårt arbeid med risikoovervåking dekker mange problemstillinger som også omfattes av standardsetting og eierskapsaktiviteter. Vi kan beslutte å selge oss ut av enkeltselskaper på bakgrunn av risikovurderinger.

Denne rapporten handler om Norges Bank Investment Managements ansvarlige forvaltning innenfor rammen av mandatets avkastningsmål. Finansdepartementet har også fastsatt retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper. Retningslinjene gjelder for etiske vurderinger og inngår i det formelle rammeverket for Norges Banks forvaltning av fondet. Finansdepartementet har etablert et uavhengig Etikkråd for å gi råd med utgangspunkt i disse retningslinjene. Et unntak er kullkriteriet som ble innført i 2016. Norges Bank kan beslutte å utelukke selskaper under henvisning til dette kriteriet uten anbefaling fra Etikkrådet. Vi tar sikte på å bidra til at retningslinjene følges på en helhetlig og konsistent måte.

# Prinsipper og forventninger

---

**Vi har publisert prinsipper, forventninger, retningslinjer og posisjoner som ligger til grunn for vår ansvarlige forvaltningsvirksomhet. Vi utvikler disse løpende, og de danner grunnlaget for våre prioriteringer og aktiviteter.**

Norges Banks hovedstyre fastsetter prinsippene for ansvarlig forvaltning av fondet. Norges Bank Investment Management på sin side uttrykker forventninger og prioriteringer på mange ulike måter, for eksempel i form av forventninger til selskapene, stemmeretningslinjer eller posisjoner i enkeltspørsmål.

## **HOVEDSTYRETS PRINSIPPER**

Prinsippene slår fast at ansvarlig forvaltningsvirksomhet skal støtte opp om fondets målsetting ved å fremme den langsiktige økonomiske utviklingen av investeringene og redusere finansiell risiko forbundet med miljømessige og samfunnmessige forhold. Prinsippene utgjør hovedstyrets forventninger til ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Norges Bank Investment Management.

## **FORVENTNINGSDOKUMENTER**

Vi har siden 2008 publisert forventningsdokumenter som et ledd i eierskapsarbeidet. Formålet er å legge frem hvordan Norges Bank Investment Management som finansiell investor forventer at selskapene skal forholde seg til bestemte problemstillinger i sin virksomhet. Forventningene er en del av et bredere sett av virkemidler og aktiviteter som vi tar i bruk innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Forventningene danner et utgangspunkt for samhandling med selskapene om klimaendringer, vannforvaltning, menneskerettigheter og barns rettigheter, og omhandler relevante risikoer og muligheter for selskapene.

Våre forventninger retter seg først og fremst mot selskapenes styre. Vår grunnleggende forventning er at styret tar overordnet ansvar for selskapets strategi for håndtering av relevante bærekraftsspørsmål. Styret skal veilede, overvåke og evaluere selskapsledelsen på en effektiv måte. Vi analyserer risiko og muligheter ved investeringer. For å gjøre dette





## Våre forventninger retter seg først og fremst til selskapenes styre

trenger vi informasjon av høy kvalitet fra selskapene. En annen viktig forutsetning for vårt arbeid er derfor at selskapene er åpne om problemstillingene som er tatt opp i våre forventningsdokumenter og rapporterer i tråd med relevante rapporteringsstandarder og -initiativer.

### Nytt forventningsdokument om menneskerettigheter

I februar 2016 la vi frem et forventningsdokument om menneskerettigheter. FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter etablerer et normativt utgangspunkt for selskapenes strategier for menneskerettigheter. De veiledende prinsippene utgjør i tillegg en referanse for at selskapene kan forstå hva menneskerettighetene handler om, hvordan de gjennom egen virksomhet og forretningsforbindelser kan ha innvirkning på dem, og hvordan man kan sørge for at næringslivet håndterer risikoen for at menneskerettigheter blir undergravet.

I våre forventninger understreker vi at selskapene skal respektere menneskerettighetene i sin egen virksomhet, men også i leverandørkjeden og hos andre forretningsforbindelser. Vi mener menneskerettighets-hensyn bør inngå som en naturlig del av god forretningspraksis og risikohåndtering. Ansvaret for å respektere menneskerettighetene gjelder alle selskaper. Selskapene må på selvstendig grunnlag avgjøre hvordan og i hvilken utstrekning FNs veiledende prinsipper og andre relevante retningslinjer kan gjøres gjeldende for deres virksomhet.

Våre forventninger innebærer at selskapene bør forplikte seg til å overholde menneskerettig-

hetene. Der det er relevant, bør selskapene utarbeide en strategi og vedta retningslinjer for dette. Vi forventer også at selskapene har forsvarlige prosesser på plass for å vurdere og håndtere risikoen for at deres virksomhet kan undergrave menneskerettighetene. De bør rapportere informasjon om selskapets strategi, retningslinjer, risiko- og konsekvensvurderinger knyttet til menneskerettigheter og om dialog med interessegrupper og myndigheter.

Informasjon om menneskerettigheter kan være sensitiv, både for virksomheten og for berørte parter. Vi oppfordrer likevel selskapene til å være åpne om utfordringer og prioriteringer i arbeidet med menneskerettigheter.

### STEMMERETNINGSLINJER

Vi har utviklet retningslinjer som ligger til grunn for vår stemmegivning. Retningslinjene gir selskapene en overordnet forklaring på våre stemmebeslutninger. Retningslinjene sier blant annet at vi skal stemme på alle aksjonærmøter der det ikke er vesentlig praktiske hindringer for det, og at vi skal offentliggjøre vår stemmegivning. Vi skal stemme i tråd med fondets langsiktige interesser. Som en ansvarlig investor legger vi vekt på langsiktig verdiskaping, bærekraftig forretningsdrift, styrets ansvar, aksjonærs rettigheter, likeverdig behandling av aksjonærer og åpen selskapskommunikasjon.

### POSISJONSNOTATER

For å understøtte vårt eierskapsarbeid publiserer vi posisjonsnotater, der vi offentliggjør våre standpunkter i utvalgte spørsmål knyttet til selskapsstyring. Våre posisjoner har betydning både for spørsmål som berører enkelt-selskaper og for utviklingen av god markedspraksis.





# Standarder og praksisutvikling

**Utviklingen av prinsipper og standarder for markedsaktører er viktig for forvaltningen av fondet. Vi innleder dialog, gir høringsuttalelser og støtter initiativer for god praksis og velfungerende markeder.**

Som markedsaktør tar Norges Bank Investment Management sikte på å bidra til å utvikle standarder som tjener fondets langsiktige interesser. Vi fremmer god markedspraksis gjennom dialog med regulerende myndigheter, andre standardsettere og markedsaktører. Vi deltar også i relevante internasjonale fora og diskusjoner om utviklingen og fastsettelsen av standarder. Vi arbeider med selskapsstyring og bærekraft gjennom utvalgte initiativer på tvers av porteføljen. Initiativene er gjerne tett knyttet til eierskapsaktivitet eller risikohåndtering.

## **HØRINGSUTTALELSER OG AKTIVITET I 2016**

I 2016 ga vi ni høringsuttalelser relatert til arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Alle våre høringsuttalelser ble offentliggjort på vårt nettsted [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

### **Internasjonale standarder**

I 2016 deltok vi i OECDs arbeid med å utdype retningslinjene for flernasjonale selskaper. OECD utarbeider praktiske bransjeveiledninger for anbefalingene i OECD-retningslinjene. Vi støtter dette arbeidet og fortsatte å gi innspill til OECDs sekretariat gjennom å delta i den rådgivende gruppen for OECD-prosjektet «ansvarlig næringsliv og finanssektoren». OECDs retningslinjer omfatter tilfeller hvor selskapene er ansvarlig for eller medvirker til negative konsekvenser som følge av egen virksomhet,

eller hvor selskapet – som oftest gjennom forhold i leverandørkjeden – er knyttet til negative virkninger. Forholdet mellom en investor som har kjøpt aksjer i annenhåndsmarkedet, og selskapet investoren har eierandeler i, er fundamentalt annerledes enn forholdet mellom selskapene i en leverandørkjede eller andre verdikjedeforhold. OECD-prosjektet søker å gi veiledning om ulike sider ved dette spørsmålet.

I august ga vi en uttalelse til PRIs sekretariat i en høring om et bærekraftig finanssystem, prinsipper og konsekvenser. I uttalelsen støttet vi PRIs ambisjon om å fremme forskning på bærekraftige finansmarkeder. Et slikt arbeid kan over tid bidra til å gi ny innsikt i forholdet mellom bærekraft, finansiell risiko og avkastning. Vi understreket også at vi som investorer ønsker FNs bærekraftsmål velkommen. Bærekraftmålene kan gi investeringsmuligheter og bidra til at risikobildet endrer seg. Vi argumenterte mot å forsøke å måle hvordan investorer har innvirkning på disse overordnede politikkmålene gjennom PRIs rapporteringsrammeverk. Investorer kan dra nytte av og søke å fremme bærekraftig utvikling. De er likevel ikke ansvarlige for å sikre velfungerende markeder, eller for utfall som ikke er direkte knyttet til deres egen virksomhet.

I september kom vi med innspill til Financial Stability Board, som hadde foreslått en interessenthøring om selskapsstyring og implementering av G20s/OECDs prinsipper for selskapsstyring i finansinstitusjoner. I vår uttalelse støttet vi en slik interessenthøring. Vi foreslo at høringen burde vektlegge uavhengige styremedlemmers kompetanse, spørsmålet om å kombinere rollen som styreleder og daglig leder, styremedlemmers tidsbruk og styrets ansvar overfor aksjonærene.

### Markeds-, bransje- og tematiske standarder

Vi arbeider også med standarder som dekker særskilte bransjer, markeder eller temaer.

Enkelte standarder er nye eller under utvikling. I 2016 var vi flere ganger i kontakt med arbeidsgruppen for klimarelatert rapportering i Financial Stability Board. For investorer er utarbeidelsen av et overordnet rammeverk for rapportering og vurdering av klimarisiko en prioritet. Vi mener at materialitet er et godt utgangspunkt for finansiell rapportering om klima. I vårt høringsinnspill i mai uttrykte vi i hovedsak støtte til en sektorbasert tilnærming til rapportering av finansiell klimarisiko. Slik kan sektorspesifikke forhold bedre fanges opp, og unødvendige generelle rapporteringskrav unngås. Vi viste dessuten til vår egen støtte til forskning på finansiell klimarisiko og påpekte at slik risiko kan ha ulike kilder, tidsaspekter og kanaler i ulike deler av finanssektoren.

CDP, tidligere kjent som Carbon Disclosure Project, er et eksempel på et eksisterende globalt rapporteringsinitiativ som vi støtter. I 2016 innledet vi dialog med andre institusjoner for å forbedre rapportering om vann. Vi deltok på et seminar med institusjonelle investorer og selskaper for å drøfte revisjon av dagens spørreskjema om vann fra CDP, slik at det også inkluderer sektorspesifikke forhold. Vi presenterte i tillegg vårt arbeid med vannrelaterte problemstillinger under Stockholm International Water Week. Der understreket vi betydningen av en hensiktsmessig rapportering fra selskapene om ikke-finansielle forhold, herunder vannforvaltning og klimastrategi.

Styrets uavhengighet er et tema vi har rettet søkelyset mot over lengre tid. Vi tok opp dette spørsmålet med det tyske rådet for selskapsstyring i 2016. Vi foreslo at regelverket

(Kodex) for selskapsstyring skulle inneholde nærmere anbefalinger om hvordan det enkelte styremedlems uavhengighet skal evalueres og rapporteres. Vi foreslo også at regelverket skal angi hvor mange av styrets medlemmer som skal være uavhengige. Rådet gjennomførte en høring om de foreslåtte endringene av Kodex som dekket både styrets uavhengighet og andre forbedringer innen selskapsstyring.

I 2016 ble vi invitert til å delta i det japanske pensjonsfondets nyopprettede forum for globale kapitaleiere. Det japanske fondet etablerte forumet som et møtested for utveksling av kunnskap og synspunkter om ansvarlig forvaltning med ikke-japanske kapitaleiere.

I november bidro vi til et selskapsseminar i Tokyo med rundt 40 selskaper. Formålet med seminaret var å formidle våre forventninger om menneskerettigheter til selskapene. Seminaret omfattet en paneldiskusjon om ansvarlig forvaltning og investorforventninger mellom japanske selskaper, PRI og Norges Bank Investment Management.

Asian Corporate Governance Association fremmer effektiv selskapsstyring i asiatiske markeder og selskaper, og vi er en av hovedsponsorene. I 2016 bidro vi med innspill til gruppens løpende standardsettingsarbeid og deltok i møter hvor medlemmene diskuterte ulike temaer, markeder og tiltak.

Som en del av arbeidet med utviklingen av selskapsstyringspraksis i fremvoksende markeder inngikk vi i 2016 en treårig kontrakt for å støtte African Corporate Governance Network. Nettverket ble opprettet i 2013 og er fortsatt i oppbyggingsfasen. Det er en paraplyorganisasjon for nasjonale styreinstitutter som dekker hele det afrikanske



kontinentet, og som arbeider for bedre selskapsstyring gjennom standarder, utdanning og oppbygging av kapasitet. Vi støtter nettverkets administrative funksjon.

### Finansmarkedsregulering

Som langsiktig eier av noterte instrumenter er fondet påvirket av finansmarkedsreguleringer. Fondet er tjent med at selskapene rapporterer åpent om relevante ikke-finansielle forhold. Slik rapportering kan også bidra til en mer effektiv prisdannelse i markedet.

I 2016 har vi tatt opp spørsmålet om finansmarkedsregulering og bærekraftrapportering i ulike sammenhenger. Vi mener at en konsolidering av bærekraftrapporteringen og harmonisering av velbegrunnede og anerkjente rammeverk er i både selskapenes og investorenes interesse. Når overnasjonale og nasjonale regulerende myndigheter skal fastsette rapporteringskrav, kan de derfor – der det er relevant – referere til og basere seg på



Global Reporting Initiative og Sustainability Accounting Standards Board, som er to ledende standarder for bærekraftrapportering. Det vil bidra til global harmonisering og standardisering, og gi grunnlag for sammenligning. Det vil videre redusere det samlede omfanget av

rapporteringskrav rettet mot selskaper, og gjøre selskapsgjennomganger enklere for investorer.

I februar leverte vi et svar til Singapore-børsens åpne gjennomgang av foreslåtte endringer i reglene for bærekraftrapportering. Vi støttet børsens initiativ om å styrke kravene til bærekraftrapportering, og vi oppfordret til økt

åpenhet. Vi ønsket innføringen av følg-eller-forklar-modellen for rapportering velkommen. Den kan bidra til at flere selskaper velger å rapportere om bærekraftforhold. Selskapene får samtidig fleksibilitet til å rapportere om vesentlige utfordringer og muligheter ved bærekraft som er relevante for deres sektor eller forretningsmodell. Vi støttet endringene som påpekte styrets overordnede ansvar for strategi og rapportering, også for spørsmål knyttet til bærekraft.

I juni kommenterte vi utkastet til retningslinjer for bærekraftrapportering fra World Federation of Exchanges. I markeder uten tilstrekkelige lovpålagte krav om slik rapportering oppfordret vi børsene til å inkludere bærekraftrapportering i noteringskrav for å fremme bedre markedspraksis. Vi refererte til rammeverket for integrert rapportering (IR) som et nyttig verktøy for å støtte opp om presis og relevant rapportering om materielle forhold.

I juli leverte vi innspill til det amerikanske Securities and Exchange Commission om rapportering av bærekraftinformasjon. Vi understreket at slik rapportering kan være av betydning for beslutninger om stemmegivning og investeringer. Vi fremholdt at vi i utgangspunktet foretrekker en prinsipiell tilnærming til rapportering basert på materialitet. Et slikt utgangspunkt gir et rapporteringsrammeverk med fleksibilitet til å håndtere problemstillinger som endrer seg over tid. Vi gjentok vårt standpunkt om at styret har det endelige ansvaret for selskapsrapportering, og foreslo at kommisjonen kunne gi ytterligere veiledning til selskaper når det gjelder vurderingen av vesentlige, sektorspesifikke risikofaktorer.

I 2016 har vi tatt opp spørsmålet om finansmarkedsregulering og bærekraftrapportering i ulike sammenhenger

## INDUSTRIINITIATIVER

Gjennom initiativene søker vi over tid å fremme relevante standarder, styrke informasjonsgrunnlaget som investorene har tilgang til, eller bedre bransjepraksis for selskapsstyring og bærekraft. I 2016 har vi arbeidet med slike forhold gjennom tre initiativer.

## Miljø- og gruvedata

I 2014 tok vi initiativ til et prosjekt knyttet til gruvedrift. Formålet med initiativet var å utvide og forbedre informasjonen om ikke-finansielle data for denne sektoren i en samlet database. I 2016 arbeidet Columbia University videre med å bygge denne databasen. Slik informasjon er ikke



## HØRINGSUTTALELSER

| Mottaker                                      | Tema  | Sendt    |
|---|---|----------|
| Singapore-børsen                              | Uttalelse til høringsdokument om bærekraftsrapportering: Følg eller forklar   | 04.02.16 |
| Arbeidsgruppen for klimarelatert rapportering | Høringsuttalelse om rapporten for fase 1  | 02.05.16 |
| Japans finanstilsyn                           | Svar på ønske om kommentarer til temaer knyttet til konstruktiv dialog mellom selskaper og institusjonelle investorer | 21.06.16 |
| World Federation of Exchanges                 | Innspill til forbundets åpne høring om veiledning og anbefalinger   | 24.06.16 |
| USAs finanstilsyn (SEC)                       | Innspill til konseptbeskrivelse av virksomhetsrapportering og finansiell rapportering i henhold til forskrift S-K     | 15.07.16 |
| Sekretariatet til PRI                         | Uttalelse i forbindelse med høring om et bærekraftig finanssystem, prinsipper og virkninger                           | 18.08.16 |
| Sekretariatet ved Financial Stability Board   | Innspill til interessenthøring om selskapsstyring   | 09.09.16 |
| Natural Capital Coalition                     | Innspill til vedlegg om finanssektoren til Natural Capital Protocol   | 09.12.16 |
| Det tyske rådet for selskapsstyring           | Innspill til endringer av regelverket for selskapsstyring (Kodex)   | 14.12.16 |



lett tilgjengelig. Norges Bank Investment Management har derfor invitert gruveselskaper, industrieksperter og bransjeorganisasjoner innen gruvesektoren til å være med på å utvikle et slikt datagrunnlag. Databasen er bygget opp i et åpent kildekodeformat og vil bli gjort tilgjengelig for fremtidig forskning. Datasettene inkluderer informasjon om enkeltgruver, klima og hydrologi, kartdata, finansielle og regulatoriske forhold. En applikasjon for å tallfeste vannrisiko på eiendels- eller selskapsnivå ble demonstrert på et akademisk seminar ved Columbia University i september 2016.

### Den globale klesleverandørkjeden

I januar undertegnet vi Social and Labor Convergence Project, et initiativ i regi av Sustainable Apparel Coalition. Initiativet tar sikte på å utarbeide en standard for hvordan selskaper i den globale klesindustrien kan vurdere arbeids- og samfunnsmessige forhold i sine leverandørkjeder. Dette initiativet, som samler flere ulike interessegrupper, søker å bidra til en mer bærekraftig klesindustri gjennom standardiserte prosesser, felles verktøy og en mulig sertifisering av selskaper og deres leverandørkjeder. Det overordnede målet er å oppnå varig forbedrede arbeidsvilkår i den globale klesindustrien.

Initiativet inkluderer deltakere fra ulike merkevarer, detaljhandelen og produsenter, i tillegg til frivillige organisasjoner, handelsforeninger og akademiske institusjoner. Vi er den første investoren som slutter seg til initiativet. Gjennom initiativet samarbeider vi med ledende selskaper i bransjen. En del av vårt engasjement vil være å tilrettelegge for dialog med en bredere investorgruppe. I den forbindelse inviterte vi en gruppe investorer til et seminar om investorenes forventninger til hvordan selskapene skal håndtere samfunns- og

menneskerettighetsspørsmål i sine globale leverandørkjeder. Seminaret vil danne grunnlag for et omforent innspill fra investorene til Sustainable Apparel Coalition og Social and Labor Convergence Project.

Barnearbeid er fortsatt et problem i den globale klesleverandørkjeden. Vår støtte til Social and Labor Convergence Project er også relevant for vårt arbeid med barns rettigheter. Samarbeid på tvers av interessentgrupper er viktig for å avskaffe barnearbeid.

### Næringsliv og menneskerettigheter

FNs veiledende prinsipper for næringsliv og menneskerettigheter påpeker næringslivets ansvar for å respektere menneskerettigheter. Vi har basert vårt forventningsdokument om menneskerettigheter på disse prinsippene. Selskapenes rapporteringspraksis relatert til menneskerettigheter er utviklet over tid. Vi støtter den pågående utviklingen av god praksis på dette området. I desember inviterte vi representanter for selskaper vi er investert i innen kles-, sko-, mat- og drikkevaresektoren, til et seminar i London om arbeid med FNs veiledende prinsipper. Seminaret ble ledet av organisasjonen Shift. Diskusjonene under seminaret handlet om ulike sider ved næringsliv og menneskerettigheter, herunder rapportering, utfordringer i leverandørkjeden og strategier for å avdekke og håndtere fundamentale risikofaktorer. Shift har utarbeidet en rapport fra seminaret som er publisert på deres hjemmeside.

# Forskning og data

**Vi støtter forskning for å øke kunnskapen om og forståelsen av forholdet mellom selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold på den ene side, og økonomisk risiko og avkastning på den annen side. Forbedret rapporteringspraksis og datatilgang er langsiktige prioriteringer for oss.**

Norges Bank Investment Management arbeider for å øke kunnskapen om sammenhenger mellom selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold og porteføljens risiko og avkastning. Vi tar initiativ til og støtter forskningsprosjekter, og vi samarbeider med akademiske institusjoner for å få tilgang til uavhengige analyser med høy kvalitet. Forskningsprosjektene kan bidra til å forbedre markedsstandarder og -praksis, datautvikling og våre egne prioriteringer innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Som investorer har vi nytte av god datarapportering og tilgang til omfattende kvalitative og kvantitative ikke-finansielle data. Arbeidet med ikke-finansielle data inkluderer statistikk og data knyttet til land- og sektorvurderinger og data knyttet til temaer som selskapsstyring, vannressurser, klimaendringer og menneskerettigheter. I våre årlige fokusområdevurderinger samler vi inn informasjon om selskapsrapportering og analyserer utvalgte problemstillinger som er relevante for flere sektorer.

