

Innspill til Finanskomiteens behandling av Meld. St. 26 (2016-2017) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016

De undertegnede organisasjoner takker for muligheten til å komme med innspill til behandling av Meld. St.26 (2016-2017), Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2016. De undertegnede organisasjonene anbefaler at:

- Stortinget åpner for å gi mandat til at SPU kan investere i unotert infrastruktur i år.
- Mandatet for investeringer i unotert infrastruktur ekskluderer investeringer i fossil infrastruktur, som for eksempel oljerørledninger og gasskraftverk.

I dette dokumentet vil vi vise hvordan Finansdepartementets hovedinnvendinger mot denne aktivaklassen er imøtegått av finanseksperter, og argumentere for hvorfor en mandatendring vil hjelpe SPU å diversifisere risiko og sikre langsiktig stabil avkastning.

Kort bakgrunn

De undertegnede organisasjonene anbefaler at Stortinget åpner for at SPU får investere i unotert infrastruktur fordi det gir muligheter til å investere i infrastruktur for fornybar energi og infrastruktur i utviklingsland, for å investere i et voksende marked som kan sikre en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand.

Når det er sagt mener vi ikke med dette at fondet skal vike fra prinsippet om å oppnå maksimal avkastning innenfor moderat risiko, og at det er viktig med en gradvis og ansvarlig tilnærming til denne nye aktivaklassen.

I dag utgjør fornybar energi 42% av det totale unoterte infrastrukturmarkedet¹, og dette markedet er forventet å vokse de kommende årene. Det er derfor rimelig å anta at å åpne for at fondet kan investere i unotert infrastruktur vil innebære betydelige investeringer i fornybar energi. Både Norges Bank², Ekspertgruppen³ som i 2015 fikk i oppdrag å vurdere unotert infrastrukturinvesteringer, og ⁴det amerikanske energianalysebyrået IEEFA⁵ peker på fornybar infrastruktur som særlig attraktivt for institusjonelle investorer som SPU.

I 2016 anbefalte Finansdepartementet at SPU ikke skulle få utvide sitt investeringsunivers til å omfatte unotert infrastruktur, til tross for at dette gikk imot fagrådene levert av Norges Bank og Ekspertgruppen. Et flertall i Finanskomiteen ba regjeringen vurdere unotert infrastruktur videre og mer spesifikt: (i) belyse hvordan risikoen og de særskilte utfordringene knyttet til slike investeringer kan rammes inn, herunder omdømmerisiko og (ii) hvordan en kan sikre størst mulig åpenhet om forvaltningen av ev. investeringer i unotert infrastruktur, og håndteringen av dette i andre fond.

Departementet mener i årets melding at de nye momentene som er fremkommet støtter opp under konklusjonen i fondsmeldingen for 2015, noe vi mener det ikke er grunnlag for å si. Tvert i mot viser både Norges Bank⁶ og McKinsey-rapporten⁷, som er de to kildene Finansdepartementet baserer sin konklusjon på, hvordan politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko kan håndteres på en god måte i slike investeringer og at det er mulig å sikre åpenhet om forvaltningen av unotert infrastruktur. Dette tydeliggjøres også i en rapport som IEEFA lanserte i februar i år.

Forslag til merknader til kapittel 3.2: Investeringer i unotert infrastruktur

På bakgrunn av informasjonen i dette notatet vil vi anbefale finanskomiteen samle seg om følgende merknadsforslag og åpne for at SPU kan investere i unotert infrastruktur:

«Stortinget ber regjeringen komme tilbake til Stortinget i inneværende periode, med forslag til hvordan Statens pensjonsfond utland skal åpne for investeringer i unotert infrastruktur med samme krav til lønnsomhet som for andre investeringer i SPU.»

«Mandatet skal ha en ramme på opptil fem prosent av fondets samlede forvaltningskapital. Forslaget skal legge rammer som hindrer investeringer i fossil infrastruktur, som for eksempel oljerørledninger og gasskraftverk..»