## **AKADEMISKE FORSKNINGSPROSJEKTER**

Det norske finansinitiativ (NFI), et initiativ i regi av Norges Bank, gir økonomisk støtte til utvalgte forskningsprosjekter. Gjennom NFIs forskningsprogram sikter vi mot å legge til rette for forskning av høy kvalitet innen temaer av særskilt betydning for den langsiktige forvaltningen av fondet, herunder selskapsstyring og ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Vi kan også ta initiativ til og finansierer forskningsprosjekter utenfor det norske finansinitiativet.

## **Nye forskningsprosjekter i 2016**

I 2016 tok vi initiativ til et forskningsprosjekt ledet av professor George Serafeim ved Harvard Business School for å se på den eventuelle sammenhengen mellom bærekraftrapportering og selskapsavkastning. Forskingen tar utgangspunkt i våre egne datasett om selskapsrapportering knyttet til klimaendringer, vannforvaltning og barns rettigheter. Datasettene omfatter flere åpenhetsindikatorer, blant annet om selskapenes retningslinjer og strategier. I første omgang vil prosjektet bygge modeller for å avdekke hva som er utslagsgivende for selskapenes rapportering. Prosjektet vil også ta for seg forholdet mellom bærekraftrapportering og aksjekursutvikling eller finansielle resultater.

Basert på resultatene av den empiriske analysen vil det bli formulert anbefalinger knyttet til mulige sammenhenger mellom bærekraftrapportering og verdiskaping. Prosjektet vil også vurdere hvordan Norges Bank Investment Management kan forbedre sine ikke-finansielle datasett.

Et annet nytt prosjekt i 2016 var å finansiere forskning ledet av professor Cliff Holderness ved Boston College. Forskningsbevilgningen går til studier som ser på ulike sider ved maktfordelingen mellom aksjonærer og selskapsledelsen.

Fristen for å komme med prosjektforslag innen 'finansiell økonomi og klimaendringer' under NFIs forskningsprogram gikk ut i juni 2016.



## FORSKNINGSPROSJEKTER

| Prosjekt  | Tema                                 | Mål   | Institusjon   |
|---|--------------------------------------|---|---|
| Selskapspåvirkning og selskapsstyring                           | Selskapsstyring                      | Analysere ulike sider ved maktfordelingen mellom et selskaps aksjonærer og ledelse  | Boston College  |
| Klimarisiko og finansmarkeder (ferdig i 2016)                   | Klimarisiko                          | Samle en gruppe forskere innen finans-, makro-, miljø- og ressursøkonomi for å undersøke klimaendringenes potensielle innvirkning på finansmarkedene og porteføljevaltning  | Universitetet i Oslo, Økonomisk Institutt   |
| Virkningen av eierskapsdialog                                   | Selskapsstyring                      | Analysere omfang, virkning og betydning av eierskapsdialog utført av Standard Life Investments  | London Business School i samarbeid med forskere ved Université Libre de Bruxelles og Università Commerciale Luigi Bocconi |
| Miljø- og samfunnsmessige risikofaktorer for gruveselskaper     | Miljømessig og samfunnsmessig risiko | Utrede hvorvidt og hvordan ulike miljømessige, samfunnsmessige og regulatoriske faktorer vil kunne påvirke lønnsomheten i gruveindustrien på tvers av ulike former for gruve drift og geografiske områder                                     | Columbia University, Earth Institute's Water Center   |
| Miljørelaterte risikofaktorer for kullselskaper (ferdig i 2016) | Miljømessig risiko                   | Analysere risikofaktorer for selskaper innen kullgruve drift, kraftproduksjon fra kull og annen kullbasert energiforedling. Rapporten inkluderer en fremoverskuende vurdering av miljørelaterte, regulatoriske og teknologiske risikofaktorer | University of Oxford, Smith School of Enterprise and the Environment  |
| Bærekraft-rapportering  | Rapportering og materialitet         | Analysere faktorer som er utslagsgivende for rapportering av ikke-finansiell informasjon og se på mulig sammenheng med verdiskaping   | Harvard Business School   |

Invitasjonen gjaldt prosjekter som ser på klimaendringenes mulige innvirkning på finansmarkedene og aktivpriser, samt mulige ringvirkninger for kapitalforvaltning og porteføljevalg. NFIs vitenskapelige råd vurderte forslagene. På bakgrunn av de innsendte prosjektforslagene og vurderingene til det vitenskapelige rådet besluttet vi høsten 2016 å tilby støtte til prosjekter ledet av anerkjente forskere ved to amerikanske læresteder. Prosessen med å ferdigstille forskningsstøtte-avtalene er igangsatt. Prosjektene vil i stor grad komplementere hverandre og inkludere ny forskning, konferanser og publiserte artikler. Målet med støtten er å fremme utviklingen av akademisk teori og empirisk analyse innen klimarisiko, finansmarkeder og kapitalforvaltning.

#### Andre akademiske aktiviteter

I august ledet Norges Bank Investment Management flere av sesjonene under European Finance Associations årsmøte i Oslo. En av sesjonene handlet om selskapsstyring, forståelsen av faktisk og skjult kontroll av selskaper, og hva det betyr for minoritetsaksjonærer. Innledningene ble holdt av professor Jason Zein ved University of New South Wales, Scott Yonker ved Cornell University og Stefan Zeume ved University of Michigan.

Norges Bank Investment Management deltar som bidragsyter til Harvard Law Schools program for selskapsstyring, og er medlem av det rådgivende utvalget til programmets Institutional Investor Forum. Programmet for selskapsstyring tar sikte på å bidra til kunnskap, offentlig diskusjon og retningslinjer innen selskapsstyring gjennom å bygge bro mellom akademisk forskning og praksis. Programmet skal også fremme forskning som er relevant for utforming av retningslinjer. I 2016 støttet Harvard-programmet forskning på

selskapsstyring og arrangerte tre konferanser om aksjonærdeltakelse, selskapsstyring og lederavlønning.

#### NBIM Talk

Vi arrangerer NBIM Talk fire ganger i året. Formålet med seminaret er å samle eksterne og interne foredragsholdere for å drøfte spørsmål som er viktige for en finansiell investor som oss.

I desember arrangerte vi en NBIM Talk om ikke-finansielle data. Tema var betydningen av slike data for investorer. Innleggene omfattet perspektiver fra det akademiske miljøet, dataleverandører, samt investorperspektivet presentert av Norges Bank Investment Management.

#### UTVIKLING AV IKKE-FINANSIELLE DATA

En viktig problemstilling innen ansvarlig forvaltning er hvordan man kan gå fra ord til tall, slik at investorer kan vurdere selskapenes innsats og skaffe seg en bedre forståelse av risikofaktorer. Kvalitativ og kvantitativ informasjon om sentrale temaer innen selskapsstyring og bærekraft betegnes ofte som ikke-finansielle data.

#### Databaser og informasjonskilder

Vi har tilgang til informasjon fra eksterne dataleverandører som er spesialister på ikke-finansielle data og analyser. Tilbudet fra slike dataleverandører øker stadig, både i antall selskaper og markeder som dekkes, og kvaliteten blir stadig bedre. Når vi velger dataleverandører, vektlegger vi underliggende metode, operasjonell plattform og datakvalitet. Akademiske institusjoner og andre eksterne aktører, som frivillige organisasjoner og media, gir oss også relevant informasjon. Vi oppfordrer eksterne aktører til å sende oss informasjon de mener er av betydning for våre investeringer.



Norges Bank Investment Management har stadig mer omfattende databaser med ikke-finansielle data. Disse omfatter en rekke



Vi oppfordrer eksterne aktører til å sende oss informasjon de mener er av betydning for våre investeringer

faktorer på land-, sektor- og selskapsnivå. I 2016 bedret vi kvaliteten på våre databaser med ikke-finansiell informasjon ved å inkludere mer detaljert selskapsdata for enkeltfabrikker, produksjonsfasiliteter eller andre fysiske eiendeler der slike data er tilgjengelige. Vi arbeider innen mange sektorer for å kunne

integre mer detaljerte data om slike eiendeler i våre ikke-finansielle databaser. På den måten kan vi få mer kunnskap om porteføljens risiko knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold.

#### Fokusområdevurderinger i 2016

Gjennom våre fokusområdevurderinger samler vi inn informasjon om og analyserer utvalgte temaer som er relevante på tvers av bransjer. Vi har tre fokusområder direkte knyttet til selskapsrapportering om miljømessige og samfunnsmessige forhold: barns rettigheter, vannforvaltning og klimaendringer.

Vi har over tid vurdert om selskapenes åpenhet om strategier, retningslinjer, forretningsplaner og rapportering viser at de er godt rustet til å håndtere risiko knyttet til barns rettigheter, vann og klimaendringer. Ettersom selskapene ofte i begrenset grad deler slik informasjon, vil ikke våre analyser alltid gjenspeile selskapenes faktiske arbeid. Våre vurderinger dekker utvalgte bransjer og markeder som vi mener er særlig utsatt. Vurderingene avdekker både selskaper med god rapportering og selskaper som bør styrke sin rapportering.

Med utgangspunkt i fokusområdene vurderte vi 2 392 selskaper i 2016, hvorav 1 238 innen klimaendringer, 600 innen vannforvaltning og 554 innen barns rettigheter. Markedsverdien av investeringene i de vurderte selskapene utgjorde 36 prosent av aksjeporteføljens markedsverdi ved årsslutt.

#### EKSEMPLER PÅ IKKE-FINANSIELLE DATA

| Tema                           | Kvalitativ informasjon | Kvantitative data |
|--------------------------------|------------------------|-------------------|
| Biologisk mangfold             | ✓                      | ✓                 |
| Karbon                         | ✓                      | ✓                 |
| Klimaendring                   | ✓                      | ✓                 |
| Avfall                         | ✓                      | ✓                 |
| Vann                           | ✓                      | ✓                 |
| Barnearbeid                    | ✓                      | ✓                 |
| Korrupsjon                     | ✓                      | ✓                 |
| Helse, miljø og sikkerhet      | ✓                      | ✓                 |
| Humankapital                   | ✓                      | ✓                 |
| Reserver av fossilt brennstoff |                        | ✓                 |
| Grønne inntekter               |                        | ✓                 |
| Kraftverksspesifikke faktorer  |                        | ✓                 |





## BARNES RETTIGHETER

Langsiktig legitimitet for sektorer og markeder kan avhenge av at virksomhetene og produktene er etisk akseptable. Vi forventer at selskapene respekterer barns rettigheter i tråd med FNs veiledende prinsipper, og integrerer barns rettigheter i strategiarbeid, risikohåndtering og rapportering.

Vi har siden 2008 vurdert utvalgte selskaper som er utsatt for barnearbeidsrisiko. Vi har valgt å se nærmere på selskaper med virksomhet eller leverandørkjeder innen bransjer der det er særlig høy risiko for barnearbeid. I 2016 utvidet vi vurderingene til å inkludere et bredere utvalg av selskaper som opererer i bransjer eller land med høy risiko for barnearbeid. Vi vurderte 554 selskaper innen sektorene materialer, merkevarer, klesproduksjon, detaljhandel, teknologisk utstyr og mat- og drikkevarer. Vurderingene var basert på de siste offentliggjorte opplysningene fra selskapene.

Selskapenes rapportering ble vurdert opp mot ti indikatorer. Andelen selskaper som hadde retningslinjer for barnearbeid, varierte fra under 30 prosent i mat- og drikkevaresektoren til opp mot 60 prosent i teknologisektoren. Selskapene oppnådde generelt dårligere vurdering for indikatorne på systemer for overvåking av barnearbeid i leverandørkjeden og kontakt og samarbeid med andre interessenter om barnearbeid. En forskjell fra tidligere års vurderinger er at selskapene generelt ser ut til å rapportere mer om hvordan den potensielle økonomiske effekten av samfunnsmessige forhold integreres i planleggingen av forretningsdriften. Slik rapportering avspeiler i større grad langsiktige investorers interesse for bærekraftproblemstillinger. Våre funn viste at resultatene varierte fra sektor til sektor. En rekke selskaper rapporterer ikke om sin håndtering av risiko knyttet til barns rettigheter i det hele tatt.

### Gode resultater innen barns rettigheter. Eksempler fra forskjellige sektorer

Adidas AG

Vale SA

Bayer AG

The Coca-Cola Co

Hennes &amp; Mauritz AB

Mondelez International Inc

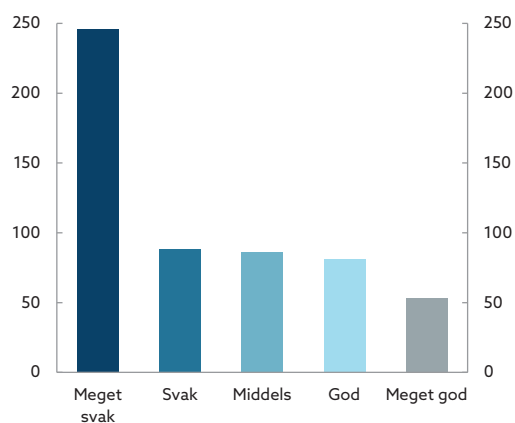
Nestlé SA

Inditex SA

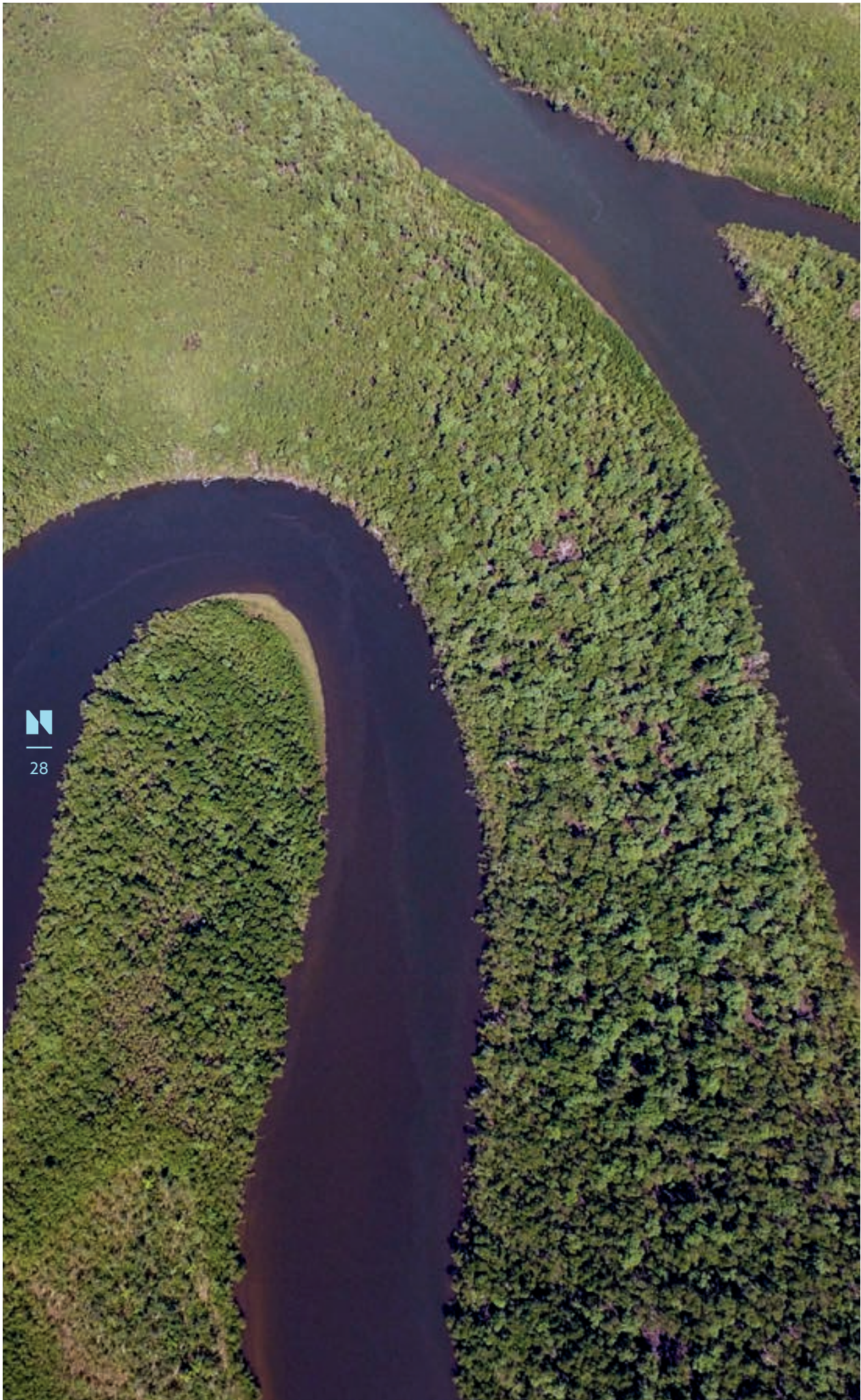
Nokia OYJ

Unilever Plc

**Figur 1** Resultater for selskaper vi har vurdert innen barns rettigheter i 2016. Antall selskaper



I 2016 identifiserte vi 53 selskaper som oppnådde meget gode resultater på våre ti indikatorer. Rapporteringen om barns rettigheter var best blant store selskaper innen merkevarer, detaljhandel og gruvedrift. Mange av disse selskapene har globalt synlige merkevarenavn og leverandørkjeder i land med høy risiko for barnearbeid.





## VANNFORVALTNING

Hvordan selskaper forvalter vannrisiko og utnytter vannrelaterte muligheter, kan ha innvirkning på selskapenes langsiktige avkastning. Eksterne konsekvenser av vannforbruk som ikke er bærekraftige, kan i seg selv ha innvirkning på porteføljens langsiktige verdiutvikling. Vi forventer at selskapene integrerer vannrisiko i strategiarbeid, risikohåndtering og rapportering.

Siden 2010 har vi vurdert selskaper som er utsatt for vannrisiko. I 2016 vurderte vi rapporteringen til 600 selskaper innen sektorene konsumvarer, treforedling, kjemi, olje og gass, gruvedrift, vannforsyning og kraftproduksjon. Vurderingene var basert på de siste offentliggjorte opplysningene fra selskapene.

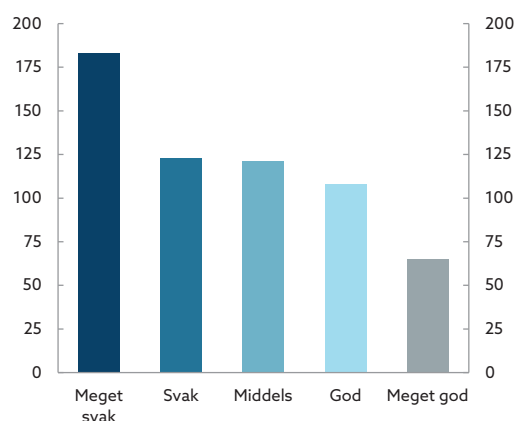
Selskapenes rapportering ble vurdert opp mot fem hovedindikatorer. Det var stor variasjon i rapporteringsnivå. Andelen selskaper som hadde offentliggjort analyser av vannrisiko, varierte fra 64 prosent innen konsumvarer til 76 prosent innen kraft- og vannforsyning. Det var store forskjeller mellom selskapene når det gjaldt rapportering om risikovurderinger og risikohåndtering. Resultatene varierte også fra sektor til sektor. Vår analyse viser at rundt 13 prosent av selskapene ikke ga noen relevante opplysninger om håndtering av vannrisiko.

I 2016 identifiserte vi 65 selskaper som hadde meget gode resultater på våre fem hovedindikatorer. Av alle sektorer var det selskaper innen konsumvarer som hadde best rapportering om vannrelatert risiko.

### Gode resultater innen vannforvaltning. Eksempler fra forskjellige sektorer

|                            |
|----------------------------|
| Nestlé SA                  |
| Diageo Plc                 |
| Harmony Gold Corporation   |
| Newmont Mining Corporation |
| Exelon Corporation         |
| Endesa SA                  |
| UPM-Kymmene OYJ            |
| ConAgra Foods Inc          |
| Coca Cola HBC AG           |
| Heineken NV                |

**Figur 2** Resultater for selskaper vi har vurdert innen vannforvaltning i 2016. Antall selskaper





## KLIMAENDRINGER

Klimaendringer kan ha innvirkning på selskapers inntjening og porteføljens avkastning over tid. Klimaendringer kan også gi forretningsmessige muligheter. Vi forventer at selskaper planlegger for ulike klimascenarier, og integrerer klimarisiko i strategiarbeid, risikohåndtering og rapportering.

Vi har siden 2010 vurdert utvalgte selskaper som er særskilt utsatt for klimarisiko. I 2016 vurderte vi 1 238 selskaper med særlig høy klimarisiko i de åtte sektorene råvarer, byggematerialer, kjemikalier, olje og gass, kraftproduksjon, bilproduksjon, transport og fast eiendom. Vurderingen var basert på data som var innrapportert til CDP i 2016, samt utvalgte tilleggsdata fra Trucost, som er leverandør av miljødata.

Selskapenes rapportering ble vurdert opp mot fem hovedindikatorer. Disse var selskapenes åpenhet om selskapsstyring knyttet til klimarelatert risiko, investeringsmuligheter, strategi, risikohåndtering og oppnådd utslippsreduksjon. Det var stor variasjon i nivået på rapportering av klimarisiko mellom selskaper og mellom sektorer. Andelen selskaper som hadde offentliggjort analyser av eksponering mot klimarisiko, varierte fra 38 prosent innen kraftforsyning til 53 prosent innen kjemisektoren.

I 2016 identifiserte vi to selskaper med meget gode resultater på våre indikatorer. Det var 39 selskaper som hadde gode resultater. 58 prosent av selskapene i de utvalgte sektorene ga ikke informasjon eller rapporterte ikke inn data til CDP.

### Gode resultater innen klimaendringer. Eksempler fra forskjellige sektorer

Saint-Gobain SA

Johnson Matthey Plc

British Land Company Plc

Group PSA

Newmont Mining Corporation

Engie SA

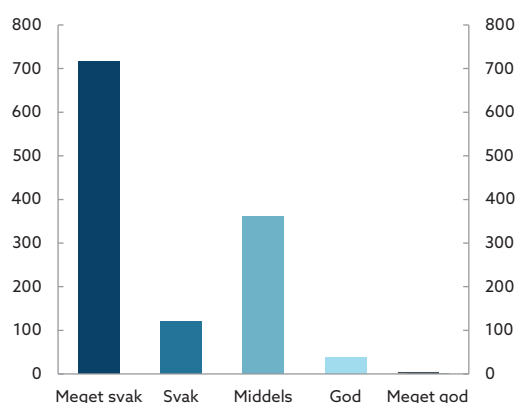
Iren SPA

Fedex Corporation

GoldCorp Inc

EVN AG

**Figur 3** Resultater for selskaper vi har vurdert innen klimaendringer i 2016. Antall selskaper.





# Stemmegivning

**Vi stemte ved 11 294 generalforsamlinger i 2016. Stemmegivning er et av de viktigste virkemidlene vi har for å utøve våre eierrettigheter. Vi har etablert egne retningslinjer som danner det prinsipielle grunnlaget for vår stemmegivning.**

Norges Bank Investment Management utøver sin stemmerett for å sikre fondets verdier. Vi sikter mot å stemme på alle generalforsamlinger. Aksjonærer stemmer i en rekke saker som omfatter styrets sammensetning, styringsstrukturer og selskapenes forretningsstrategi. Det kan være valg av styremedlemmer, kapitalisering, fusjoner og oppkjøp og avlønning. Gjennom vår stemmegivning søker vi å støtte god selskapsstyring, forbedre selskapenes strategier og styrke risikostyringen knyttet til bærekraftutfordringer.

Vi har etablert egne retningslinjer som danner det prinsipielle grunnlaget for vår stemmegivning. Disse retningslinjene bygger på G20s/OECDs reviderte prinsipper for selskapsstyring. I vår stemmegivning tar vi samtidig hensyn til særskilte forhold i det enkelte selskap.

**Tabell 1** Stemmegivning på generalforsamlinger. Per region

| Region        | 2016          |                      |                            | 2015          |                      |                            |
|---------------|---------------|----------------------|----------------------------|---------------|----------------------|----------------------------|
|               | Totalt antall | Antall der vi stemte | Prosentandel der vi stemte | Totalt antall | Antall der vi stemte | Prosentandel der vi stemte |
| Afrika        | 269           | 161                  | 59,9                       | 254           | 170                  | 66,9                       |
| Asia          | 5 123         | 5 095                | 99,5                       | 5 118         | 5 092                | 99,5                       |
| Europa        | 2 594         | 2 516                | 97,0                       | 2 779         | 2 682                | 96,5                       |
| Latin-Amerika | 571           | 556                  | 97,4                       | 591           | 573                  | 97,0                       |
| Midtøsten     | 214           | 208                  | 97,2                       | 228           | 216                  | 94,7                       |
| Nord-Amerika  | 2 406         | 2 405                | 100,0                      | 2 478         | 2 478                | 100,0                      |
| Oseania       | 354           | 353                  | 99,7                       | 352           | 351                  | 99,7                       |
| <b>Totalt</b> | <b>11 531</b> | <b>11 294</b>        | <b>97,9</b>                | <b>11 800</b> | <b>11 562</b>        | <b>98,0</b>                |

## STEMMEPRINSIPPER

### G20/OECD prinsipper

Institusjonelle investorer, aksjemarkeder og andre mellomledd

Effektivt rammeverk for selskapsstyring

Styrets ansvar

Rettigheter og rettferdig behandling av aksjonærer og sentrale eierskapsfunksjoner

Rapportering og åpenhet

Interessenters rolle innen selskapsstyring

### Norges Bank Investment Management stemmeretningslinjer

Stemme på en prinsipiell og konsekvent måte for å maksimere den langsiktige lønnsomheten i selskapene vi er investert i

- Stemme på en prinsipiell og konsekvent måte
- Stemme i tråd med fondets langsiktige avkastningsmål
- Åpenhet om stemmebeslutninger

Støtte langsiktig verdiskaping i selskapene

- Hensynta markedspraksis og regulering
- Hensynta selskapsespesifikke omstendigheter

Ansvarliggjøre styrene for beslutninger og resultater

- Styresammensetning
- Styremedlemmers forpliktelser og fornyelse av styret
- Mulighet til å ansvarliggjøre styret
- Lederavlønning

Fremme aksjonærs rettigheter og arbeide for rettferdig behandling

- Beskyttelse av aksjonærrettigheter
- Likebehandling innen samme aksjeklasse
- Rettferdig behandling av aksjonærer
- Fortrinnsretter

Oppføre til presis, tilstrekkelig og åpen selskapskommunikasjon

- Årsberetning og regnskap
- Ansvarsfritak for styret og regnskap
- Overenstemmelse med lokale anbefalinger for selskapsstyring
- Godtgjørelse til revisor for tjenester utenom revisjonsplikt

Fremme ansvarlig forretningsdrift

- Risikostyring
- Rapportering av miljømessig og samfunnmessig risiko
- Aksjonærforslag

## STEMMEPROSESSEN I NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT

### Før generalforsamlingen

- Vi mottar varsler om kommende generalforsamlinger og saksdokumenter fra selskaper via våre stemmerepresentanter
- All dokumentasjon til generalforsamlinger gjøres tilgjengelig for Norges Bank Investment Management i et internettbasert system
- Stemmeanbefalinger utstedes basert på våre stemmeretningslinjer og posisjonsnotater
- Utvalgte selskaper blir analysert og eskalert for mulig offentliggjøring av stemmeintensjoner i forkant av generalforsamling
- Integrasjon av selskapsspesifikke faktorer og kunnskap fra forvalterne i enkeltsaker
- Stemmebeslutninger blir fattet av Norges Bank Investment Management og stemmeinstruksjoner sendes til selskapene via våre stemmerepresentanter

MØTE

### Etter generalforsamlingen

Stemmegivningen offentliggjøres på vår internettside [www.nbim.no](http://www.nbim.no)







### STEMMEPROSESSEN

Vi sikter mot å stemme på alle generalforsamlinger i selskapene der vi er investert. Siden fondet eier aksjer i rundt 9 000 selskaper, kan vi ikke møte opp fysisk på alle generalforsamlinger. I tråd med G20s/OECDs prinsipper for selskapsstyring tillater de fleste selskaper at aksjonærer kan stemme på generalforsamlinger uten å være fysisk til stede, gjennom såkalt fullmaktsstemmegivning. Da kan en aksjonær oppnevne en representant som møter på generalforsamlingen med fullmakt, og stemmer i tråd med de instruksjoner som er gitt. Ordningen setter oss i stand til å utøve vår stemmerett i tusenvis av selskaper over hele verden.

Vi arbeider løpende for å forbedre vår stemmeprosess. På grunn av det store antallet generalforsamlinger er vi avhengige av en pålitelig stemmeprosess. I 2016 har vi arbeidet med å forbedre stemmeprosessen ytterligere, og vi har prøvd ut en standardisert modell for å bekrefte endelig avgitt stemme. Dette pilotprosjektet var en del av vårt arbeid med å etablere en automatisk stemmeprosess, hvor vi for hver generalforsamling får bekreftet at vår stemme er avgitt, og at stemmegivningen på de enkelte forslagene var i tråd med vår elektroniske stemmeinstruks (også kjent som

«ende til ende»-bekreftelse). I 2016 ble seks britiske selskaper valgt ut til en testpilot for automatisk stemmegivningsbekreftelse, og «ende til ende»-bekreftelsen gikk gjennom for alle de seks selskapene. Ytterligere 24 selskaper ble plukket ut for utprøving på generalforsamlinger i 2017. Elektronisk og konsistent «ende til ende»-bekreftelse vil være et stort fremskritt for fullmaktsstemmegivningsprosessen. Det vil bety at alle aksjonærer som har avgitt stemme med stemmefullmakt under en generalforsamling, kan få bekreftelse på at deres stemme faktisk ble avgitt og er inkludert i avstemningsresultatet.

Avstemningsprosedyrene og detaljnivået i de sakene som blir diskutert på generalforsamlingene, kan variere på tvers av markeder og selskaper. Som en del av arbeidet med å forbedre stemmeprosessen deltar vi også av og til fysisk på generalforsamlingene til utvalgte selskaper. Fysisk deltakelse er ikke bare en meningsfylt måte å representere våre egne standpunkter på i en avstemning, det gir også innsikt i hvordan andre investorer stemmer. I 2016 deltok vi på generalforsamlinger i Frankrike (Danone SA og AXA SA), Tyskland (Volkswagen AG), Sverige (Boliden AB) og Storbritannia (Reckitt Benckiser Group Plc).

### Offentliggjøring av stemmeintensjon

Vi videreførte vårt initiativ med å offentliggjøre stemmeintensjoner og begrunnelse i forkant av utvalgte generalforsamlinger i 2016. Formålet er å være mer åpen om stemmegivningen og styrke aksjonærenes innflytelse.

I 2016 utvidet vi vår forhåndsannonsering til å omfatte saker av strategisk interesse for aksjonærene, som godkjenning av oppkjøpstilbud eller fusjoner.

I 2016 vurderte vi 14 selskaper med tanke på offentliggjøring av vår stemmeintensjon i forkant av generalforsamlingen. En intern analyse og utvelgelse ble gjennomført for å bestemme hvilke selskaper som var best egnet for forhåndsannonsering.

På grunnlag av utvelgelsesprosessen offentliggjorde vi vår stemmeintensjon for seks selskaper i forkant av generalforsamlingen.

### Åpenhet i etterkant av stemmegivning

Når våre stemmebeslutninger er klare, sendes de til selskapene via våre stemme-representanter og depotbank.

Samtlige stemmebeslutninger blir offentliggjort dagen etter generalforsamlingen og legges ut på vårt nettsted [www.nbim.no](http://www.nbim.no).

## PUBLISERTE STEMMEINTENSJONER I 2016

| Selskap                               | Publisert stemmeintensjon   |
|---------------------------------------|---|
| BG Group Plc<br>Royal Dutch Shell Plc | Støtte til sammenslåingen av BG Group og Royal Dutch Shell                              |
| Deutsche Wohnen AG<br>Vonovia SE      | Støtte til Vonovias foreslåtte oppkjøp av Deutsche Wohnen <sup>1</sup>                  |
| Chevron Corp                          | Støtte til aksjonærforslag om rapportering av hvordan klimaendringer påvirker selskapet |
| Exxon Mobil Corp                      | Støtte til aksjonærforslag om rapportering av hvordan klimaendringer påvirker selskapet |
|                                       | Støtte til aksjonærforslag om uavhengig styreleder                                      |
|                                       | Støtte til aksjonærforslag om innføring av retten til å foreslå styrekandidater         |

<sup>1</sup> Oppkjøpet ble avbrutt etter at Norges Bank Investment Management hadde publisert sin stemmeintensjon

## VÅRE STEMMEBESLUTNINGER

I 2016 stemte vi på 112 210 forslag ved 11 294 generalforsamlinger. 98 prosent av forslagene ble fremmet av selskapene, mens 2 prosent ble fremmet av aksjonærene.

I alt stemte vi ved 98 prosent av generalforsamlingene i 2016. Hovedårsaken til at fondet ikke stemte på samtlige generalforsamlinger i 2016, var praksisen med å blokkere aksjene i perioden rundt generalforsamlingen, som ville pålagt oss handelsrestriksjoner i aksjen dersom vi hadde valgt å avgi stemme.

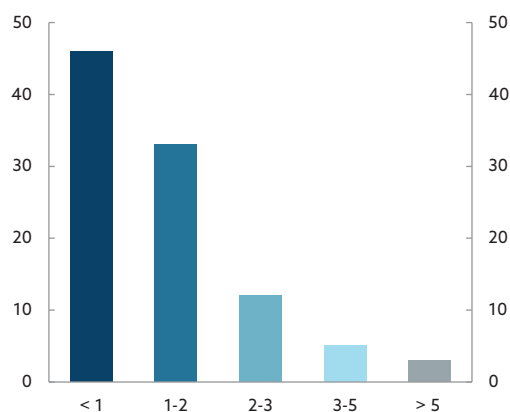
Vi stemte i tråd med styrets anbefaling i 94 prosent av forslagene. I tilfellene hvor vi stemte imot styrets anbefaling, omhandlet 54 prosent valg av styremedlem. Dette er en konsekvens av våre stemmeretningslinjer, knyttet til for eksempel styremedlemmer med for mange verv eller manglende uavhengighet. I ytterligere 17 prosent av tilfellene stemte vi imot styrets anbefaling fordi vi mente at aksjonærenes

interesser ikke var tilstrekkelig ivaretatt, eller at rapporteringen var svak.

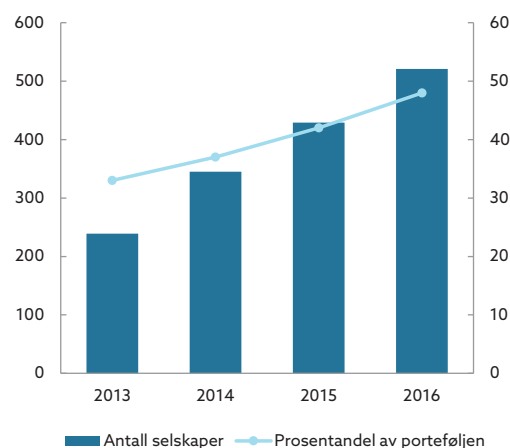
## Investeringshensyn i stemmegivningen

De fleste av våre stemmebeslutninger dekkes av våre offentliggjorte stemmeretningslinjer. Det finnes likevel tilfeller hvor disse retningslinjene er mindre relevante på grunn av forslagets egenart. Enkelte forslag kan være omstridte, eller de kan rett og slett falle utenfor det som dekkes av våre generelle stemmeretningslinjer. I slike tilfeller analyserer vi de enkelte punktene på dagsordenen og stemmer ut fra hva vi anser for å være i fondets langsiktige interesse. Et eksempel kan være en ekstraordinær generalforsamling der det skal stemmes over en fusjon eller et oppkjøp. Vi har en integrert stemmeprosess hvor selskapskunnskapen til våre porteføljeforvaltere er en del av den endelige stemmebeslutningsvurderingen. Ved å innarbeide kunnskapen våre forvaltere sitter med, kan vi ta selskaps-spesifikke hensyn i de aktuelle sakene.

**Figur 4** Fordeling av stemmerettsandel i fondets aksjebeholdning. Andel av aksjeinvesteringenes markedsverdi. Prosent

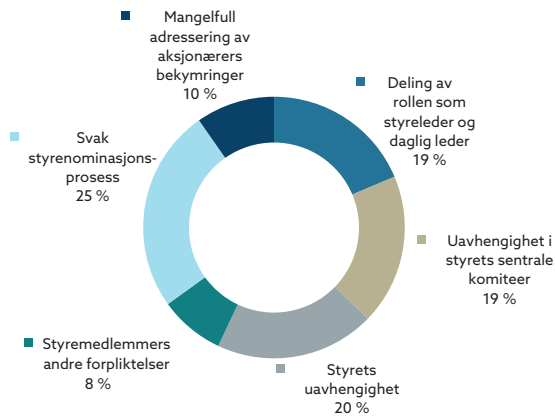


**Figur 5** Stemmegivning i samråd med forvalter. Antall (venstre akse) og prosentandel av porteføljen (høyre akse)

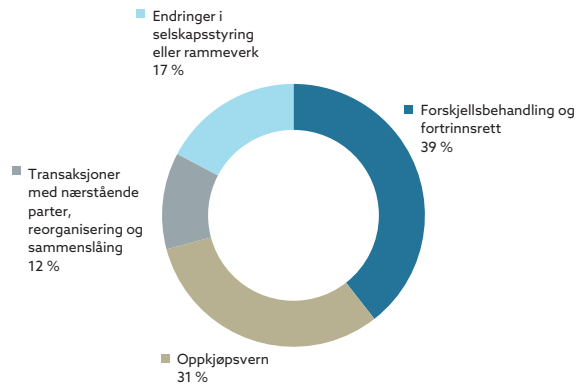




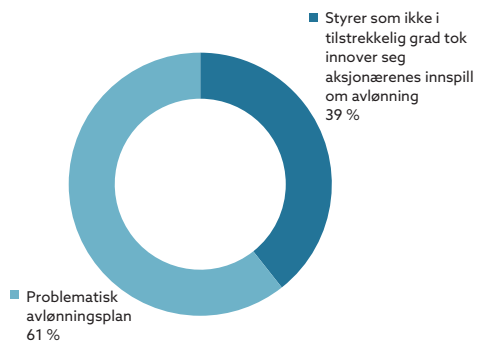
**Figur 6** Årsaker til at vi stemte mot i 2016. Styrerelatert



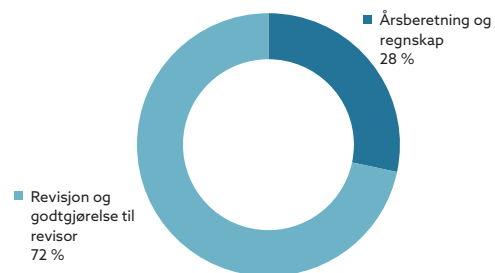
**Figur 7** Årsaker til at vi stemte mot i 2016. Beskyttelse av minoritetsaksjonærer



**Figur 8** Årsaker til at vi stemte mot i 2016. Avlønning



**Figur 9** Årsaker til at vi stemte mot i 2016. Regnskap og revisjon



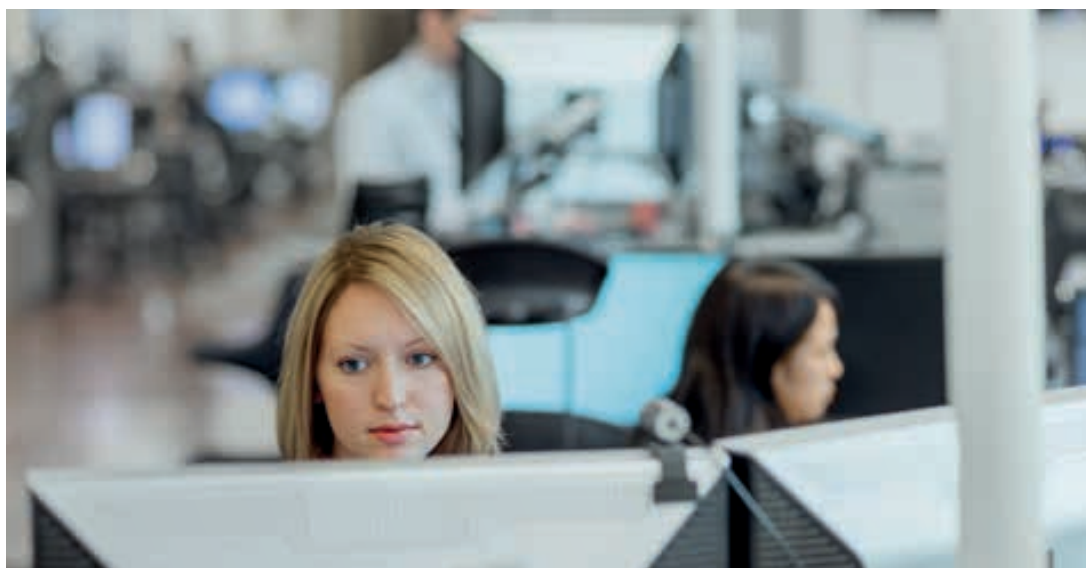
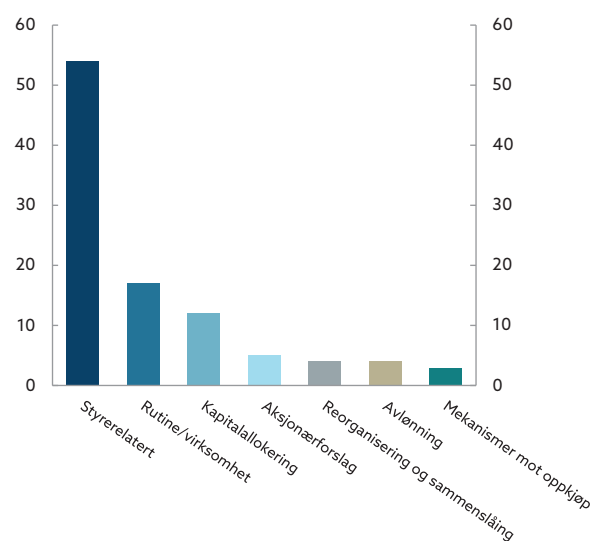
I 2016 ble stemmebeslutninger for 521 selskaper tatt i samråd med våre portefølje- forvaltere. Disse selskapene utgjorde rundt 48 prosent av aksjeinvesteringenes markedsverdi. Over de siste fire årene har antall selskaper der porteføljeforvalterne er involvert i stemmeprosessen, økt.

#### VALG AV STYREMEDLEMMER

50 prosent av forslagene vi stemte på i 2016, handlet om valg av styremedlemmer. Vi stemte i tråd med styrets anbefaling i 94 prosent av forslagene.

Vi mener at styreleder spiller en avgjørende rolle for selskapets verdiskaping og langsiktige strategi. Forslag knyttet til styreleder og styrets sammensetning vier vi derfor særskilt oppmerksomhet. Vi er også særlig opptatt av at det velges uavhengige styremedlemmer med relevant bransjeerfaring.

Figur 10 Fordeling av stemmer mot. Prosent



**Tabell 2** Stemmer mot styrets anbefaling blant fondets 50 største aksjeholdninger

| Selskap                       | Rangering i porteføljen | Land      | Antall forslag stemt mot | Forslagstema   |
|-------------------------------|-------------------------|-----------|--------------------------|--|
| Apple Inc                     | 3                       | USA       | 1                        | Retten til å nominere styremedlemmer   |
| Alphabet Inc                  | 4                       | USA       | 8                        | Styrets uavhengighet, styremedlemmer med for mange forpliktelser, avlønning, likebehandling av aksjonærer, aksjonærrettigheter |
| Roche Holding Ltd             | 6                       | Sveits    | 3                        | Administrativ leder som medlem i styrets avlønningskomité og aksjonærrettigheter   |
| Novartis AG                   | 7                       | Sveits    | 1                        | Aksjonærrettigheter  |
| Exxon Mobil Corp              | 9                       | USA       | 4                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder, rett til å nominere styrekandidater, klimarapportering                  |
| Johnson & Johnson             | 10                      | USA       | 2                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder  |
| JPMorgan Chase & Co.          | 13                      | USA       | 3                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder, avlønning   |
| Wells Fargo & Company         | 15                      | USA       | 2                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder  |
| Amazon.com Inc                | 16                      | USA       | 2                        | Bærekraftrapportering  |
| AT&T Inc                      | 17                      | USA       | 3                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder, rapportering av lobbyvirksomhet   |
| General Electric Company      | 18                      | USA       | 3                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder, rapportering av lobbyvirksomhet   |
| Bank of America Corp          | 19                      | USA       | 1                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder  |
| Samsung Electronics Co., Ltd. | 20                      | Sør-Korea | 1                        | Styrets uavhengighet   |
| Sanofi                        | 21                      | Frankrike | 1                        | Avlønning  |
| Chevron Corp                  | 22                      | USA       | 3                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder, klimarapportering, aksjonærrettigheter                                  |
| Berkshire Hathaway Inc.       | 24                      | USA       | 2                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder, klimarapportering   |
| UBS GROUP AG                  | 26                      | Sveits    | 1                        | Aksjonærrettigheter  |
| SAP SE                        | 30                      | Tyskland  | 1                        | Avlønning  |
| Facebook Inc                  | 31                      | USA       | 6                        | Mangel på uavhengighet i revisjonskomiteen, likebehandling av aksjonærer, bærekraftrapportering                                |
| Prudential Financial Inc      | 34                      | USA       | 1                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder  |
| The Procter & Gamble Company  | 36                      | USA       | 1                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder  |
| Pfizer Inc                    | 37                      | USA       | 3                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder, aksjonærrettigheter, rapportering om lobbyvirksomhet                    |
| Intel Corp                    | 40                      | USA       | 1                        | Aksjonærrettigheter  |
| Verizon Communications Inc    | 42                      | USA       | 3                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder, rapportering om lobbyvirksomhet   |
| Merck & Co Inc                | 46                      | USA       | 3                        | Kombinasjon av rollene som styreleder og daglig leder, aksjonærrettigheter   |



### STEMMEGIVNING I DE 50 STØRSTE BEHOLDNINGENE

I 2016 var det 25 selskaper blant de 50 største beholdningene der vi besluttet å stemme mot styrets anbefaling, hovedsakelig saker om valg av styremedlemmer. I 14 av de 25 selskapene stemte vi mot fordi avstemningen gjaldt gjenvalg av styreleder som samtidig var daglig leder i selskapet.