Finansdepartementets hovedinnvendinger

Hvorfor unotert infrastruktur? Markedets størrelse i dag og forventet markedsstørrelse fremover

Per i dag har SPU ikke tilgang til å investere i det voksende unoterte markedet, hvorav 42% av det er i fornybar energi⁸. Organisasjonene vil peke på det å investere i unotert infrastruktur er fornuftig både rent finansielt, og med hensyn til en bærekraftig utvikling.

Finansdepartementets anbefaling er basert på at markedet for unotert infrastruktur er lite: “*Samtidig er markedet for unotert infrastruktur i dag lite målt som andel av det tilgjengelige investeringsmarkedet.*” (Meld. St. 26 (2016-2017), 3.2.4). Vi observerer at denne konklusjonen er basert på et gammelt tall: I sin analyse utført for Finansdepartementet⁹, anslår MSCI markedet til en verdi på 600 milliarder USD, basert på et estimat fra RARE Infrastructure fra 2012¹⁰. McKinsey-rapporten bruker det samme tallet. De nyeste anslagene fra RARE Infrastructure, publisert i november 2016¹¹, anslår imidlertid markedet til 1142 milliarder USD.

I tillegg til å basere vurderingene sine på et gammelt tall, konstaterer vi at Finansdepartementet i sin vurdering ikke tar hensyn til hvordan det unoterte infrastrukturmarkedet har utviklet seg over tid og de mer generelle og langsiktige markedstrendene og utsiktene:

- Preqin¹² (2017) - som hvert år publiserer den mest omfattende analysen av det unoterte infrastrukturmarkedet - viser at dette markedet i 2016 slo alle tidligere rekorder.
- Ekspertgruppen (2015) anbefalte å åpne for unotert infrastruktur, særlig for fornybar energi fordi de vurderte at “*These investments will constitute a majority of energy investments over the next 30 years.*”¹³

Den internasjonale klimaavtalen legger til grunn store utslippsreduksjoner spesielt gjennom satsing på fornybar energi og energieffektivisering. Bloomberg¹⁴ anslår at nesten 8000 milliarder dollar vil investeres i fornybar energi frem til 2040, og at ytterligere \$5300 milliarder vil kreves for å begrense global oppvarming til 2 grader.

IEEFA viser til at fornybar energimarkedet er voksende og at godt forvaltede infrastrukturfond allerede gir stabil og langsiktig avkastning på 12-15%. Norges Bank¹⁵ bekrefter at det vil være mulig å gjennomføre investeringer i infrastruktur for fornybar energi med samme krav til lønnsomhet som for andre investeringer i SPU.

Nedenfor, i delen der vi diskuterer forholdet mellom risiko og avkastning, følger flere finansielle argumenter for hvorfor mandatet bør åpne for at SPU skal få investere i unotert infrastruktur.

Hvorfor ekskludere fossilt?

Organisasjonene mener at fossil infrastruktur må ekskluderes fra mandatet, både av finansielle og miljømessige årsaker.

En fersk rapport¹⁶ av Michael Hoel og Vista Analyse har på oppdrag fra Greenpeace kartlagt hvorvidt den norske stat er overeksponert overfor inntekter fra fossilt brensel. Analysens konklusjon er at Norge - hovedsakelig gjennom statens eierskap i Statoil og SPU - allerede nå eier dobbelt så mye olje- og gassaksjer som ville ha vært “normalt” sett fra et *rent finansielt* synspunkt knyttet til en normal risikospredningsstrategi. For å redusere denne økonomiske risikoen, konkluderer rapporten med at det vil være økonomisk fornuftig at SPU selges helt ut av olje- og gassaksjer. Denne konklusjonen er støttet av 70% av et ekspertutvalg bestående av 101 økonomer¹⁷.