### AKSJONÆRFORSLAG

Aksjonærforslag representerte 2 prosent av forslagene som det ble stemt over i 2016. Forslag knyttet til selskapsstyring sto for rundt 94 prosent av forslagene, mens forslag knyttet til bærekraft utgjorde rundt 6 prosent. De vanligste aksjonærforslagene knyttet til selskapsstyring handlet om retten til å nominere styremedlemmer, valg av aksjonærnominerte styremedlemmer og forbedret rapportering. Forslag knyttet til bærekraft inkluderte rapportering om miljømessige og samfunnmessige forhold. Vi stemte for 11 prosent av aksjonærforslagene knyttet til selskapsstyring, og for 40 prosent av forslagene om bærekraft.

### Aksjonæraktivisme

Aksjonæraktivisme har en stadig mer synlig rolle i de globale kapitalmarkedene. Aksjonæraktivisme er en investeringstilnærming hvor aksjonærer bygger opp en aksjepost i et selskap for å oppnå direkte innflytelse på styret og selskapsledelsen for å få gjennomslag for et bestemt mål. Aktivistene kan ha svært forskjellig stil, strategi og investeringshorisont.

Norges Bank Investment Management er ingen aktivistinvestor, men slike investorer kan på ulike måter påvirke våre porteføljeselskaper. Når vi vurderer forslag fremsatt av aktivistfond i omstridte saker, tar vi sikte på å stemme slik at styrets sammensetning og den generelle forretningsstrategien samsvarer med vår interesse som en langsiktig minoritetsaksjonær.

Fremstøt for å få andre aksjonærer til å støtte konkurrerende forslag fremmet i forbindelse med en generalforsamling, er det hyppigste og mest synlige utslaget av aksjonæraktivisme i USA. Konkurrerende forslag gjelder ofte forslag til alternative styremedlemmer for å sikre representasjon i styret. I 2016 stemte vi for styrekandidater foreslått av aktivistinvestorer i ett av tolv tilfeller i USA.

# Vår dialog med selskaper

**Som en stor og langsiktig investor er vi i dialog med selskaper. Størrelsen på våre beholdninger gir oss tilgang til styremedlemmer, toppledere og ulike spesialister i selskapene der vi er investert.**

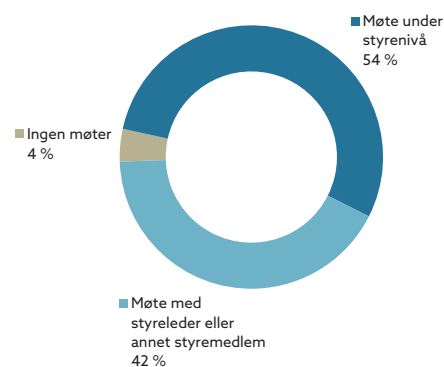
I 2016 avholdt vi 3 790 møter med 1 589 selskaper. Investormøter med porteføljeselskaper er en viktig kommunikasjonskanal mellom selskapene og deres aksjonærer. Vi møter hovedsakelig selskapenes representanter til individuelle møter ved våre kontorer eller ved å besøke dem. Møtene kan også finne sted i tilknytning til åpne arrangementer, som for eksempel generalforsamlinger eller telefonkonferanser.

Som aksjonær er vi interessert i å forstå selskapenes rammeverk for selskapsstyring og håndtering av bærekraftspørsmål, i tillegg til mer tradisjonelle temaer som drift og finansieringsstrategi. Vi oppfordrer selskapene der vi er investert, til å være åpne i sin offentlige rapportering og kommunikasjon, og vi stiller spørsmål om selskapsstyring og bærekraft. Vi mener selskapenes styre og ledelse bør ta opp relevante problemstillinger knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold i sine møter med aksjonærene. Vi tok opp spørsmål knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold på 1 815 møter i 2016, noe som tilsvarte 48 prosent av selskapsmøtene.

**Tabell 3** Selskapsmøter fordelt på sektorer i 2016. Klassifisering fra FTSE

| Sektor                  | Antall selskapsmøter | Andel av aksjeporteføljen. Prosent |
|-------------------------|----------------------|------------------------------------|
| Materialer              | 253                  | 4                                  |
| Konsumvarer             | 550                  | 10                                 |
| Konsumtjenester         | 248                  | 5                                  |
| Finans                  | 1 018                | 17                                 |
| Helse                   | 346                  | 7                                  |
| Industri                | 636                  | 8                                  |
| Olje og gass            | 107                  | 4                                  |
| Teknologi               | 195                  | 6                                  |
| Telekommunikasjon       | 219                  | 3                                  |
| Kraft- og vannforsyning | 218                  | 2                                  |
| <b>Totalt</b>           | <b>3 790</b>         | <b>68</b>                          |

**Figur 11** Dialog med fondets 50 største selskapsinvesteringer



**STEWARDSHIP**

Stewardship er et begrep som brukes mer og mer i forbindelse med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Vi definerer det som investorens rolle og ansvar for å overvåke og sikre den langsiktige verdien av aksjeholdningene i porteføljen.

**Våre 50 største beholdninger**

Til forskjell fra andre temaer hvor vi søker å endre eller forbedre konkrete standarder og virksomhetspraksis, har vårt arbeid med stewardship konsentrert seg om de 50 største

beholdningene i vår portefølje og tar for seg selskapsstyring og bærekraft i bredere forstand.

Vi forsøker å ha regelmessig kontakt med styrene i våre 50 største beholdninger, minimum hvert tredje år. I de fleste tilfeller møter vi styrene oftere enn det. I 2016 handlet vår dialog med disse selskapene om spørsmål som bransjeerfaring blant styremedlemmene, deres tidsbruk på styrearbeid og etterfølgerplanlegging. I tillegg hadde vi dialog med styrene om bærekraftsspørsmål.

## SENTRALE PROBLEMSTILLINGER KNYTTET TIL STEWARDSHIP SOM ER DISKUTERT MED SELSKAPENE

| Område              | Tema  | Resultatindikator  |
|---------------------|---|--|
| Styrets rolle       | Styrets bransjeeekspertise                  | Uavhengig bransjeeekspertise i styret  |
|                     | Etterfølgerplanlegging i styret og ledelsen | Planen er formidlet til Norges Bank Investment Management  |
|                     | Styremedlemmenes tidsbruk                   | Samtlige styremedlemmer oppfyller Norges Bank Investment Managements krav til tidsbruk på styrearbeid  |
|                     | Styreledelse                                | Uavhengig styreleder   |
| Aksjonærrettigheter | Aksjonærers nominasjonsrett                 | Individuell avstemning på den enkelte styrekandidat og mulighet til å foreslå alternative styrekandidater  |
|                     | Aksjonærrettigheter                         | «Én aksje, én stemme» eller regelmessig offentliggjort gjennomgang av eksisterende system med forskjellsbehandling                                   |
| Bærekraft           | Bærekraftspraksis                           | Vurdering mot Norges Bank Investment Managements bærekraftsforventninger (klimaendringer, vannforvaltning, menneskerettigheter og barns rettigheter) |



### Styreledelse og selskapsstyring i finansinstitusjoner

Vi videreførte vår dialog med styreledere i finansinstitusjoner i 2016. I 2015 møtte vi tolv styreledere i europeiske banker, og vi opprettholdt vår dialog med dem i 2016. I 2016 utvidet vi arbeidet til å omfatte finansinstitusjoner i USA. I løpet av året møtte vi styreleder eller det ledende uavhengige styremedlemmet i 15 finansinstitusjoner i USA. Disse beholdningene utgjør om lag 5 prosent av vår aksjeportefølje i USA.

Finanssektoren gjennomgår stadig reformer og tilpasninger. Det gjelder også aksjonærenes forventninger til selskapsstyringsstandarder. I 2016 har vi hatt dialog med finansinstitusjoner i USA om en rekke spørsmål, blant annet om å skille styreledervervet fra stillingen som daglig leder, etterfølgerplanlegging, styresammensetning, bransjeerfaring blant styremedlemmer som ikke sitter i selskapsledelsen, og tiltak for å fremme styrets effektivitet.

#### TEMA FOR DIALOG MED AMERIKANSKE BANKER

- Strategiutvikling
- Risikohåndtering
- Leders og styreleders roller
- Styresammensetning
- Etterfølgerplanlegging

### VALG AV TEMAER FOR SELSKAPSDIALOG

Vi forhåndsdefinerte flere temaer knyttet til selskapsstyring og bærekraft for vår selskapsdialog i 2016. For hvert enkelt tema prioriterte vi selskaper vi ønsket dialog med, på grunnlag av beholdningsverdi og eierandel. På denne måten søker vi å oppnå mest mulig aksjonærinnflytelse. Vi følger opp hvert tema ved hjelp av konkrete forbedringsmål.

Vi følger opp hvert tema ved hjelp av konkrete forbedringsmål.

De utvalgte temaene kan være noe vi følger opp over flere år og i en rekke sektorer og land. I 2016 har vi for eksempel videreført vårt engasjement knyttet til valg av styremedlemmer og nominasjonsprosesser i Sverige og USA, og vi har utvidet omfanget av vårt engasjement knyttet til korrupsjonsrisiko. I 2016 innledet vi et engasjement relatert til syriske flyktninger i den tyrkiske leverandørkjeden til klesindustrien. I juni avsluttet vi vårt arbeid med tolv franske utstedere vedrørende dobbel stemmerett.

I tillegg til våre forhåndsdefinerte engasjement har vi i 2016 sett på flere selskapshendelser og problemstillinger knyttet til selskapsstyring og bærekraft. Vi videreførte også vårt arbeid med selskapene vi er bedt om å følge opp i henhold til retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra fondet.

### Oppfølging og måling av status i selskapsdialogen

Vi følger opp fremdriften i selskapsdialogen mot våre selskaps-spesifikke målsettinger. Vi dokumenterer disse målsettingene før vi starter en aktivitet, og måler fremdriften mens dialogen med selskapet pågår.

Tabell 4 Prioriterte temaer for selskapsdialog i 2016

| Område                           | Tema  | Land/tema           | Antall selskaper | Andel av aksjeporteføljens verdi. Prosent |
|----------------------------------|---|---------------------|------------------|---|
| Styrenominasjon og valgprosesser | Individuell avstemning  | Sverige             | 35               | 1,59                                      |
|                                  | Aksjonærers rett til å foreslå styrekandidater                  | USA                 | 8                | 1,11                                      |
|                                  | Minoritetsaksjonærers rett til å foreslå kandidater             | Brasil              | 15               | 0,16                                      |
|                                  | Standarder for styrets uavhengighet                             | Japan               | 121              | 2,39                                      |
| Aksjonærrettigheter              | Endring i kontrollrettigheter                                   | Sveits              | 7                | 0,14                                      |
|                                  | Kontrollerte selskaper  | Europa              | 5                | 0,70                                      |
| Åpenhet                          | Korrupsjonsrisiko   | Globalt             | 28               | 3,83                                      |
|                                  | Avlønning   | Globalt             | 39               | 7,24                                      |
| Bærekraft                        | Overgang til lavkarbonøkonomi                                   | Klimaendringer      | 12               | 0,95                                      |
|                                  | Syriske flyktninger i klesindustriens leverandørkjeder i Tyrkia | Menneskerettigheter | 22               | 1,11                                      |
|                                  | Forurensningskontroll   | Vannrisiko          | 3                | 1,18                                      |



## UTVALGT SELSKAPSDIALOG

|   | Selskap                           | Formål   | Start |
|---|-----------------------------------|--|-------|
| <b>Prosesser for styrenominasjon og styrevalg</b> | Blackrock Inc                     | Aksjonærrett til å foreslå styrekandidater                         | 2014  |
|   | Sky Plc                           | Sikre flertall av uavhengige styremedlemmer                        | 2016  |
|   | Industrivärden AB                 | Individuell avstemning på den enkelte styrekandidat                | 2015  |
|   | Nordea AB                         | Individuell avstemning på den enkelte styrekandidat                | 2015  |
|   | Investor AB                       | Individuell avstemning på den enkelte styrekandidat                | 2015  |
| <b>Aksjonærrettigheter</b>                        | Volkswagen AG                     | Tilfredsstillende representasjon av helt uavhengige styremedlemmer | 2008  |
|   | Schindler Holding AG              | Sikre vedtekt om pliktig oppkjøpstilbud                            | 2015  |
|   | Sika AG                           | Samme oppkjøpstilbud til alle aksjonærer                           | 2014  |
|   | Samsung Electronics Co Ltd        | Forpliktelse til minoritetsaksjonærers rettigheter                 | 2015  |
|   | Renault SA                        | Én aksje - én stemme   | 2014  |
| <b>Åpenhet</b>                                    | Teliasonera AB                    | Styrets håndtering av korrupsjonsrisiko                            | 2015  |
|   | Petroleo Brasileiro SA            | Styrets håndtering av korrupsjonsrisiko                            | 2014  |
|   | Rolls-Royce Holdings Plc          | Styrets håndtering av korrupsjonsrisiko                            | 2015  |
|   | Capital & Counties Properties Plc | Lederavlønning i tråd med aksjonærers interesse                    | 2016  |
|   | Oracle Corp                       | Økt åpenhet om begrunnelse for lederavlønningsstruktur             | 2016  |
|   |                                   |  |       |
| <b>Bærekraft</b>                                  | BHP Billiton Plc                  | Scenarioplanlegging for klimaendringer                             | 2015  |
|   | Anglo American Plc                | Scenarioplanlegging for klimaendringer                             | 2015  |
|   | SSE Plc                           | Langsiktig kapitalallokering til kull som energikilde              | 2015  |
|   | Next Plc                          | Håndtere menneskerettighetsrisiko i den tyrkiske leverandørkjeden  | 2016  |
|   | Nike Inc                          | Håndtere menneskerettighetsrisiko i den tyrkiske leverandørkjeden  | 2016  |
| <b>Stewardship</b>                                | BP Plc                            | Økt tilgjengelig tid for styreleder                                | 2012  |
|   | UBS Group AG                      | God selskapsstyring til støtte for langsiktig strategi             | 2013  |
|   | Nestlé SA                         | Selskapsstyring av bærekraftsstrategi                              | 2012  |
|   | Novartis AG                       | God selskapsstyring til støtte for langsiktig strategi             | 2012  |
|   | Siemens AG                        | God selskapsstyring til støtte for langsiktig strategi             | 2012  |
| <b>Hendelsesdrevet</b>                            | Wells Fargo & Co                  | Deling av rollene som styreleder og daglig leder                   | 2016  |
|   | Svenska Cellulosa AB              | Forslag til deling av selskapet                                    | 2016  |
|   | Sports Direct International Plc   | Styrets effektivitet og etterfølgerplanlegging                     | 2014  |
|   | Linde AG                          | Selskapsstyringsprosess rundt oppkjøpstilbud                       | 2016  |
|   | Deutsche Wohnen AG                | Styrets prosess for behandling av oppkjøpstilbud fra Vonovia SE    | 2015  |





### STYRENOMINASJON OG VALGPROSESS

Vi mener at aksjonærene i børsnoterte selskaper er best tjent med en klar rolle- og ansvarsfordeling, hvor ledelsen treffer beslutninger om den operative forretningsdriften og står til ansvar overfor styret når det gjelder selskapets risikohåndtering og langsiktige strategi. En slik ordning er imidlertid betinget av at aksjonærene overvåker styrene og kan stille dem til ansvar. Dette er grunnen til at Norges Bank Investment Management prioriterer ansvarliggjøring av styre.

### Minoritetsinvestors adgang til å nominere styremedlemmer i Brasil

Selskapslovgivningen i Brasil gir minoritetsaksjonærer som enkeltvis eller samlet representerer minst 15 prosent av et selskaps aksjer med stemmerett eller 10 prosent av aksjer uten stemmerett, adgang til å nominere én kandidat i valg av styre. Denne rettigheten er svært viktig i kontrollerte selskaper hvor minoritetsaksjonærene ellers ikke ville vært representert.

I samråd med våre eksterne forvaltere i Brasil greide vi i 2016 å sikre minoritetsstyremedlemmer i 15 selskapsstyre.

### Retten til å foreslå styrekandidater i USA

Norges Bank Investment Management har lenge arbeidet for å sikre retten til å foreslå konkurrerende styrekandidater i USA gjennom innføring av en slik bestemmelse i vedtektene. En slik rett vil bidra til en sterkere ansvarliggjøring av styremedlemmene og styret.

Vi fortsatte å vektlegge dette i 2016 og tok i bruk en rekke virkemidler i arbeidet med å nå dette målet, herunder selskapsdialog, stemmegivning og felles initiativer sammen med andre investorer.

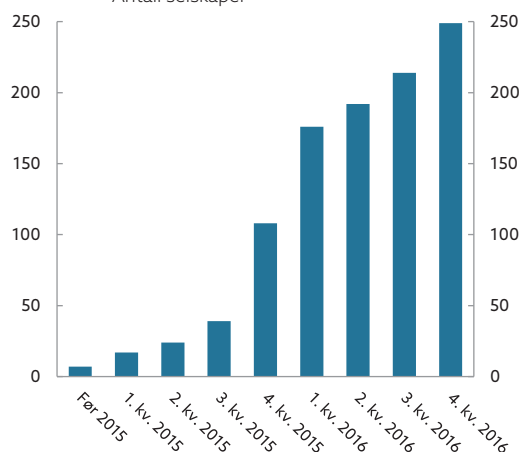
I 2016 innførte flere større selskaper en slik rett for aksjonærene til å foreslå styrekandidater, herunder Exxon Mobil Corp, Oracle Corp, og Blackrock Inc. Rettigheten er nå innført i vedtektene til 50 prosent av selskapene i S&P 500.

## MINORITETSAKSJONÆRERS NOMINASJON AV STYREKANDIDATER I BRASIL

| Selskap <sup>1</sup>                            | Sektor                  |
|---|-------------------------|
| Petroleo Brasileiro SA                          | Olje og gass            |
| Investimentos Itau SA                           | Finans                  |
| Cia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista | Kraft- og vannforsyning |
| BR Malls Participacoes SA                       | Finans                  |
| WEG S.A.  | Industri                |

<sup>1</sup> Topp 5 selskaper blant 15 selskaper vi har vært i dialog med

Figur 12 Rett til å nominere styrekandidater i S&P 500. Antall selskaper



## INDIVIDUELLE AVSTEMNINGER FOR STYREVALG I SVERIGE

### Norges Bank Investment Management

### Det svenske markedet

2014

Jan 2014: Deltar i to valgkomiteer i Sverige (Volvo AB and SCA AB)

2015

Feb-Apr 2015: Dialog med ledende svenske selskaper om deres styrenominasjonsprosess

Juni 2015: Publiserer posisjonsnotat om «Individuell avstemning på den enkelte styrekandidat»

Juli 2015: Sender brev til 35 ledende svenske selskaper med ønske om individuell avstemning på den enkelte styrekandidat

Sep 2015: Høringsuttalelse til det svenske kollegiet for god selskapsstyring hvor vi krever at individuell avstemning på den enkelte styrekandidat inkluderes i den reviderte svenske anbefalingen for selskapsstyring

Aug 2015: En gruppe internasjonale institusjonelle investorer skriver til det svenske kollegiet for god selskapsstyring for å kreve individuell avstemning på den enkelte styrekandidat

Okt 2015: Det svenske kollegiet for god selskapsstyring publiserer sitt posisjonsnotat som konkluderer med at det ikke er behov for endring av den svenske modellen, og at enkelt-selskaper bør få vurdere om de vil innføre individuell avstemning eller fortsette med tidligere praksis

2016

Mar 2016: Svenska Handelsbanken AB er det første selskapet i 2016 som annonserer innføring av individuell avstemning på den enkelte styrekandidat

Mai 2016: Aksepterer deltakelse i en tredje svensk valgkomité (Boliden AB)

Des 2016: Av de 160 generalforsamlingene vi stemte ved, tillot 30 selskaper individuell avstemning på den enkelte styrekandidat

### Individuelle avstemninger i Sverige

Sverige er et av få utviklede markeder hvor det i praksis ikke var mulig for aksjonærer som stemmer gjennom fullmakt, å velge styremedlemmer individuelt. Kun ved personlig oppmøte på generalforsamlingen kunne aksjonærer be om individuelle avstemninger. Dette tok vi opp i forbindelse med en høring om selskapsstyring i Sverige i 2015, og vi underbygget det samme synet med et posisjonsnotat. Vi hadde dialog og korrespondanse med en rekke ledende selskaper i den forbindelse.

I 2016 vedtok 30 selskaper å gjennomføre individuell avstemning over styremedlemmer på sine generalforsamlinger. Vi synes det er oppløftende at så mange selskaper forandret praksis uten at det gikk ut over avviklingen av generalforsamlingene.

### Nominasjonskomiteer i Sverige

Vi prioriterer deltakelse i utvalgte styrenominasjonsprosesser gjennom å være med i valgkomiteer.

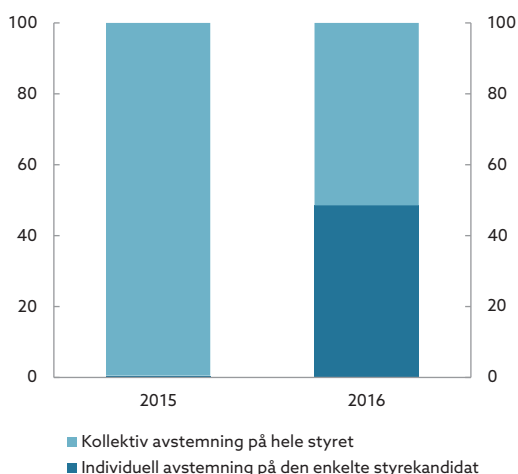
I 2016 aksepterte vi å sitte i valgkomiteene til Volvo AB, Svenska Cellulosa AB (SCA) og Boliden AB.

### Standarder for styreuavhengighet i Japan

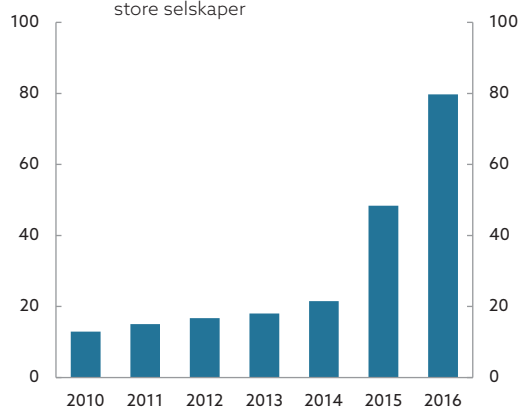
Norges Bank Investment Management har gjennom flere år sett på manglende uavhengighet i styrene i japanske selskaper. Nasjonale regulatoriske reformer i Japan har også viet oppmerksomhet til spørsmålet om styreuavhengighet.

Børsen i Tokyo har innarbeidet de japanske retningslinjene for god selskapsstyring i kravene til børsnotering. Retningslinjene trådte i kraft 1. juni 2015. Et av temaene i retningslinjene er utnevnelsen av uavhengige styremedlemmer. Retningslinjene baserer seg på et 'følg-eller-forklar'-prinsipp. Det har vært en betydelig økning i antall selskaper som har utnevnt én eller flere uavhengige styremedlemmer.

**Figur 13** Svenske selskaper med individuell avstemning. Prosent av svensk aksjeportefølje



**Figur 14** Styrers uavhengighet i Japan. Selskaper med to eller flere uavhengige styremedlemmer i prosent av Tokyo-børsens hovedindeks for store selskaper



Kilde: JPX - Japan Exchange Group



## FRITAK FRA TILBUDSPLIKT I SVEITS

| Selskap                   | Sektor   | Vedtekt        |
|---------------------------|----------|----------------|
| Schindler Holding AG      | Industri | Fritak         |
| DKSH Holding AG           | Industri | Hevet til 49 % |
| Partners Group Holding AG | Finans   | Fritak         |
| SFS Group AG              | Industri | Fritak         |
| Helvetia Holding AG       | Finans   | Hevet til 40 % |
| OC Oerlikon Corp AG       | Industri | Fritak         |
| Sika AG                   | Industri | Fritak         |

## REDUKSJON AV KORRUPSJONSRSIKO

| Faktor  | Antall/aktivitet               |
|---|--------------------------------|
| Antall selskaper  | 28                             |
| Antall land   | 14                             |
| Porteføljeverdi av selskaper det er innledet dialog med | 180,1 milliarder kroner        |
| Verktøy for dialog                                      | Korrespondanse                 |
|   | Selskapsdialog                 |
|   | Stemmegivning                  |
|   | Samarbeid med andre investorer |

### AKSJONÆRRETTIGHETER

Fondets avkastning avhenger av den langsiktige verdiskapingen til selskaper i vår portefølje og av at hver enkelt aksjonær mottar en rimelig og forholdsmessig andel av selskapets overskudd.

Vi går i dialog med selskaper for å sikre likebehandling av aksjonærer

Vi går i dialog med selskaper for å sikre likebehandling av aksjonærer.

#### Unntaksbestemmelser i Sveits

Den sveitsiske børs- og verdipapirhandelloven inneholder en

obligatorisk tilbudsplikt. Det betyr at den som skaffer seg kontroll over en tredjedel av stemmerettighetene i et selskap, må fremme et tilbud til alle de øvrige aksjonærene. Loven tillater imidlertid at selskaper hever nivået for eller dropper tilbudsplikten. En stor enkeltaksjonær som kontrollerer mer enn en tredjedel av stemmerettighetene, kan selge sine aksjer til én kjøper uten at kjøperen samtidig må fremsette et tilbud til samtlige andre aksjonærer.

I 2016 videreførte vi dialogen med syv selskaper i Sveits om å garantere offentlig tilbud i tilfeller der det blir endringer i hvem som kontrollerer selskapet. Vi anmodet også om at selskaper som har slike unntaksbestemmelser fra tilbudsplikten, må opptre i samtlige aksjonærers interesse.

#### Beskyttelse av minoritetsaksjonærer i Volkswagen AG

Norges Bank Investment Management har i lengre tid fremholdt at styringsstrukturen i Volkswagen AG er kompleks og problematisk. I 2016 videreførte vi vår langvarige dialog med Volkswagen AG. Vi brukte vår stemmerett til å motsette oss styremedlemmers ansvarsfritak,

gjenvalg av sentrale styremedlemmer og utstedelse av aksjer. Vi sluttet oss til et gruppesøksmål relatert til selskapets rapportering av utslippsdata for sine kjøretøy. Vi fortsatte dialogen med selskapsledelsen og medlemmer av styret.

Vår hovedmålsetting er at selskapet skal sørge for å ha et tilfredsstillende antall uavhengige styremedlemmer og forplikte seg til likebehandling av aksjonærer. Vi har ennå ikke sett noen forbedring i selskapsstyringspraksisen til Volkswagen AG.

#### ÅPEN RAPPORTERING

Åpenhet er en forutsetning for god selskapsstyring. Størst mulig åpenhet i selskapene er viktig for fondet. I 2016 prioriterte vi åpenhet om håndtering av korrupsjonsrisiko og om retningslinjer for topplederavlønning.

#### Reduksjon av korrupsjonsrisiko

Korrupsjon i selskaper, blant mellommenn eller generelt i finansmarkedene, reduserer økonomisk effektivitet, hemmer selskaper som overholder reglene, og er ødeleggende for aksjonærverdier. Et svakt antikorrupsjonsarbeid kan også være et tegn på at det er andre kontroll- og ansvarssvakheter i bedriftskulturen.

I 2016 fortsatte vi vår dialog med 28 selskaper om håndtering av risikoen for korrupsjon. Gjennom dialogene søkte vi å få klarlagt styrenes oppfølging av og tiltak for antikorrupsjonsarbeid.

#### Topplederlønn

I 2016 har vi i vår selskapsdialog sett på åpenhet om lederavlønning og tydelighet i styrets begrunnelse for valg av avlønningsnivå.

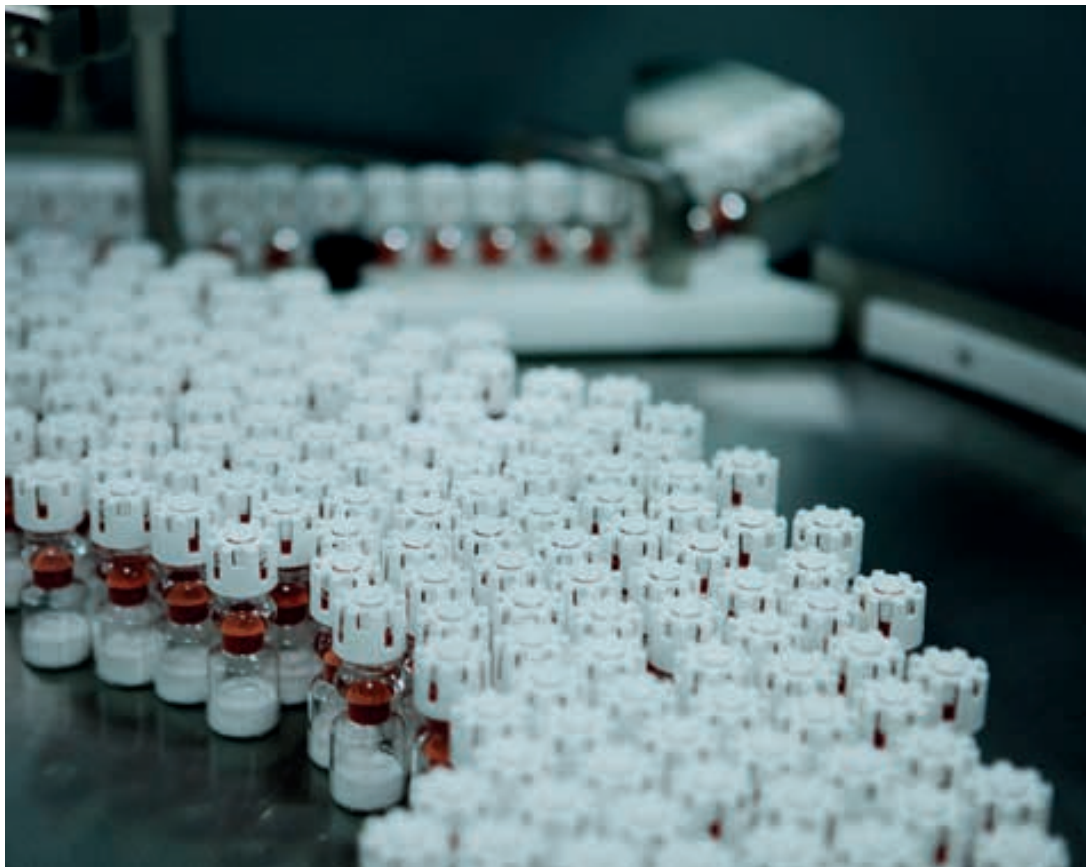
Det er styret som har ansvar for, og som er i best posisjon til, å fastsette topplerernes

lønnspakke. Styret bør fastsette en avlønningsstruktur som støtter opp om selskapets langsiktige mål. Aksjonærene spiller en viktig rolle i overvåkingen av styrets retningslinjer for avlønning. Vår uttalte prioritet er langsiktig verdiskaping. Lederavlønningen må støtte opp om denne målsettingen.

#### **BÆREKRAFT**

I 2016 prioriterte vi fire bærekraftinitiativer i vår selskapsdialog. Det første gikk ut på å kommunisere våre forventninger til styrets

ansvar for planlegging og gjennomføring av bærekraftig forretningsdrift til de største selskapene i aksjeporteføljen. De øvrige tre initiativene var ikke fullt så overordnede. De omhandlet overgangen til en lavkarbonøkonomi med tilhørende ringvirkninger for gruveselskaper og kraftprodusenter, syriske flyktninger i den tyrkiske leverandørkjeden til klesindustrien, samt dialog om forurensningskontroll tatt opp gjennom fondets retningslinjer for observasjon og utelukkelse.



### **Kommunikasjon av våre forventninger til selskapene**

Som en del av arbeidet med å gjøre selskapene oppmerksomme på våre forventninger sendte vi brev til styrelederne i våre 500 største selskapsinvesteringer for å informere dem om våre forventninger om vannforvaltning, klimaendringer, barns rettigheter og menneskerettigheter. Vi opplyste også om våre offentlige stemmeretningslinjer.

### **Overgangen til lavkarbonøkonomi for gruveselskaper og kraftprodusenter**

Som en langsiktig investor er vi opptatt av at klimaendringer og klimalovgivning vil kunne påvirke selskapenes og porteføljens avkastning over tid. For selskapene starter klimaarbeidet med at styret anerkjenner utfordringene og ser på hvordan de kan ha innvirkning på selskapets forretningsstrategi og risikohåndtering.

I 2016 opprettholdt vi vår dialog med en rekke elektrisitetsprodusenter for å drøfte deres planer for overgang til mindre utslippsintensive energisystemer, og med gruveselskaper for å høre deres synspunkter på en mulig omstilling av industrien i retning av å skille ut kullgruvevirksomheten.

### **Syriske flyktninger i tyrkiske leverandørkjeder**

Borgerkrigen og den humanitære krisen i Syria har økt faren for at flyktninger arbeider ulovlig i Tyrkia. Slike situasjoner innebærer forhøyet risiko for barnearbeid og brudd på menneskerettighetene. Denne problemstillingen forutsetter en veloverveid tilnærming, særlig i lys av omfanget av utfordringen. Ekspertene har fremholdt at en automatisk oppsigelse av disse arbeiderne kanskje ikke er den beste løsningen.

I mai kontaktet vi 22 større klesselskaper for å få mer innsikt i deres bruk av tyrkiske leverandører. I tråd med våre forventninger om menneskerettigheter og barns rettigheter ønsket vi informasjon om hvordan de selv vurderer selskapets eksponering mot risiko for at flyktninger arbeider ulovlig hos deres tyrkiske leverandører, og hvilke tiltak de har innført for å håndtere en slik situasjon. Vi stilte spørsmål om hvordan de gjør undersøkelser i leverandørkjeden, og hvorvidt selskapene og deres leverandører samarbeidet med lokale interessentgrupper, som for eksempel fagbevegelsen og frivillige organisasjoner, for å vurdere situasjonen. Rundt to tredjedeler av selskapene vi kontaktet, svarte på brevet vi sendte. Vi har fortsatt vår dialog med flere av dem.

### **Dialog i tilknytning til retningslinjene for observasjon og utelukkelse**

Finansdepartementet ba i oktober 2013 Norges Bank om å inkludere oljeutslipp og miljøforhold i Nigerdeltaet i eierskapsarbeidet med olje- og gasselskapene Eni SpA og Royal Dutch Shell Plc for en periode på mellom fem og ti år. Departementet ba oss videre om å ta opp miljømessige konsekvenser av gruvedrift i Ghana med gruveselskapet AngloGold Ashanti Ltd gjennom eierskapsutøvelsen de neste fem årene.



### Eni SpA og Royal Dutch Shell Plc

Fondet har investert 8,8 milliarder kroner i aksjer i Eni SpA og 46,2 milliarder kroner i aksjer i Royal Dutch Shell Plc. Målsettingen med vår formelle dialog med disse to selskapene er å redusere antall og volum på oljeutslippene og oppnå mer effektiv opprydning etter oljeutslipp.

Oljeutslipp som følge av sabotasje, tyveri og driftsfeil er fortsatt et problem for landbasert oljeproduksjon og røredningene i Nigerdeltaet. Utslippene er hovedkilden til miljøskadene i deltaet og fører til at mange tusen fat olje, og tilsvarende inntekter for oljeselskapene og den nigerianske regjeringen, går tapt. Den urolige økonomiske, politiske og sikkerhetsmessige situasjonen i Nigeria gjør det utfordrende å nå våre målsettinger med denne dialogen. Til tross for store utfordringer rapporterer likevel både Eni SpA og Royal Dutch Shell Plc om fremskritt.

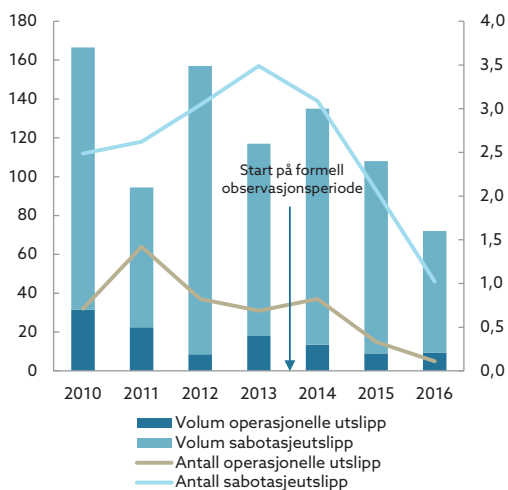
I 2016 har vi diskutert tiltak, fremdrift og oppfølging med Eni SpA og Royal Dutch Shell Plc. Toppledelsen og styrene i selskapene bekrefter at våre fremsatte mål prioriteres av selskapene. Vi er forsiktige optimister i lys av de rapporterte forbedringene, og vi følger opp utviklingen.

### AngloGold Ashanti Ltd

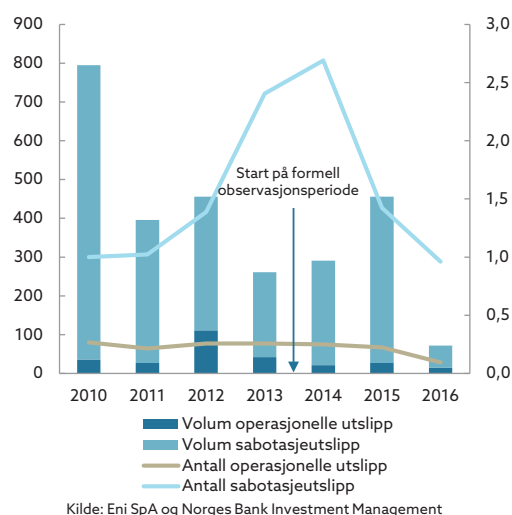
Fondet har investert 833 millioner kroner i aksjer i AngloGold Ashanti. Norges Bank Investment Management har innledet formell dialog med AngloGold Ashanti om de miljømessige konsekvensene av gruvedriften ved selskapets Obuasi-gruve i Ghana. Det er erkjent at gruvedriften medfører miljøskader og alvorlige brudd på menneskerettighetene.

Vi forventer at Obuasi-gruven skal drives etter allment aksepterte miljøstandarder så snart avfallsdeponiene, vannrenningsanlegg og

**Figur 15** Statistikk over oljeutslipp fra Royal Dutch Shell Plc og Norges Bank Investment Managements møteaktivitet. Antall utslipp (venstre akse) og volum av utslipp i tusen tonn (høyre akse)



**Figur 16** Statistikk over oljeutslipp fra Eni SpA og Norges Bank Investment Managements møteaktivitet. Antall utslipp (venstre akse) og volum av utslipp i tusen tonn (høyre akse)



annen gruverelatert infrastruktur er modernisert. Videre må AngloGold Ashanti håndtere miljøforurensingen som stammer fra den gamle gruvedriften i Obuasi. AngloGold Ashanti Ltd har forpliktet seg til de to målene vi har formulert for vår selskapsdialog.

AngloGold Ashanti Ltd har stanset den ordinære gruvedriften. Ombyggingen og moderniseringen av gruen har startet, men har tatt lengre tid enn forventet. Vi har ennå ikke sett noen vesentlig fremgang i retning av å nå vår målsetting om å forebygge ytterligere miljøskader fra eldre avfallsdeponier. Vi vil fortsette å overvåke utviklingen

#### **HENDELSBASERT SELSKAPSDIALOG**

I tillegg til de temaene som ble plukket ut for selskapsdialog i 2016, følger vi opp utviklingen i selskapsstyring og bærekraft i selskapene i porteføljen. Vi reagerer der vi ser tegn til svakere eller problematisk selskapsstyring og til at fondets verdier kan bli satt i fare. I slike tilfeller vil vi innlede dialog med ledelsen eller styremedlemmer og ved behov ta i bruk flere eierskapsverktøy. Det kan være stemmegivning, samarbeid med andre investorer, kontakt med regulerende myndigheter eller standardsettere og rettslige skritt.



### RÅDGIVENDE UTVALG FOR EIERSKAPSARBEID

Norges Bank Investment Management opprettet i 2013 et rådgivende utvalg for eierskapsarbeid for å styrke vår langsiktige eierskapsutøvelse. Utvalget har i 2016 konsentrert seg om styrets rolle, lederavlønning, åpenhet om skatt og utvalgte selskapsdialoger.

Det rådgivende utvalget for eierskapsarbeid er et eksternt utvalg som gir strategiske råd om vårt

langsiktige eierskapsarbeid. Utvalget gir også taktiske råd om det løpende eierskapsarbeidet. Utvalget hadde tre møter i 2016. I tillegg sto medlemmene til vår disposisjon og ble kontaktet for å gi råd utenom de faste møtene.

Utvalget består av John Kay, Peter Montagnon og Anthony Watson, som er tre internasjonalt anerkjente eksperter på eierskapsarbeid.



**John Kay** er professor i økonomi ved London School of Economics, og er i tillegg tilknyttet St John's College, University of Oxford, British Academy og Royal Society of Edinburgh. Han var styreleder for Kay Review, som gjennomgikk britiske aksjemarkeder og grunnlaget for langsiktige beslutninger. Han er styremedlem i Scottish Mortgage Investment Trust og Investor Forum.



**Peter Montagnon** er nestleder for Institute of Business Ethics og styremedlem i Hawkamah, Institute for Corporate Governance. Han var tidligere investeringsdirektør for Association of British Insurers og journalist i Financial Times. Montagnon har også vært medlem av EU-kommisjonens forum for selskapsstyring og leder av International Corporate Governance Network.



**Anthony Watson** er uavhengig styremedlem i Lloyds Banking Group Plc og Witan Investment Trust og er leder av Lincoln's Inn Investment Committee. Han har tidligere vært direktør i Hermes Pensions Management, medlem av Financial Reporting Council, leder av Marks and Spencer Pension Trust og styremedlem i Vodafone Group.

## DET RÅDGIVENDE UTVALGET FOR EIERSKAPSARBEIDET SINE AKTIVITETER I 2016

| Tema                                 | Aktivitet  |
|--------------------------------------|--|
| Retningslinjer for eierskapsutøvelse | Gjennomgang av interne retningslinjer og prosedyrer for vår eierskapsutøvelse  |
| Akademisk forskning                  | Råd om prioritering av akademiske samarbeidsprosjekter   |
| Posisjonsnotater                     | Gjennomgang og revidering av utkast til posisjonsnotater   |
| Stemmegivning                        | Gjennomgang av globale stemmeretningslinjer  |
|                                      | Råd om fastsettelse av revidert stemmeretningslinje for lederavlønning i porteføljeselskaper. Taktisk råd om offentliggjøring av stemmeintensjoner |
| Åpenhet i skattespørsmål             | Innspill til dokument  |
| Eierstyring og ledelse av banker     | Vurdering av trender og fremtidsutsikter for globale bankreformer. Innspill til styrets rolle i å forme bankers bedriftskultur                     |
| Styrekompetanse                      | Råd om betydningen av bransjeeekspertise   |
| Selskapsdialog                       | Veiledning om effektiv dialog og tilnærming til selskapsengasjement  |
| Styredialog                          | Informasjon om styreleders rolle og etterfølgerplanlegging   |
| Lederavlønning                       | Kommentarer til analysemetodikk for lederavlønning   |
| Oppfølging av korrupsjonsrisiko      | Strategier for kontakt med styrer for oppfølging av korrupsjonsrisiko  |
| Styrenominasjon                      | Råd om arbeid med styrenominasjon i Sverige, USA, Storbritannia og Italia  |
| Selskapsspesifikke saker             | Råd om selskapsspesifikke aktiviteter og strategier  |



# Miljøinvesteringer

**Gjennom våre miljøinvesteringer investerer vi i tillegg særskilt i miljøteknologi. Vi hadde 63,7 milliarder kroner investert i slike mandater ved utgangen av 2016.**

Miljørelaterte mandater har siden 2009 vært en del av vår investeringsstrategi. Mandatene forvaltes av interne og eksterne forvaltere. De skal oppfylle samme risiko- og avkastningskrav som resten av forvaltningen. Mandatet gitt av Finansdepartementet til Norges Bank for forvaltningen av fondet fastslår at miljørelaterte investeringer skal utgjøre mellom 30 og 60 milliarder kroner.

Ved utgangen av 2016 har vi investert 57,7 milliarder kroner i aksjer gjennom våre miljørelaterte mandater. Av disse forvaltes investeringer for 37,1 milliarder kroner internt og 20,5 milliarder kroner eksternt. Investeringene er fordelt på 226 selskaper. I 2014 etablerte vi vår første portefølje bestående av grønne obligasjoner. Ved utgangen av 2016 hadde denne porteføljen en verdi på rundt 6,1 milliarder kroner.