Dette økonomiske argumentet er sterkt knyttet til det som defineres som klimarisiko, noe som blir stadig viktigere med hensyn til å sikre finansiell stabilitet. FSB¹⁸ har – på oppdrag av G20 – nylig konkludert at risiko og avkastning i finansmarkedene fremover nødvendigvis vil bli vesentlig påvirket av de fysiske effektene av klimaendringene og hvordan samfunnet håndterer klimarisiko (overgangsrisiko). Investorer og selskaper er oppfordret til å vurdere hvorvidt de er eksponerte mot fossilinvesteringer og redusere deres klimarelatert risiko.

Et ferskt eksempel¹⁹ på hvordan klimarisiko kan påvirke investeringer i fossil infrastruktur er Østerrike, hvor en domstol har stanset utbygging av en tredje rullebane på Wien flyplass fordi det ville ha ført til en uakseptabel stor økning i utslippene av CO₂.

Med hensyn til både miljø og den finansielle stabiliteten viser institusjoner som OECD²⁰, FNs klimapanel²¹, FSB og rapporten New Climate Economy²² at ny infrastruktur må være bærekraftig og bidra til å redusere bruk av fossile energikilder.

Hvordan håndtere omdømmerisiko?

Finansdepartementet legger vekt på omdømmerisiko som et viktig argument mot å åpne for investeringer i unotert infrastruktur, og lener seg i stor grad på McKinsey sin rapport fra 2016.

Det er viktig å understreke at Finansdepartementet kun vektlegger enkelte deler av denne rapporten i stortingsmeldingen, og at hovedkonklusjonene i rapporten derfor kommer dårlig frem. Vi vil påpeke flere ting som rapporten trekker frem, som taler for å åpne opp for investeringer i unotert infrastruktur.

- Det er som regel større åpenhet rundt operasjonell, finansiell og miljømessig informasjon til lokalsamfunnet i infrastrukturprosjekter enn i eiendom, som SPU alt investerer i.
- De fleste institusjonelle investorer med langsiktige investeringshorisonter investerer i infrastruktur.
- Infrastruktur har en rekke finansielle egenskaper som er særlig attraktive for langsiktige investorer.
- Rapporten viser til en rekke konkrete tiltak for å redusere politisk, regulatorisk og omdømmerisiko, som brukes av andre investorer i dag.

En del av mandatet til McKinsey var å omtale tre enkelte eksempler på hendelser som har skadet omdømmet til investorer i unotert infrastruktur. I den forbindelse er det noen elementer som McKinsey omtaler, som Finansdepartementet burde ha belyst bedre:

- McKinsey vektlegger at disse tre eksemplene var krevende å finne, og at slike eksempler er relativt uvanlige
- McKinsey skriver videre at det *ikke* var investorenes omdømme som ble hardest rammet i disse tre tilfellene, men at driftsselskapene fikk størsteparten av den negative publisiteten.
- McKinsey legger vekt på at disse tre tilfellene oppstod fordi investorene *ikke* hadde satt seg grundig inn i risikofaktorene knyttet til investeringene og at investorene *ikke* hadde implementert risikoreducerende tiltak i forkant.

Finansdepartementet fokuserer også på noen særrområder som er karakteriserte som kvasi-monopoler i sin begrunnelse for å ikke åpne for unotert infrastruktur nå: *“McKinsey peker også på at infrastrukturprosjekter ofte er viktige for lokale myndigheter og at det politiske engasjementet kan være høyt. De fleste prosjektene er naturlige monopoler, eller kvasi-monopoler, slik som strømmnett, broer og flyplasser. (...) Det øker den politiske risikoen, den regulatoriske risikoen og omdømmerisikoen ved investeringer i unotert infrastruktur.”* (Meld. St. 26)

Vi mener at departementets vektlegging blir unyansert. McKinsey-rapporten sier at:

- Risikoen varierer mye mellom ulike sektorer og innen samme sektor avhengig av type prosjekt, land og andre faktorer.
- I tillegg poengterer rapporten eksplisitt at man kan minimere risiko knyttet til prosjekter som er naturlige monopoler eller kvasi-monopoler ved å investere innenfor internasjonalt anerkjente rammeverk som tar høyde for slike typer investeringer og deres effekt på berørt befolkning.