Miljømandatene hadde en avkastning på 12,4 prosent i 2016. Siden oppstarten i 2009 har den annualiserte avkastningen vært 4,2 prosent. Over tid har aksjeporteføljen og investeringsuniverset hatt høyere risiko enn det generelle aksjemarkedet. Vi må forvente at en relativt liten gruppe selskaper som denne har større svingninger i avkastning over tid enn det generelle aksjemarkedet. Det miljørelaterte investeringsuniverset befinner seg fortsatt tidlig i sin utvikling og er utsatt for endringer i form av ny teknologi, nye forretningsmodeller og statlige reguleringer.

## INVESTERINGSUNIVERS OG PORTEFØLJE

Vi har et rammeverk for å definere det miljørelaterte investeringsuniverset og sammensetningen av porteføljen. Rammeverket gjør det mulig å identifisere selskaper som finner løsninger for å redusere miljøkonsekvensene av økonomisk aktivitet. En vellykket forvaltning av miljøinvesteringer forutsetter kunnskap om og forståelse av hva som vil drive utviklingen av retningslinjer, reguleringer, teknologi og miljømessige fremskritt. Gjennom selskapsanalyser søker vi å identifisere selskaper som vi forventer vil gi god avkastning på lang sikt.

Miljørelaterte selskaper finnes i en rekke ulike bransjer. De kan ha forskjellige kjennetegn og dynamikk. Enkelte miljørelaterte selskaper inngår i større konglomerater. Vi har inkludert noen slike konglomerater i vårt investeringsunivers. Store konglomerater har ofte mer kapital og ressurser til å utvikle og ta i bruk nye løsninger.

For at et selskap skal bli inkludert i vårt miljøunivers, må minst 20 prosent av virksomheten falle inn under én eller flere av segmentene vi har definert som miljørelaterte. Vi ser også på selskapenes investeringsplaner. Til slutt foretar vi en kontroll av om selskapene er involvert i kullvirksomhet og olje- og gassproduksjon.

Våre miljørelaterte investeringer kan kategoriseres som investeringer i enten lavutslippenergi og alternative drivstoff, ren energi og energieffektivisering eller naturressursforvaltning. De to første kategoriene inkluderer investeringer i selskaper som kan bidra til løsninger på klima- og forurensingsområdet. Den tredje består av selskaper som kan bidra til en mer effektiv bruk av naturressurser.



## KATEGORIER, GRUPPER OG DEFINISJONER I DET MILJØRELATERTE UNIVERSET - INTERNE DEFINISJONER

| Kategori   | Grupper                               | Definisjoner   |
|--|---------------------------------------|--|
| Selskaper som leverer løsninger på klimaendringer og forurensing                   | Lavutslipp og alternative drivstoffer | Leverandører av energi, infrastruktur og energiløsninger for transport, bygninger og industri  |
|  | Ren energi- og effektivitetsteknologi | Leverandører av teknologi, utstyr og tjenester som reduserer utslipp gjennom ren og effektiv fremstilling og forbruk av energi                 |
| Selskaper som leverer løsninger som øker effektiviteten ved bruk av naturressurser | Naturressursforvaltning               | Leverandører av teknologi, utstyr og tjenester som reduserer miljøpåvirkningen gjennom rent og effektivt forbruk og gjenbruk av naturressurser |

**Tabell 5** Nøkkeltall per 31. desember 2016. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv. Prosent

|  | Siste 12 måneder | Siste 3 år | Siden 01.01.2010 |
|--|------------------|------------|------------------|
| Avkastning på miljørelaterte mandater                | 12,4             | 6,1        | 4,2              |
| Standardavvik på miljørelaterte mandater             | 9,3              | 12,0       | 13,5             |
| Avkastning på FTSE Environmental Technology 50 Index | 1,2              | 4,1        | 2,7              |
| Avkastning på MSCI Global Environment Index          | 11,0             | 3,2        | 7,5              |



### LAVUTSLIPSENERGI OG ALTERNATIVE DRIVSTOFF

Kraftproduksjon og transport er store bidragsyttere til klimagassutslipp. Teknologiske fremskritt på disse områdene kan føre til en betydelig reduksjon i klimagassutslippene.

Mange selskaper bygger i dag ut fornybar energiproduksjon fra vind, sol, vann, jordvarme eller avfall. Med Paris-avtalen om klima

som trådte i kraft 4. november 2016, vil globale investeringer i fornybar energiproduksjon ventelig få støtte. Innen transportsektoren har utviklingen av hybrid- og elbiler vært et viktig utviklingstrekk de siste årene.

Selskaper som opererer innen disse segmentene, er for eksempel Edison International, National Grid og NextEra Energy.

**Tabell 6** Topp ti beholdninger i miljøporteføljen i segmentet for lavutslippenergi og alternative drivstoff

| Selskap                  | Land          | FTSE-sektor             | Beholdning<br>Millioner kroner | Andel av porteføljen<br>Prosent |
|--------------------------|---------------|-------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| NextEra Energy Inc       | USA           | Kraft- og vannforsyning | 2 958                          | 5,1                             |
| Iberdrola SA             | Spania        | Kraft- og vannforsyning | 2 593                          | 4,5                             |
| Sempra Energy            | USA           | Kraft- og vannforsyning | 2 508                          | 4,3                             |
| National Grid Plc        | Storbritannia | Kraft- og vannforsyning | 1 396                          | 2,4                             |
| Linde AG                 | Tyskland      | Materialer              | 1 372                          | 2,4                             |
| Air Liquide SA           | Frankrike     | Materialer              | 1 013                          | 1,8                             |
| NRG Yield Inc            | USA           | Finans                  | 517                            | 0,9                             |
| Edison International     | USA           | Kraft- og vannforsyning | 466                            | 0,8                             |
| Pattern Energy Group Inc | USA           | Olje og gass            | 433                            | 0,8                             |
| EDP Renovaveis SA        | Portugal      | Kraft- og vannforsyning | 398                            | 0,7                             |

#### NextEra Energy

NextEra Energy er en betydelig aktør i overgangen fra produksjon av kullkraft til produksjon av fornybar kraft i USA. NextEra Energy er den største aktøren i USA som utvikler, eier og drifter vindkraftanlegg. Samlet installert vindkraftkapasitet ved utgangen av 2016 var rundt 14 GW, med ytterligere 2 GW solkraft. I løpet av de to siste årene har NextEra Energy installert rundt 4 GW vind- og solkraftkapasitet. Selskapets energiproduksjon i Florida er blant USAs reneste. Et slikt fokus på ren og effektiv energibruk kommer kundene til gode i form av strømgjennomsnittet.





### REN ENERGI OG ENERGIEFFEKTIVISERING

Tradisjonelt har investeringer i løsninger på klimautfordringene i hovedsak handlet om energiproduksjon, og søkelyset har vært rettet mot ren og fornybar energi. I den senere tid har også mulighetene på etterspørselssiden fått oppmerksomhet. Transportsektoren gjør fremskritt, delvis ved å gjøre tradisjonelle forbrenningsmotorer mer effektive. Det gjøres også fremskritt innen elbiler, men kostnaden ved å produsere batterier er fortsatt en utfordring.

Etterspørselen etter teknologi for energi-effektivisering av bygg har økt. Energiforbruket kan reduseres betydelig gjennom bedre isolasjon, varme- og ventilasjonssystemer, belysning, samt løsninger som styrer slike systemer.

Selskaper som opererer innen disse segmentene, er for eksempel ABB, Eaton Corporation og Daikin Industries.

**Tabell 7** Topp ti beholdninger i miljøporteføljen i segmentet for ren energi og energieffektivisering

| Selskap                            | Land      | FTSE-sektor | Beholdning<br>Millioner kroner | Andel av porteføljen<br>Prosent |
|------------------------------------|-----------|-------------|--------------------------------|---------------------------------|
| Johnson Controls International Plc | USA       | Industri    | 1 618                          | 2,8                             |
| Eaton Corp Plc                     | USA       | Industri    | 1 077                          | 1,9                             |
| Daikin Industries Ltd              | Japan     | Industri    | 1 051                          | 1,8                             |
| Keyence Corp                       | Japan     | Industri    | 994                            | 1,7                             |
| Koninklijke Philips NV             | Nederland | Helse       | 651                            | 1,1                             |
| Siemens AG                         | Tyskland  | Industri    | 603                            | 1,0                             |
| Shin-Etsu Chemical Co Ltd          | Japan     | Materialer  | 591                            | 1,0                             |
| ABB Ltd                            | Sveits    | Industri    | 537                            | 0,9                             |
| Thermo Fisher Scientific Inc       | USA       | Helse       | 526                            | 0,9                             |
| Parker-Hannifin Corp               | USA       | Industri    | 518                            | 0,9                             |

#### Daikin Industries

Daikin er verdens største produsent av luftkondisjoneringsanlegg. Med unntak av USA er selskapet markedsledende i nesten alle markeder hvor det opererer. Daikins uttalte ambisjon er å styrke energiøkonomisering og miljøvennlige løsninger. Kjøle- og varmesystemer kan stå for rundt 40 prosent av energiforbruket i boligbygg og 25 prosent av energiforbruket i næringsbygg. Daikin Industries produserer luftkondisjoneringsanlegg for både privatboliger og næringsbygg. Daikin er markedsledende innen såkalt VRF-teknologi for luftkondisjoneringsanlegg. Denne nye og effektive teknologien kan bidra til å senke strømforbruket med inntil 50 prosent gjennom å regulere spenning, strøm og frekvens.





### NATURRESSURSFORVALTNING

Effektiv utnyttelse av naturressurser er av betydning for blant annet vannforvaltning, avfallshåndtering, gjenvinning, landbruk og skogbruk. Det er en global utfordring å dekke samfunnets behov for vann av god kvalitet på en effektiv måte. Infrastruktur for å oppnå dette forutsetter store investeringer, særlig i en situasjon hvor etterspørselen etter vann er forventet å øke betraktelig fremover. I områder med knappe vannressurser er gjenbruk av vann gjennom renseprosesser og

effektive pumpe-, måle- og kontrolløsninger sentralt.

Gjenvinning av energi fra avfall og håndtering av biologisk materiale viser hvordan avfall kan være en ressurs. Et eksempel er innsamling av metangass fra deponier.

Selskaper som opererer i disse segmentene, er for eksempel American Water Works, Veolia Environnement og Waste Connection.

**Tabell 8** Topp ti beholdninger i miljøporteføljen i segmentet for naturressursforvaltning

| Selskap                     | Land          | FTSE-sektor             | Beholdning<br>Millioner kroner | Andel av porteføljen<br>Prosent |
|-----------------------------|---------------|-------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| Waste Connections Inc       | Canada        | Industri                | 1 410                          | 2,4                             |
| Xylem Inc/NY                | USA           | Industri                | 1 172                          | 2,0                             |
| American Water Works Co Inc | USA           | Kraft- og vannforsyning | 1 080                          | 1,9                             |
| Ecolab Inc                  | USA           | Materialer              | 1 021                          | 1,8                             |
| Steel Dynamics Inc          | USA           | Materialer              | 889                            | 1,5                             |
| AO Smith Corp               | USA           | Industri                | 832                            | 1,4                             |
| Koninklijke DSM NV          | Nederland     | Materialer              | 742                            | 1,3                             |
| Covanta Holding Corp        | USA           | Industri                | 742                            | 1,3                             |
| DS Smith Plc                | Storbritannia | Industri                | 732                            | 1,3                             |
| Veolia Environnement SA     | Frankrike     | Kraft- og vannforsyning | 671                            | 1,2                             |

### Waste Connection

Waste Connection er Nord-Amerikas tredje største selskap for håndtering av fast avfall. Nesten hele selskapets omsetning kommer fra miljøvennlig håndtering av avfall gjennom automatisering og bruk av naturgasskjøretøyer (CNG), innsamling av deponigass, energiproduksjon, avfallsgjenvinning og sluttbehandling. Gjennom sitt oppkjøp av Progressive Waste vil selskapet bringe sin industriledende tilnærming til avfallsbehandling til nye områder i USA og Canada. Selskapet samarbeider med kundene for å kunne tilby skreddersydde avfallsløsninger som ivaretar lokalsamfunnets behov.









Gjennom våre miljøinvesteringer investerer vi ekstra i miljøteknologi. Vi hadde 63,7 milliarder kroner investert i slike mandater ved utgangen av 2016



# Risikoovervåking

**Norges Bank Investment Management skal oppnå høyest mulig avkastning på fondets investeringer, med moderat risiko. Vi analyserer risiko relatert til selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold for hele fondet. Dette inngår som en integrert del av fondets risikoanalyser.**

  
68

Vi sikter mot å identifisere, måle og håndtere all relevant risiko som fondet står overfor. Overvåking av risiko relatert til selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold for porteføljen er en viktig del av vår risikohåndtering. Vi har en systematisk tilnærming til risikoovervåking og foretar risikovurderinger på mange nivåer, herunder markeds-, sektor- og selskapsnivå. Vår tilnærming betyr at vi foretar generelle vurderinger før vi ser nærmere på enkeltforhold. Vurderingene bidrar til mer kunnskap om risiko i porteføljen.

Når risiko relatert til selskapsstyring, samfunnsmessige eller miljømessige forhold er identifisert, blir den analysert, overvåket og vurdert med henblikk på eierskapsaktiviteter, fortsatt risikoovervåking eller risikobasert nedslag. Risikovurderinger kan føre til justeringer i porteføljen eller selvpålagte restriksjoner i enkelte markeder, sektorer eller selskaper.

## LAND- OG SEKTORRISIKO

I 2016 fortsatte vi arbeidet med å øke forståelsen av risiko relatert til selskapsstyring, miljø- og samfunnsforhold på land- og sektornivå. Vår analyse av slik risiko er basert på et internt risikorammeverk, som inkluderer landdata og ni sentrale indikatorer knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold.

I tillegg til bedre og detaljerte ikke-finansielle risikodata på land- eller markedsnivå har vi tilsvarende data for ulike sektors eksponering mot slik risiko. Dette betyr at vi kan se på overlappende risiko mellom land og sektorer. Slike analyser gjør det enklere å avdekke områder i porteføljen med høy risikoeksponering, enten i enkeltelskaper eller for et særskilt tema. Analysene er dessuten et hjelpemiddel for å kunne identifisere selskaper for ytterligere analyse.

## SEKTORANALYSER

Vår generelle tilnærming til risikoovervåking er også nyttig i arbeidet med å identifisere sektorer med særlig høy risiko innen selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold der det kan være behov for ytterligere analyse.

Ved å anvende vårt risikorammeverk på porteføljen kan vi identifisere enkeltsektorer med høy risikoeksponering på særskilte områder. I 2016 foretok vi 19 sektoranalyser som dekket 391 selskaper. Vi fortsatte også å analysere selskaper i en rekke av de sektorene vi har identifisert tidligere.

Sektorene som ble gjenstand for videre analyse på grunn av særlig høy risikoeksponering innen selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold, inkluderte olje og gass, treforedling, landbruksvarer, gruvedrift, metallutvinning, bil og bildeler, fiskeri og sjømat samt klesbransjen.

### SELKAPSANALYSER

Som en del av vår løpende risikoovervåking utarbeider vi rapporter og notater om enkeltsselskaper. I 2016 utarbeidet vi 64 selskapsrapporter med vurderinger av selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold. Vi deler slike rapporter inn i tre kategorier.

#### Vesentlig eierskap

Vi analyserer selskaper hvor fondet har en vesentlig eierandel. Her forsøker vi å identifisere og vurdere risikoeksponering på både kort og lang sikt. Totalt åtte slike rapporter ble utarbeidet i 2016.

#### Hendelsesrapporter

Vi overvåker selskaper og markeder ved hjelp av ulike informasjonssystemer og internasjonale



Vi forsøker å identifisere og vurdere risikoeksponering på kort og lang sikt

medier for å avdekke hendelser som kan være relevante for porteføljen. Etter en innledende evaluering av hendelsene blir selskaper valgt ut for videre analyse i hendelsesrapporter. Vi utarbeidet 45 slike rapporter i 2016. Vi vurderte hendelser

som påstått korrupsjon, bedrageri, menneskerettighetsbrudd, giftig avfall og miljøskader. Hendelsesrapportene vil i enkelte tilfeller bli fulgt opp med mer omfattende selskapsanalyser.

#### Selskapsrapporter

Sektoranalyser og hendelsesrapporter kan avdekke et behov for videre analyse av enkeltsselskaper. Selskapsrapporter går mer detaljert inn i forretningsdrivere og ulike risikofaktorer for et selskap. Vi ser på hvorvidt og hvordan selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold kan påvirke selskapet. Vi utarbeidet 11 slike rapporter i 2016.

### RISIKOOVERVÅKING OG EKSTERNE MANDATER

Vår risikoovervåking knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold dekker alle fondets beholdninger, både de som forvaltes internt, og de som forvaltes eksternt. Det inngår som en del av utvelgesprosessen av nye eksterne forvaltere å påse at de er kjent med våre forventninger til ansvarlig forvaltning, og at de integrerer selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold i sin forvaltning. For eksisterende eksterne mandater inngår slike forhold i vår årlige forvalterevaluering. Temaene blir i tillegg diskutert i møter med forvalterne gjennom året.

Vi samarbeider også med våre eksterne forvaltere om analyser, for eksempel knyttet til det nye kullproduktkriteriet som ble innført i 2016. I samråd med våre eksterne forvaltere utarbeidet vi grunnlagsanalyser av kraftprodusenter i ulike land, noe som var et viktig bidrag til vår utvelgesprosess.

I 2016 inkluderte vi flere nye spørsmål i spørreskjemaet som vi sender ut til våre eksterne forvaltere, for å få mer kunnskap om hvordan de håndterer spørsmål knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold i sin forvaltningsvirksomhet. Vi ønsket også opplysninger om hvilke datakilder forvalterne bruker for å vurdere selskapenes eksponering mot og håndtering av slike problemstillinger, og hvilke forhold de mener er mest relevante for deres markeder og enkeltporteføljer.

Vi har samlet inn og analysert svarene. Det varierer hvordan forvalterne vurderer og integrerer problemstillinger knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold i sin forvaltningsvirksomhet, og hvilke forhold de mener er mest relevante.





Vi analyserer  
klimagassutslipp  
fra selskapene i  
porteføljen



Svarene tyder på at forvalterne generelt sett er kommet lenger når det gjelder å forstå betydningen av forhold knyttet til selskapsstyring, og at de inkluderer slike vurderinger i sin forvaltningsprosess. Derimot ser det ut til at de ikke har kommet like langt når det gjelder å integrere miljømessige og samfunnsmessige forhold i forvaltningsprosessen.

Svarene som vi mottok fra forvalterne i 2016, vil være et startpunkt som vi kan måle fremtidig informasjon opp mot, og bruke som innspill til vår løpende dialog med forvalterne.

### UTSLIPP AV KLIMAGASSER FRA SELSKAPER I FONDETS PORTEFØLJE

I 2016 utarbeidet vi et eget rammeverk for klimarisiko for Norges Bank Investment Management. For å få bedre forståelse av fondets samlede klimarisiko i tråd med dette rammeverket analyserer vi klimagassutslipp fra selskapene i fondets portefølje. Høye utslippstall på selskapsnivå kan medføre en økonomisk risiko, for eksempel gjennom fremtidige regulatoriske endringer eller teknologisk utvikling. I 2016 beregnet vi aksjeporteføljens karbonavtrykk for tredje år på rad. For første gang beregnet vi også karbonavtrykket til vår selskapsobligasjonsportefølje.

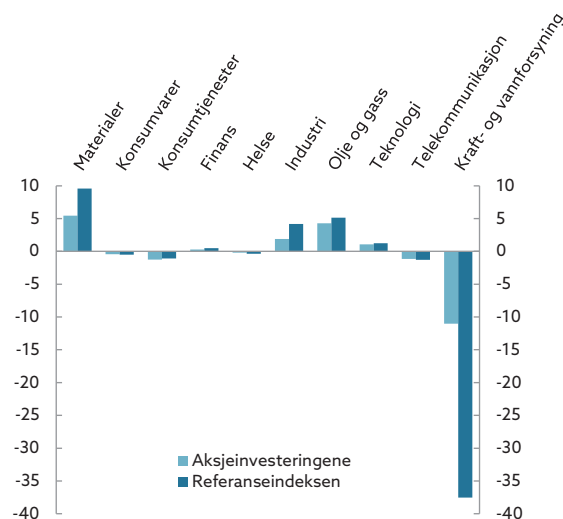
De rapporterte tallene for 2016 tilsvarer selskapenes Ramme 1- og Ramme 2-utslipp. For å unngå dobbelt-telling på porteføljenivå har vi tidligere valgt å kun rapportere om selskapenes direkte utslipp (Ramme 1). Samtidig ser vi at rapporteringspraksisen for klimagassutslipp i investeringsporteføljer utvikler seg i retning av å inkludere både direkte og indirekte utslipp. Dette er grunnen til at vi i 2016 har valgt å rapportere i tråd med en slik praksis. Ikke alle selskaper rapporterer tilstrekkelig standardiserte data, så vi bygger

våre analyser på utstrakt bruk av modellering fra spesialiserte dataleverandører.

Ved utgangen av 2016 hadde selskapene i aksjeporteføljen sluppet ut om lag 5,7 millioner tonn CO<sub>2</sub>-ekvivalenter i løpet av året, vektet etter beholdningenes verdi. Dette tilsvarer 164 tonn per million amerikanske dollar i omsetning. Basert på vår prosentvise eierandel i det enkelte selskap, representerte porteføljen totalt 96 millioner CO<sub>2</sub>-ekvivalenter.

Våre analyser bygger på de siste tilgjengelige utslippstallene fra våre dataleverandører om våre beholdninger ved utgangen av 2015 og 2016. Siden det er en forsinkelse i rapporteringen av utslippstall, er analysene i hovedsak basert på utslippstall fra 2015, sammen med mer oppdatert informasjon for de selskapene der dette er tilgjengelig.

Figur 17 Endringer i bidrag til karbonavtrykk mellom 2015 og 2016. Prosent



Når vi sammenligner karbonavtrykket for selskaper med virksomhet innen samme sektor, har vi alltid sett på både direkte og indirekte CO<sub>2</sub>-utslipp. Når vi analyserer forretningsmodellen til enkeltstående selskaper, kan vi også vurdere utslipp over hele livsløpet til virksomheten og produktene for å få et mer fullstendig bilde av klimarelaterte risikofaktorer og muligheter på selskapsnivå.

Enkelte sektorer har høyere utslipp målt i forhold til omsetningen enn andre. For eksempel ser vi at utslippsintensiteten er høy i kraft- og vannforsyning, noe som ikke er overraskende siden kraftselskaper leverer energi til andre sektorer.

Vår analyse viser at aksjeporteføljens karbonintensitet er 4 prosent lavere enn referanseindeksens. Forskjellen mellom beregnet utslippsintensitet for porteføljen og for referanseindeksen skyldes i hovedsak at våre investeringer innen materialer, industri og kraftforsyning har lavere utslippsintensitet enn selskapene i referanseindeksen.

I 2016 sank karbonintensiteten for både aksjeporteføljen og referanseindeksen. Porteføljens karbonintensitet gikk ned med 1 prosent, mens referanseindeksens karbonintensitet gikk ned 11 prosent. For referanseindeksen skyldtes nedgangen hovedsakelig utelukkelsen av kullselskaper, mens mange av disse ble fjernet fra porteføljen allerede før 2016.

Vi har også beregnet hva referanseindeksens karbonintensitet ville vært uten etiske utelukkelse etter fondets retningslinjer for observasjon og utelukkelse. Analysen viser at disse utelukkelsene har redusert referanseindeksens karbonintensitet med 17 prosent.

Dette skyldes i hovedsak utelukkelse basert på kullkriteriet.

I 2016 så vi på ulike metoder for å måle karbonavtrykket av vår portefølje av selskapsobligasjoner. Våre funn tyder på at det fortsatt er et stykke igjen før vi har en konsistent og relevant metode for å beregne karbonavtrykket til obligasjonsporteføljer. utfordringer ved tilgang på og kartlegging av data, fordelingsmetode for karbonutslipp og komplekse selskapsstrukturer gjør det vanskelig å få en god oversikt over det faktiske karbonavtrykket. Til tross for disse utfordringene har vi valgt å beregne selskapsobligasjonsporteføljens eksponering mot karbonintensive sektorer og selskaper, og sammenligne den med referanseindeksens eksponering. Porteføljens karbonintensitet er 2 prosent lavere enn referanseindeksens karbonintensitet. Dette skyldes primært at våre investeringer i industriselskaper gir en lavere utslippsintensitet enn intensiteten som følger av vektene i referanseindeksen.

Beregningene våre belyser aspekter ved selskaper og sektorer som det kan være relevant å vurdere ytterligere. Det er også verdt å merke seg at vår analyse er et øyeblikksbilde som ikke tar hensyn til selskapenes strategi, næringsstruktur og andre faktorer. Beregningene av karbonutslipp gir altså ikke et helhetlig bilde av klimarisikoen selskapene i porteføljen er utsatt for. Vi ser derfor analysen av karbonutslipp i sammenheng med andre forhold som vannintensitet, luftforurensing, alder på anleggene som slipper ut CO<sub>2</sub>, og – der det er relevant – karbonfangst og -lagring (CCS).

### Metode

Beregningsmetodene for klimagasser varierer. Vi tar utgangspunkt i anslåtte klimagassutslipp for hvert enkelt selskap i aksjeporteføljen basert på antall tonn CO<sub>2</sub>-ekvivalenter som rapporteres.

Dersom man ønsker å sammenligne selskaper og sektorer, vil det være hensiktsmessig å se utslippene i forhold til en felles, standardisert variabel. I slike beregninger bruker man gjerne en indikator på selskapets økonomiske aktivitet, og i praksis vil det ofte være omsetningstall som benyttes. Resultatet blir et uttrykk for selskapenes klimagassintensitet eller utslipp per omsetningsenhet.

For å beregne klimagassintensiteten til alle investeringene samlet sett multipliserer vi klimagassintensiteten til det enkelte selskap med verdien av fondets investering i selskapet som en andel av porteføljens samlede verdi, og legger det sammen for alle fondets posisjoner. Dette gjør det mulig å sammenligne porteføljen med referanseindeksen.

Bruk av omsetning for å beregne utslippsintensitet har noen begrensninger. For eksempel vil det for kraftselskaper finnes selskaper som i tillegg til kraftproduksjon har virksomhet innen krafthandel. Selskaper med utstrakt krafthandel eller som opererer i markeder med relativt sett dyrere kraft, vil få lavere tall for klimagassintensitet. For denne sektoren vil trolig utslipp per enhet produsert kraft (f.eks. kWh) gi en bedre beskrivelse og sammenligningsgrunnlag for selskapenes klimagassintensitet.

### Datagrunnlag

Informasjon om klimagassutslipp tar ofte utgangspunkt i selskapsrapporterte data, enten direkte fra deres ordinære selskapsrapportering eller gjennom for eksempel rapportering til CDP. Slike data finnes ikke for alle selskapene i fondets aksjeportefølje. Enkelte dataleverandører har derfor utviklet sine egne modeller for å vurdere kvaliteten på selskapsrapporterte data eller for beregning av utslippstall for selskaper som ikke selv rapporterer om dette. Leverandører benytter forskjellige strategier for å modellere utslipp fra selskaper der de ikke har tall, for eksempel gjennomsnittstall fra sammenlignbare selskaper. Dette kan være en kilde til feil dersom gjennomsnittstallene ikke i tilstrekkelig grad avspeiler det enkelte selskaps virksomhet. Det er videre forskjeller mellom metodene og resultatene til ulike leverandører. Vi samarbeider tett med dataleverandørene for å oppnå best mulig datadekning både for porteføljen og referanseindeksen. Vi har hovedsakelig benyttet data fra leverandøren Trucost i våre analyser.

### Utslippsrammer

Klimagassprotokollen (GHG-protokollen) angir en standard for kategorisering av utslipp som benyttes av myndigheter og selskaper. Protokollen deler utslipp inn i tre deler:

**Ramme 1** (direkte utslipp): utslipp fra egen produksjon

**Ramme 2** (indirekte utslipp): utslipp fra innkjøpt elektrisitet og varme

**Ramme 3** (indirekte utslipp): utslipp fra produksjon av innkjøpte varer og tjenester



**Tabell 9** Ramme 1 og 2, utslipp per sektor

| Sektor                  | Aksjeporteføljen   |                                    | Referanseindeksen                  |
|-------------------------|--|------------------------------------|------------------------------------|
|                         | Andel av porteføljens markedsverdi. Prosent <sup>1</sup> | Tonn CO <sub>2</sub> -ekvivalenter | Tonn CO <sub>2</sub> -ekvivalenter |
| Materialer              | 5,6  | 11 110 229                         | 14 331 282                         |
| Konsumvarer             | 13,7   | 2 434 135                          | 2 518 811                          |
| Konsumtjenester         | 10,3   | 1 699 342                          | 1 554 147                          |
| Finans                  | 23,3   | 1 172 200                          | 1 494 658                          |
| Helse                   | 10,2   | 594 810                            | 602 299                            |
| Industri                | 14,1   | 3 068 862                          | 3 714 834                          |
| Olje og gass            | 6,4  | 41 548 639                         | 42 985 649                         |
| Teknologi               | 9,5  | 983 652                            | 990 756                            |
| Telekommunikasjon       | 3,2  | 3 242 496                          | 3 287 442                          |
| Kraft- og vannforsyning | 3,1  | 26 707 806                         | 29 315 815                         |
| <b>Vektet sum</b>       |  | <b>5 714 299</b>                   | <b>6 390 029</b>                   |

<sup>1</sup> Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert

**Tabell 10** Ramme 1 og 2 utslippsintensitet i ulike sektorer, vektet med verdi av fondets beholdninger. Aksjeporteføljen og referanseindeksen

| Sektor                  | Aksjeporteføljen   |   | Referanseindeksen   |
|-------------------------|--|---|---|
|                         | Andel av porteføljens markedsverdi. Prosent <sup>1</sup> | Tonn CO <sub>2</sub> -ekvivalenter per millioner dollar i omsetning | Tonn CO <sub>2</sub> -ekvivalenter per millioner dollar i omsetning |
| Materialer              | 5,6  | 604   | 687   |
| Konsumvarer             | 13,7   | 70  | 68  |
| Konsumtjenester         | 10,3   | 86  | 73  |
| Finans                  | 23,3   | 24  | 22  |
| Helse                   | 10,2   | 31  | 30  |
| Industri                | 14,1   | 237   | 254   |
| Olje og gass            | 6,4  | 333   | 345   |
| Teknologi               | 9,5  | 48  | 49  |
| Telekommunikasjon       | 3,2  | 43  | 44  |
| Kraft- og vannforsyning | 3,1  | 1 262   | 1 378   |
| <b>Totalt</b>           |  | <b>164</b>  | <b>171</b>  |

<sup>1</sup> Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert

**Tabell 11** Ramme 1 og 2 utslipp i selskapsobligasjonsporteføljen og referanseindeksen i 2016

|                                | Gjennomsnittlig utslippsintensitet vektet med markedsverdi av fondets beholdninger. |   |
|--------------------------------|---|---|
|                                | Tonn CO <sub>2</sub> -ekvivalenter  | Tonn CO <sub>2</sub> -ekvivalenter per millioner dollar i omsetning |
| Selskapsobligasjonsporteføljen | 6 109 853,36  | 189   |
| Referanseindeksen              | 7 213 684,61  | 193   |
| Differanse                     | -1 103 831,26   | -4  |

**Tabell 12** Ramme 1 og 2 utslipp i aksjeporteføljen og referanseindeksen

|   | Tonn CO <sub>2</sub> -ekvivalenter |            | Gjennomsnittlig utslippsintensitet vektet med verdi av fondets beholdninger. Tonn CO <sub>2</sub> -ekvivalenter per millioner dollar i omsetning |            |
|---|------------------------------------|------------|--|------------|
|   | 31.12.2016                         | 31.12.2015 | 31.12.2016   | 31.12.2015 |
| Aksjeporteføljen                                      | 5 714 299                          | 5 546 513  | 164  | 165        |
| Referanseindeksen                                     | 6 390 029                          | 6 292 057  | 171  | 191        |
| Differanse  | -675 730                           | -745 543   | -7   | -26        |
| Referanseindeksen ikke justert for etiske utelukkelse | 6 776 925                          | 6 268 141  | 207  | 189        |

**Tabell 13** Bidrag av tonn CO<sub>2</sub>-ekvivalenter per millioner dollar fordelt på allokering og verdipapirseleksjon i aksjeporteføljen

| Sektor                  | Allokering | Verdipapirseleksjon | Totalt      |
|-------------------------|------------|---------------------|-------------|
| Materialer              | 0,4        | -4,8                | -4,4        |
| Konsumvarer             | -0,6       | 0,3                 | -0,4        |
| Konsumtjenester         | -0,1       | 1,4                 | 1,4         |
| Finans                  | -0,1       | 0,4                 | 0,2         |
| Helse                   | 0,4        | 0,1                 | 0,6         |
| Industri                | 0,5        | -2,5                | -2,0        |
| Olje og gass            | -1,0       | -0,8                | -1,8        |
| Teknologi               | 0,6        | 0,0                 | 0,5         |
| Telekommunikasjon       | 0,3        | 0,0                 | 0,3         |
| Kraft- og vannforsyning | 2,6        | -3,6                | -1,1        |
| <b>Totalt</b>           | <b>3,0</b> | <b>-9,7</b>         | <b>-6,7</b> |

# Risikobaserte nedsalg

**Vi har de senere årene gjennomført nedsalg av en rekke selskaper basert på vurderinger av selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige risikofaktorer. I 2016 solgte vi oss ut av 23 selskaper.**

Vår ansvarlige forvaltningsvirksomhet kan i enkelte tilfeller føre til at vi selger oss ut av selskaper etter en vurdering av risiko på lang sikt. Norges Bank Investment Management gjennomfører analyser og treffer beslutninger om risikobasert nedsalg. Risikobaserte nedsalg skiller seg fra utelukkelse etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse. De sistnevnte utelukkelsene er gjort på etisk grunnlag, og hovedstyret tar beslutningen etter tilråding fra Etikkrådet, eller for kullkriteriet, Norges Bank Investment Management.

Norges Bank Investment Management ser på risikobasert nedsalg som et verktøy for å redusere eksponeringen mot risiko som vi mener kan ha en negativ effekt på porteføljen over tid. Vi gjennomfører nedsalg innenfor den samlede rammen for avvik fra referanseindeksen, slik dette er angitt i forvaltningsmandatet. Beslutningen om å redusere vår eksponering mot enkeltbransjer eller -selskaper er basert på en samlet risikoanalyse av enkelt-selskapers eksponering mot risiko knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold. Har vi betydelige investeringer i et selskap, kan selskapsdialog være et mer hensiktsmessig virkemiddel enn nedsalg. Vi har generelt bedre analysedekning og kontakt med selskaper vi har større investeringer i.

Vi har en systematisk tilnærming til å identifisere og vurdere selskaper som kan være kandidater for risikobasert nedsalg. Den viktigste metoden for å identifisere slike

selskaper er å vurdere porteføljen mot vårt interne rammeverk for risikovurdering av selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold på land- og sektornivå. I de siste par årene har vi videreutviklet vår analysemodell og utvidet dette risikorammeverket til å inkludere ytterligere sektorer og temaer. I tillegg til å bruke vår egen modell kan vi også bli oppmerksomme på kandidater for risikobasert nedsalg gjennom vår løpende risikoovervåking knyttet til selskapsstyring, miljømessige og samfunnsmessige forhold i porteføljen.

Når vi gjennomfører risikobaserte nedsalg, analyserer vi det enkelte selskaps virksomhet, forretningsmodell og indikatorer som viser hvor godt selskapet håndterer relevante risikofaktorer. Disse faktorene blir så evaluert mot et sett sektorspesifikke kriterier. Selskaper vurdert til å ha høy risikoeksponering og som blir truffet av visse sektorspesifikke kriterier, blir kandidater for risikobasert nedsalg.

I 2016 har vi vurdert flere nye sektorer og foretatt en ny gjennomgang av sektorer og temaer fra tidligere år. I vår oppdaterte gjennomgang av tidligere risikobaserte nedsalg så vi på hele porteføljen. Analysene kan avdekke nye kandidater for nedsalg basert på de etablerte kriteriene og om noen selskaper kan være kandidater for reinvestering dersom de ikke lenger blir truffet av nedsalgs-kriterier. Vi har i 2016 videre revurdert kriteriene for risikobasert nedsalg for to sektorer. De oppdaterte kriteriene avspeiler aktuelle endringer i sektorene og

regulatoriske endringer og tar inn ytterligere datakilder.

Sektorvurderinger og selskapsanalyser førte til at vi foretok risikobaserte nedslag i 23 selskaper i 2016. Selskaper som blir truffet av noen, men ikke alle kriteriene for risikobasert nedslag, blir



satt under utvidet risikoovervåking.

### Sektorvurderinger og selskapsanalyser førte til at vi foretok risikobaserte nedslag i 23 selskaper i 2016

Mange temaer og sektorer som inngår i våre nedslagsanalyser, er også del av vårt løpende arbeid med standardsetting og aktivt eierskap.

Institusjonelle investorer står vanligvis fritt til å investere i de selskapene de vil, innenfor rammen av sitt investeringsmandat. Våre nedslagsbeslutninger er en integrert del av forvaltningsvirksomheten og er derfor mer fleksible enn de formelle beslutningene i Norges Banks hovedstyre om å utelukke selskaper fra investeringsuniverset. I motsetning til det som skjer ved formelle beslutninger om observasjon og utelukkelse, blir det ikke lagt ut en liste over selskapene der vi har gjort risikobasert nedslag. Derimot er vi åpne om kriteriene som ligger til grunn for våre beslutninger, og vi legger hvert år frem beholdningslisten over alle selskaper vi er investert i.

#### KLIMAGASSUTSLIPP

Vi har vurdert risiko forbundet med klimagassutslipp fra selskaper i porteføljen som en del av vårt fokus på klimaendringer. Selskaper med virksomhet eller verdikjede med særskilt store klimagassutslipp kan være utsatt for risiko knyttet til nye reguleringer eller andre

markedsendringer. Dette kan føre til økte driftskostnader eller redusert etterspørsel.

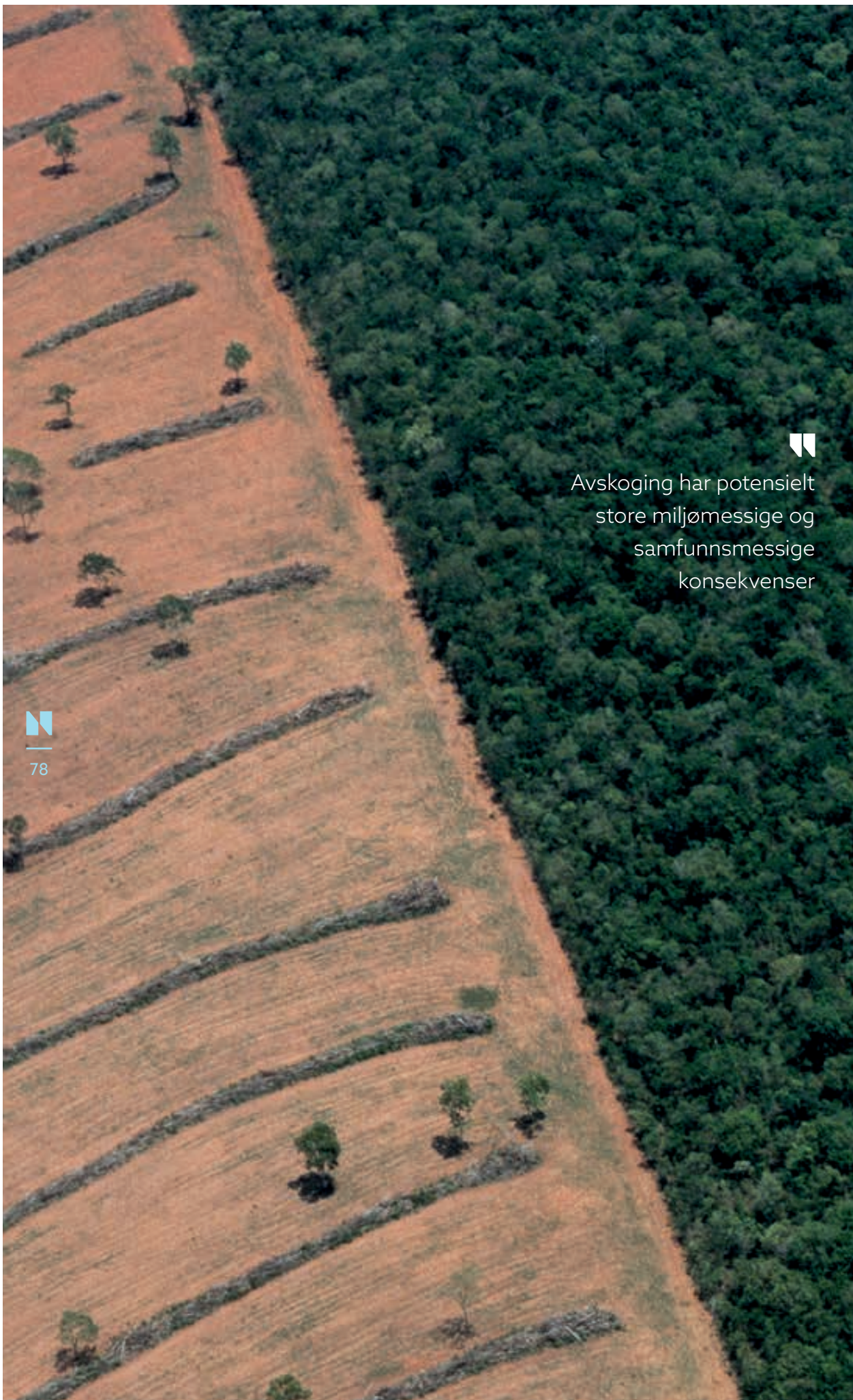
#### Oljesandproduksjon

Oljeproduksjon basert på oljesand er forbundet med miljøutfordringer som høy karbonintensitet, vannforbruk, giftig avfall og arealbruk. Den høye karbonintensiteten i olje fra oljesand skyldes større energiforbruk under utvinning og foredling av produktet. I 2014 foretok vi en vurdering av selskaper i porteføljen som var eksponert mot oljesand, og solgte oss ut av fem slike selskaper. I 2016 gjennomgikk vi denne sektoren på nytt og oppdaterte kriteriene for risikobasert nedslag. Den viktigste vurderingen var andel av selskapets påviste oljereserver i oljesand i forhold til selskapets samlede påviste reserver. Med utgangspunkt i vår analyse har vi valgt å opprettholde eksisterende nedslag og solgt oss ut av ytterligere tre selskaper i 2016.

#### Kullbasert kraftproduksjon

Kraftprodusenters bruk av kull som innsatsfaktor er et område som kan stå overfor særskilt høy risiko fra nye reguleringer i enkelte markeder. Flere land og regioner har innført reguleringer med mål om å redusere klimagassutslipp fra kraftsektoren. Da vi vurderte selskaper for nedslag, så vi på et sett kriterier der vi la vekt på hvor stor andel av selskapets virksomhet som var knyttet til kraftproduksjon, og deretter hvor stor andel av kraftproduksjonen, som kommer fra kull. Med utgangspunkt i denne gjennomgangen solgte vi oss ut av ett selskap i 2016. Tidligere kullrelaterte nedslag ble i 2016 vurdert for utelukkelse under det nye kullkriteriet i fondets retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper.





Avskoging har potensielt  
store miljømessige og  
samfunnsmessige  
konsekvenser



### AVSKOGING

Avskoging har potensielt store miljømessige og samfunnsmessige konsekvenser. Skog er en viktig del av økosystemet og bidrar til å opprettholde biologisk mangfold, lagre karbon og produsere oksygen. I noen regioner er avskoging en av hovedårsakene til CO<sub>2</sub>-utslipp og kan også utgjøre en trussel mot menneskerettighetene og urfolks rettigheter.

#### Palmeoljeproduksjon

Produksjon av palmeolje i Malaysia og Indonesia kan bidra til tropisk avskoging. Vår første analyse av denne sektoren førte til at vi solgte oss ut av totalt 29 palmeoljeselskaper mellom 2012 og 2015. Selskapene vi solgte oss ut av, ble ansett for å produsere palmeolje på en ikke-bærekraftig måte.

Da vi vurderte nedslag, konsentrerte vi oss om selskaper som driver palmeoljeplantasjer i Malaysia og Indonesia, og som hadde tilstrekkelig andel av virksomheten sin samlet sett innen palmeoljeproduksjon. Vi vurderte videre selskapenes sertifiseringsstatus i Roundtable of Sustainable Palm Oil (RSPO) og planer for fremtidig sertifisering.

I 2016 analyserte vi sektoren på nytt og deltok på en investorreise til Indonesia for å få førstehåndskunnskap om relevante problemstillinger. Vi har også gjennomgått og oppdatert kriteriene som ble etablert i 2012. Oppdateringen avspeiler utviklingen i sektoren og nye datakilder. De nye datakildene gir bedre oversikt over eksponering mot og håndtering av risiko knyttet til miljømessige og samfunnsmessige forhold hos palmeoljeprodusenter. Våre funn tyder på at selv om det har vært forbedringer for å fremme bærekraftsspørsmål hos enkeltstående selskaper og i reguleringer, står næringen fortsatt overfor store utfordringer. En av utfordringene er spørsmålet om sporbarhet

og bærekraftsertifisering i leverandørkjeden. En annen utfordring er enkelte palmeoljeprodusenters inntreden i deler av Afrika, der spørsmål om selskapsstyring, landrettigheter og menneskerettigheter står sentralt.