Vi vil legge til at investeringer i for eksempel fornybar energi eller kommunikasjon - som begge utgjør en stor del av det unoterte markedet og som Norges Bank²³ også trekker fram som to aktuelle sektorer - har bred aksept for privat eierskap²⁴ og større konkurranse mellom ulike selskaper og prosjektutviklere. I tillegg er det i disse sektorene bedre erfaring med finansiering fra institusjonelle investorer enn i de tilfellene Finansdepartementet nevner²⁵.

Finansdepartementet tar ikke med i sine vurderinger noen drøfting av hvordan omdømmerisiko kan

forebygges og reduseres. Finansdepartementet antar også at *“Ved unoterte investeringer vil fondet ha store eierandeler, slik at investeringer blir mer synlige og lettere gjenstand for kritikk.”* (Meld. St. 26, 3.2.4) uten å begrunne hvorfor dette vil være tilfellet, særlig ved investeringer i for eksempel infrastrukturfond.

Vi mener at ett av de viktigste tiltakene kan være å ha på plass en effektiv tilnærming til å håndtere ESG-faktorer (Environment, Social and Governance), det vil si å påse at et prosjekt er i tråd med forventningene til sentrale interessenter hvor prosjekter befinner seg. Det finnes flere internasjonale standarder som kan guide investorer i denne sammenheng, f.eks. Verdensbankens *environmental and social performance standards*²⁶. NBIM er også forpliktet i sitt mandat²⁷ til å bidra til å «aktivt bidra til utviklingen av relevante internasjonale standarder innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet».

Hvordan håndtere Politisk/Regulatorisk risiko?

Finansdepartementet viser til risiko - særlig politisk-, regulatorisk- og omdømmerisiko - som det viktigste argumentet for å ikke åpne for investeringer i unotert infrastruktur. Likevel presenterer ikke departementet noe datagrunnlag eller utredninger for å underbygge sin konklusjon. Det foreligger ingen data for å illustrere risikobildet utover en oppstilling av eksempler på problemstillinger, heller ingen kildereferanser eller sitater, så dette fremstår som Finansdepartementets egen vurdering. Finansdepartementet ser ut til å anta at risikoen er stor og at den ikke kan begrenses tilstrekkelig ved de tiltak som Norges Bank, Ekspertgruppen, McKinsey og i tillegg IEEFA har trukket frem.

Vi anerkjenner at det finnes risiko og utfordringer knyttet til en ny aktivaklasse som unotert infrastruktur. Spørsmålet er om denne type risiko er for stor for SPU sammenlignet med andre fond som allerede investerer i infrastruktur, veid opp mot de positive gevinstene for SPUs avkastning og risikoprofil ved gjøre slike investeringer. Ved å iverksette de tiltakene som trekkes frem i rapportene fra både McKinsey og IEEFA kan denne risikoen begrenses til å være i tråd med fondets risikoprofil. I rapportene nevnes for eksempel:

- samarbeid med andre erfarne investorer og internasjonale institusjoner som IMF og Verdensbanken;
- forsikring mot politisk risiko;
- investeringer via spesialiserte infrastrukturfond, og
- investeringer i sektorer som er mindre sensitive til politisk risiko.

Hvordan kan investeringer i unotert infrastruktur bedre forholdet mellom risiko og avkastning?