Med utgangspunkt i vår analyse av sektoren og vår evaluering av enkeltstående selskaper har vi besluttet å opprettholde nedslagene som er gjennomført, og foreta en ny gjennomgang neste år.

#### Papirproduksjon

En annen del av vår risikoanalyse knyttet til avskoging handlet om treforedling og papirproduksjon. Risikoanalysen konsentrerte seg om bærekraftig skogbruk og sertifiseringsordninger. Da vi vurderte selskaper for nedslag, så vi spesielt på virksomheter i høyrisikoland. Videre vurderte vi selskapets FSC-sertifiseringsstatus (Forest Stewardship Council). FSC-sertifisering sikrer bærekraftige skogbruksprodukter som gir miljømessig, samfunnsmessig og økonomisk gevinst. Basert på vår vurdering av sektoren solgte vi oss ut av ytterligere fire selskaper i 2016.

#### VANN

Vann er innsatsfaktor i en rekke produksjonsprosesser i mange sektorer. Selskaper kan være avhengig av vann i egen virksomhet, gjennom underleverandører eller gjennom produktenes livsløp. Økonomisk vekst og befolkningsvekst er ventet å øke etterspørselen etter vann til landbruk, husholdninger og industri. Dette kan føre til økt press på vannressursene. Forurensning og klimaendringer kan skape ytterligere utfordringer. Utfordringer knyttet til vann kan påvirke selskapenes virksomhet gjennom driftsavbrudd, tapt markedsadgang og risiko for økte kostnader. Det kan også endre konkurranse- eller etterspørselsbildet i et marked.

## RISIKOBASERTE NEDSALG I 2016

| Kategori                             | Tema   | Kriterier   | Antall selskaper |
|--------------------------------------|--|---|------------------|
| Klimagassutslipp                     | Oljesandproduksjon   | Avtrykk: Oljesandproduksjon   | 3                |
|                                      |  | Oljesandproduksjon eller oljesandreserver utgjør en relevant andel av selskapets virksomhet   |                  |
|                                      | Kullbasert elektrisitetsproduksjon                                   | Kraftproduksjonen utgjør en relevant andel av selskapets virksomhet   | 1                |
|                                      |  | Kull utgjør en relevant andel av kraftproduksjonen  |                  |
| Avskoging                            | Papirproduksjon  | Avtrykk: Virksomhet i relevante markeder  | 4                |
|                                      |  | FSC sertifiseringsstatus og/eller annen relevant bærekraftsertifisering   |                  |
| Sosiale og styringsrelaterte forhold | Menneskerettigheter i fiskeindustrien                                | Avtrykk: Virksomhet i markeder med høy risiko   | 2                |
|                                      |  | Forhold som indikerer krenkelse av menneskerettigheter  |                  |
|                                      | Sosiale og styringsrelaterte forhold i gruve- og metallindustriene   | Avtrykk: Virksomhet i markeder med høy risiko   | 10               |
|                                      |  | Forhold som indikerer utilstrekkelig håndtering av risiko fra sosiale eller styringsrelaterte forhold som korrupsjon og helse, miljø og sikkerhet |                  |
| Korrupsjon                           | Avtrykk: Virksomhet i markeder med høy risiko                        | 3   |                  |
|                                      | Forhold som indikerer utilstrekkelig håndtering av korrupsjonsrisiko |   |                  |
| <b>Totalt</b>                        |  |   | <b>23</b>        |



I 2016 solgte vi oss ikke ut av noen selskaper på grunn av vannrisiko alene, men vi inkluderte eksponering mot vannrisiko som en faktor i vurderingen av metall- og gruveselskapers risiko knyttet til biologisk mangfold, helse og sikkerhet. I vår vurdering av selskaper i treforedlingsbransjen så vi på hvordan disse selskapene håndterer vannrisiko.

#### **SAMFUNNSMESSIGE OG STYRINGSRELATERTE FORHOLD**

Manglende evne til å håndtere risiko knyttet til samfunnsmessige forhold og selskapsstyring kan føre til driftsavbrudd, bøter, tap av kontrakter og skade selskapets omdømme. I vårt arbeid med risikoovervåking og risikobasert nedslag i 2016 fortsatte vi å analysere vesentlige problemstillinger knyttet til samfunnsmessige forhold og selskapsstyring,

som helse og sikkerhet, menneskelig kapital og korrupsjon.

#### **Fiskeri og sjømat**

Det er økende oppmerksomhet om arbeidsvilkårene i leverandørkjeden til sjømat-selskaper, herunder påstander om at fiskeselskaper bruker tvangsarbeid i Sørøst-Asia. Vår evaluering av sektoren så på det geografiske fotavtrykket til selskapenes virksomhet, andel av den samlede aktiviteten som var innenfor relevant virksomhet, dokumenterte hendelser knyttet til brudd på arbeidstakeres rettigheter og mangelfull håndtering av risiko. Med utgangspunkt i vår analyse foretok vi risikobaserte nedslag i to selskaper i 2016.

## **RISIKOBASERTE NEDSALG DE SISTE ÅRENE**

| <b>Kategori</b>                      | <b>2016</b> | <b>2015</b> | <b>2014 og tidligere</b> |
|--------------------------------------|-------------|-------------|--------------------------|
| Klimagassutslipp                     | 4           | 42          | 22                       |
| Avskoging                            | 4           | 7           | 43                       |
| Vann                                 | 0           | 9           | 35                       |
| Sosiale og styringsrelaterte forhold | 15          | 15          | 14                       |
| <b>Totalt</b>                        | <b>23</b>   | <b>73</b>   | <b>114</b>               |





### Klær og leker

I 2015 gjennomførte vi en første vurdering av selskaper som produserer klær, fottøy og leker. Det har vært stor oppmerksomhet rundt dårlige arbeidsforhold, helse, miljø og sikkerhet i disse bransjene de senere årene. Når vi analyserer en bransje og vurderer mulige kandidater for risikobasert nedslag, ser vi på enkeltsekskapers atferd og konkrete hendelser knyttet til sosiale spørsmål. Ufullstendig informasjonstilgang på selskapsnivå i de markedene som ble ansett for å ha den høyeste eksponeringen mot relevante risikofaktorer, var en av utfordringene i vurderingen av selskaper i disse bransjene. Vi besluttet derfor i 2015 at vi ikke skulle selge oss ut av noen selskaper, men fortsette arbeidet med å få tilgang til mer komplette data for å understøtte fremtidige analyser og beslutninger om nedslag.

I 2016 har vi arbeidet med å bygge opp kunnskap om sentrale samfunnsmessige risikofaktorer innen bransjene klær, fottøy og leker. Vi har blant annet fått eksterne analyser av de mest fremtredende problemstillingene i klesindustrien. Vi har særlig sett på høyrisikoland hvor slik produksjon foregår, som Tyrkia, Kina, Kambodsja, India og Bangladesh. Videre har vi trappet opp overvåkingen av selskaper i porteføljen som er eksponert mot disse sektorene og landene. Vår ekstrainsats på analyse og overvåking har gitt oss verdifull innsikt i denne sektoren. Samtidig gjenstår det analytiske utfordringer knyttet til en kompleks leverandørkjede og mangel på tilstrekkelige data på selskapsnivå. Vi har derfor ikke foretatt noen risikobaserte nedslag i disse sektorene i 2016.

### Korrupsjon

Analyser og risikobaserte nedslag er en metode for å redusere eksponeringen mot selskaper med høy risiko for korrupsjon, og selskaper hvor det er tegn på utilstrekkelig håndtering av denne risikoen. Da vi vurderte selskaper for nedslag, konsentrerte vi oss om selskaper som opererte i høyrisikosektorer med eksponering mot markeder med høy risiko, og som viste tegn til sviktende risikohåndtering knyttet til korrupsjon og selskapsstyring. Som følge av vår evaluering av korrupsjonsrisiko solgte vi oss ut av tre selskaper i 2016.

### Metallutvinning og gruvedrift

Selskaper som opererer innen ulike sektorer knyttet til metallutvinning og gruvedrift, kan ha en særlig høy risikoeksponering mot samfunnsmessige forhold som helse og sikkerhet, barnarbeid og korrupsjon, i tillegg til miljømessige forhold som biologisk mangfold, klimaendringer og utfordringer knyttet til vann. Derfor valgte vi å se på selskaper med høy risikoeksponering både på sektor- og landnivå. Da vi vurderte selskaper for risikobasert nedslag, konsentrerte vi oss om virksomhets-sammensetningen, geografisk fotavtrykk og dokumenterte konflikter eller andre tegn på utilstrekkelig håndtering av helse- og sikkerhetsrisiko. Dette førte til at vi solgte oss ut av ti selskaper og plasserte ytterligere ni selskaper under utvidet risikoovervåking.

# Etiske utelukkelses

## **Norges Bank besluttet i 2016 å utelukke 64 selskaper og sette 12 selskaper under observasjon. To utelukkelsesbeslutninger ble opphevet.**

Finansdepartementet har fastsatt retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland. Kriteriene for observasjon og utelukkelse er forankret i Stortinget. Kriteriene angir særskilte produkttyper, noe som innebærer at fondet ikke kan investere i selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, produserer tobakk eller selger våpen eller militært materiell til visse land. Selskaper kan også utelukkes dersom det er en uakseptabel risiko for atferd som anses for å utgjøre særlig grove brudd på etiske normer.

Finansdepartementet har opprettet Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland, et uavhengig organ som skal undersøke og evaluere selskaper og gi anbefalinger om observasjon eller utelukkelse. Etikkrådet har fem medlemmer og et sekretariat.

Det er hovedstyret i Norges Bank som treffer beslutninger om observasjon og utelukkelse av enkelt-selskaper, etter anbefaling fra Etikkrådet. Hovedstyret baserer sine beslutninger på en vurdering av sannsynligheten for fremtidige normbrudd, normbruddets alvorgrad og omfang og forbindelsen mellom normbruddet og selskapet fondet er investert i.

Hovedstyret kan også ta hensyn til bredden i selskapets virksomhet og styring, herunder om selskapet gjør det som med rimelighet kan forventes for å redusere risikoen for fremtidige normbrudd innenfor en rimelig tidshorison. Før hovedstyret treffer en beslutning om utelukkelse, skal banken vurdere om andre virkemidler, herunder eierskapsutøvelse, kan være bedre egnet til å redusere risikoen for fortsatt normbrudd eller av andre årsaker kan være mer hensiktsmessige.

1. februar 2016 innførte Finansdepartementet to nye kriterier i retningslinjene for observasjon og utelukkelse: et atferdsbasert klimakriterium og et produktbasert kullkriterium. For kullkriteriet etablerte Finansdepartementet i tillegg en ny beslutningsprosess hvor hovedstyret i Norges Bank kan beslutte å utelukke selskaper uten at Etikkrådet på forhånd har anbefalt dette.

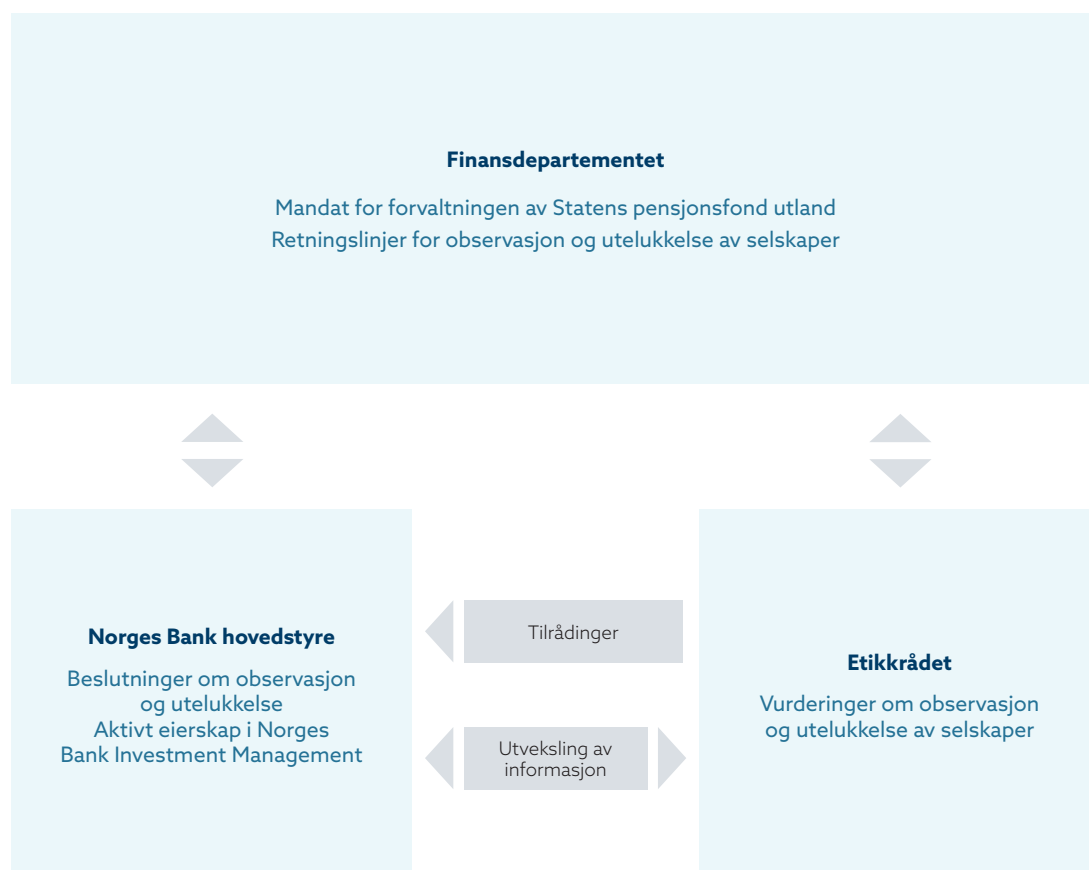
Kullkriteriet innebærer at Norges Bank kan beslutte observasjon eller utelukkelse for gruveselskaper og kraftprodusenter som selv eller konsolidert med enheter de kontrollerer, får 30 prosent eller mer av sine inntekter fra termisk kull, eller baserer 30 prosent eller mer av sin virksomhet på termisk kull.

I tillegg til disse tersklene skal utviklingen i et selskaps fremtidige produkt- og energifordeling, og for kraftprodusenter, andelen av fornybar energi i selskapets kraftproduksjon, vurderes før det anbefales at selskapet utelukkes eller settes under observasjon.

Retningslinjene for observasjon og utelukkelse tar opp spørsmål om grønne obligasjoner særskilt. De sier at tilrådinger og beslutninger om utelukkelse av selskaper basert på kullkriteriet ikke skal omfatte et selskaps grønne obligasjoner der disse er inkludert i anerkjente indekser for slike obligasjoner eller er verifisert av anerkjent tredjepart. Alle obligasjoner som utstedes av utelukkede selskaper, kontrolleres med henblikk på etterlevelse av dette unntaket.

Totalt 64 selskaper ble utelukket av Norges Bank i 2016, mens 12 selskaper ble satt under observasjon. To selskaper ble tatt inn i investeringsuniverset igjen i 2016.

Norges Bank og Etikkrådet deler informasjon om aktiviteter rettet mot porteføljeselskapene og samordner sin kontakt med selskapene. Norges Bank oversender også saker til Etikkrådet for rådets vurdering.





### OPERASJONALISERING AV KULLKRITERIET I 2016

I løpet av 2016 har vi samlet inn data og foretatt analyser for å identifisere selskaper som faller inn under kullkriteriet. På grunnlag av dette har vi lagt frem tilrådingen om utelukkelse og observasjon til hovedstyret i Norges Bank.

De to terskelverdiene i kriteriet er selskaper hvor 30 prosent eller mer av inntektene kommer fra termisk kull, eller selskaper hvor 30 prosent eller mer av virksomheten er basert på termisk kull.

Terskelverdien på 30 prosent eller mer av omsetningen fra termisk kull gjelder i hovedsak kullgruvedrift. Når selskaper i denne sektoren rapporterer om sin inntekt, fordeler de den

mellom utvinning av termisk kull og metallurgisk kull. En slik åpenhet gjør at man kan foreta en direkte beregning av selskapenes inntektsandel.

Den andre terskelverdien innebærer en vurdering av hva selskapet baserer sin virksomhet på. Slik sett er dette kriteriet mer relevant for selskaper i kraftsektoren enn i gruvesektoren. For eksempel vil man kunne identifisere selskaper hvor 30 prosent eller mer av inntektene kommer fra egen kraftproduksjon, noe som i seg selv ikke vil oppfylle ovennevnte kriterium om 'omsetning fra kull'. For denne gruppen kraftprodusenter vurderer vi sammensetningen av kraftproduksjonens ulike energikilder. Et selskap vil omfattes av kriteriet

### ANTALL SELSKAPER SOM ER UTELUKKET ELLER SATT TIL OBSERVASJON PER 31. DESEMBER 2016

| Kategori               | Kriterier   | Antall selskaper |
|------------------------|---|------------------|
| Produktbaserte uttrekk | Produksjon av tobakk  | 20               |
|                        | Produksjon av særskilte våpentyper  | 16               |
|                        | Kullgruvedrift eller kullbasert energiproduksjon                                | 59               |
| Atferdsbaserte uttrekk | Alvorlige eller systematiske brudd på menneskerettigheter                       | 3                |
|                        | Alvorlig miljøskade   | 18               |
|                        | Bidrag til klimaendringer   | 0                |
|                        | Grov korrupsjon   | 1                |
|                        | Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer                         | 5                |
|                        | Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner | 2                |
| Observasjon            | Alvorlig miljøskade   | 1                |
|                        | Grov korrupsjon   | 1                |
|                        | Kullgruvedrift eller kullbasert energiproduksjon                                | 11               |

dersom 30 prosent eller mer av samlet egen kraftproduksjon målt i energienheter baseres på kull.

Utvelgelseskriteriene beskrevet over kan medføre at måten et selskap velger å organisere sin virksomhet på, kan få vesentlig betydning for om selskapet omfattes av kriteriene eller ikke. I tilfeller hvor et selskap havner over kriteriets terskelverdi, men hvor uttalte planer, initiativer eller andre materielle forhold gjør det sannsynlig at selskapet vil komme under tersklene innen rimelig tid, kan en tilråding om observasjon av selskapet vurderes. Beslutninger om observasjon blir offentliggjort på samme måte som beslutninger om utelukkelse, og fremdriften vil bli fulgt nøye.

Ved utgangen av 2016 var 59 selskaper lagt til listen over utelukkelse på grunnlag av kullkriteriet, mens 11 selskaper var satt på observasjonslisten.

#### Data

Vi har samlet inn data fra en rekke kilder for å fremskaffe informasjon. Det er utfordrende å innhente god informasjon på tilstrekkelig detaljert nivå for operasjonaliseringen av kriteriet. I tilfeller hvor selskaper rapporterer relevant informasjon, er det ofte på et aggregert nivå.

Vi supplerer data fra eksterne dataleverandører med informasjon og analyser fra våre interne og eksterne porteføljeforvaltere. I enkelte tilfeller

vil kommunikasjon med selskapet være den beste eller eneste kilden til relevant informasjon om selskapets nåværende og fremtidige situasjon. For å få innhentet informasjon sendte vi brev til alle selskaper som så ut til å være omfattet av kriteriet basert på vår forberedende analyse. I brevet ba vi selskapene om å redegjøre for sin nåværende status knyttet til kullkriteriet og om fremtidige planer for overgang fra kull til fornybare energikilder. Selskaper som ikke svarte på brevet, ble fulgt opp gjennom ytterligere kommunikasjon.

#### Prosesen fremover

Vurderingen av selskaper opp mot kullkriteriet er en pågående prosess. I 2017 vil vi vurdere om selskaper som i dag er utelukket, fortsatt omfattes av kriteriet. Vi vil i tillegg vurdere om selskaper som er satt under observasjon, gjør fremskritt. Vi vil se om flere selskaper kan ligge over kriteriets terskelverdier basert på oppdaterte data. Endelig vil vi se på selskaper som ble vurdert, men ikke utelukket eller satt til observasjon i 2016, for å forsikre oss om at de fortsatt ikke omfattes av kriteriet.







## ANSVARLIG FORVALTNING I INVESTERINGSMANDATET

### KAPITTEL 1.

#### Alminnelige bestemmelser

##### § 1-3. Målsetting for forvaltningen

(1) Banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i investeringsporteføljens valutakurv, jf. § 4-2 første ledd, og innenfor de rammer som gjelder for forvaltningen.

(2) Fondet skal ikke være investert i selskaper som er utelukket etter bestemmelsene i retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland.

(3) Banken skal integrere arbeidet med en ansvarlig forvaltningsvirksomhet i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, jf. kapittel 2. God avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, samt av velfungerende, legitime og effektive markeder.

### KAPITTEL 2.

#### Ansvarlig forvaltningsvirksomhet

##### § 2-1 Arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet

Banken skal søke å etablere en kjede av virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

##### § 2-2 Prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet

(1) Banken skal fastsette et bredt sett av prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond utland.

(2) Ved utformingen av prinsippene etter første ledd skal banken vektlegge at forvaltningen av investeringsporteføljen har en lang tidshorisont og at investeringsporteføljen skal være bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset.

(3) Prinsippene skal baseres på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i forvaltningen i tråd med internasjonalt anerkjente prinsipper og standarder som FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper.

(4) Prinsippene for og bruken av virkemidler for å understøtte disse skal offentliggjøres, jf. § 2-1 og § 6-2 tredje ledd bokstav h.

(5) I forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen skal banken innenfor miljøområdet vektlegge hensyn til blant annet energi-effektivitet, vannforbruk og avfallshåndtering.

##### § 2-3 Bidrag til forskning og utvikling av internasjonale standarder innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet

(1) Banken skal bidra til forskning innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet med sikte på å øke kunnskapen om forhold som er relevante for investeringsporteføljens avkastning og risiko på lang sikt.

(2) Banken skal aktivt bidra til utviklingen av relevante internasjonale standarder innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

##### § 2-4 Miljørelaterte investeringer

Banken skal, innenfor rammene i § 3-4, etablere mandater som er miljørelaterte. Markedsverdien av de miljørelaterte investeringene skal normalt være i intervallet 30–60 mrd. kroner.

##### § 2-5 Beslutninger om utelukkelse og observasjon

Banken treffer beslutninger om observasjon eller utelukkelse av selskaper, samt opphevelse av slike vedtak, i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland. Banken skal informere departementet om beslutninger om utelukkelse av selskaper og om opphevelse av slike vedtak, jf. § 3-1 tredje ledd.















NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT  
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo  
T: +47 24 07 30 00, [www.nbim.no](http://www.nbim.no)