I sin anbefaling gjentar Finansdepartementet fjorårets konklusjon hvor de stiller spørsmålsteget ved hvorvidt investeringer i unotert infrastruktur vil være et risikospredende tiltak: *“Det gjør det krevende å vurdere om slike investeringer gir bedre risikodiversifisering eller høyere forventet avkastning for gjennomsnittsinvestoren. Et relevant spørsmål blir da om forvalter kan forventes å bedre forholdet mellom avkastning og risiko gjennom fortrinn sammenliknet med andre investorer.”* (Meld. St. 26)

Vi ser at departementet heller ikke her viser til noen faglig vurdering av hvorvidt forholdet mellom avkastning og risiko vil kunne påvirkes i positiv eller negativ retning av å åpne for slike investeringer. Andre har derimot vært forbilledlig klare i dette spørsmålet. Norges Bank²⁸ ²⁹ har ved flere anledninger konkludert med at infrastruktur vil bedre forhold mellom risiko og avkastning, noe sentralbanksjefen også trakk frem i sin årstale i 2016: *«Avkastningen på eiendom og infrastruktur har en tendens til å følge et litt annet mønster enn avkastningen på aksjer og obligasjoner. Investeringer i disse aktivaklassene vil derfor kunne bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet samlet sett.»*

Dette er en vurdering som støttes av i praksis alle eksperter som beskriver dette markedet, nemlig at risikodiversifisering nettopp er en av de viktigste finansielle grunnene for å åpne for denne type investeringer. Blant disse ekspertene finner vi OECD³⁰, banken UBS³¹, Preqin³² og AMP³³. De viser til at denne type investeringer fører med seg “strong risk-adjusted returns”, altså et godt forhold mellom risiko og avkastning, og samtidig tilbyr risikodiversifisering i porteføljen. Den lave korrelasjonen mellom trender i aksjemarkedet og unotert infrastruktur er også systematisk presentert som en viktig årsak til at investorer investerer i unotert infrastruktur. IEEFA rapporten viser til at dette markedet er voksende og godt forvaltede infrastrukturfond allerede gir stabile og langsiktige avkastning på 12-15% som overgår forventningene.

Unotert infrastruktur er en aktivaklasse som inkluderes i investeringsuniverset til pensjonsfond og institusjonelle investorer, nettopp fordi risikoen for svingninger i aksjemarkedet er tatt bort slik at disse



investeringene kan fungere som en buffer mot uforutsigbarheten i andre investeringer. OECD³⁴ viser til at 41 av de 77 største pensjonsfondene i verden - inkludert store kjente som Canada Pension Plan Investment

Board og Australian Super - hadde i gjennomsnitt 3,5 % av sin markedsverdi investert i unotert infrastruktur i

2015. Svenske AP3 og nederlandske ABP hadde henholdsvis 1,7 % og 1,6 % av sin markedsverdi investert i unotert infrastruktur. I tillegg, viser IEEFA³⁵ at 62 % av verdens statlige investeringsfond er investert i infrastruktur.

Alle disse kildene viser at diversifisering og risikospredning er et viktig argument for å investere i unotert infrastruktur. Hovedgrunnen er at unotert infrastruktur viser en svak korrelasjon med andre aktivaklasser som obligasjoner og aksjer, og dette er effektivt for å diversifisere risikoen og ivareta verdiskapingen på lang sikt.

WWF Verdens naturfond

Nina Jensen, Generalsekretær

Framtiden i Våre Hender

Christoffer Ringnes Klyve, Konstituert leder

Kirkens Nødhjelp

Ingrid Næss-Holm, Avdelingsleder

Greenpeace

Truls Gulowsen, Leder

Referanser

- ¹ <http://ieefa.org/ieefa-norway-case-sovereign-wealth-fund-invest-global-renewable-energy-infrastructure/>
- ² <https://www.nbim.no/no/apenhet/diskusjonsnotater/2015/investeringer-i-fornybar-energi/>
- ³ https://www.regjeringen.no/contentassets/f353169233704a55b3af6b0b36fb3129/ekspert rapport_eiendom_infrastruktur.pdf
- ⁴
- ⁵ http://ieefa.org/wp-content/uploads/2017/02/Making-the-Case-for-Investment-in-Renewable-Energy-Infrastructure_February-2017.pdf
- ⁶ <https://www.nbim.no/no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2016/investeringer-i-unotert-infrastruktur-i-statens-pensjonsfond-utland/>
- ⁷ https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/statens-pensjonsfond/eksterne-rapporter-og-brev/2016/rapport_fra_mckinsey_unoterte_infrastrukturinvesteringer_1.12.2016.pdf
- ⁸ <http://ieefa.org/ieefa-norway-case-sovereign-wealth-fund-invest-global-renewable-energy-infrastructure/>
- ⁹ https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/statens-pensjonsfond/eksterne-rapporter-og-brev/2016/rapport_fra_mckinsey_unoterte_infrastrukturinvesteringer_1.12.2016.pdf
- ¹⁰ <http://www.rareinfrastructure.com/wp-content/uploads/RARE-Listed-vs-Unlisted-Analysis-Jan-13.pdf>
- ¹¹ <http://www.rareinfrastructure.com/wp-content/uploads/The-Infrastructure-Opportunity-Listed-versus-Unlisted-Final.pdf>
- ¹² <https://www.preqin.com/item/2017-preqin-global-infrastructure-report/4/16507>
- ¹³ https://www.regjeringen.no/contentassets/f353169233704a55b3af6b0b36fb3129/ekspert rapport_eiendom_infrastruktur.pdf
- ¹⁴ <https://www.ceres.org/resources/reports/mapping-the-gap-the-road-from-paris/>
- ¹⁵ <https://www.nbim.no/no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2015/statens-pensjonsfond-utland--investeringer-i-infrastruktur/>
- ¹⁶ <http://www.greenpeace.org/norway/Global/norway/Klima/bilder/2017/Vista%20Analyse-rapport%20-%20Norsk%20overeksponering%20mot%20fossil-relaterte%20inntekter.pdf>
- ¹⁷ http://klimastiftelsen.no/wp-content/uploads/2017/03/NK1_2017_Klima_ekonomisk_risiko.pdf
- ¹⁸ <https://www.fsb-tcfd.org/publications/recommendations-report/#https://www.fsb-tcfd.org/publications/recommendations-report/#>
- ¹⁹ <http://www.dagsavisen.no/innenriks/stanser-rullebane-1.929166>
- ²⁰ <http://www.oecd.org/env/cc/financing.htm>
- ²¹ http://ar5-syr.ipcc.ch/topic_adaptation.php
- ²² http://newclimateeconomy.report/2016/wp-content/uploads/sites/4/2014/08/NCE_2016Report.pdf
- ²³ <https://www.nbim.no/no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2016/investeringer-i-unotert-infrastruktur-i-statens-pensjonsfond-utland/>
- ²⁴ For eksempel viser OECD til at mer enn 505 av alle vindturbiner installert i Europa var i 2013 eide av institusjonelle investorer. http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/institutional-investors-and-green-infrastructure-investments_5k3xr8k6jb0n-en
- ²⁵ <https://www.oecd.org/g20/topics/energy-environment-green-growth/mapping-channels-to-mobilise-institutional-investment-in-sustainable-energy-9789264224582-en.htm>
- ²⁶ <http://www.ifc.org/>
- ²⁷ <https://lovdata.no/dokument/INS/forskrift/2010-11-08-1414>
- ²⁸ <http://www.nbim.no/no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2015/statens-pensjonsfond-utland--investeringer-i-infrastruktur>
- ²⁹ <http://www.norges-bank.no/Publisert/Foredrag-og-taler/2016/2016-02-18-Arstalen/>
- ³⁰ "Institutional Investors and Green Infrastructure Investments. Selected Case Studies" (October 2013) http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/institutional-investors-and-green-infrastructure-investments_5k3xr8k6jb0n-en
- ³¹ https://www.ubs.com/global/en/asset_management/infrastructure-and-private-equity/additional_materials.html
- ³² <https://www.preqin.com/item/2017-preqin-global-infrastructure-report/4/16507>
- ³³ <http://www.ampcapital.com.au/site-assets/articles/market-watch/2016/december/why-unlisted-infrastructure-s-run-isnt-over>
- ³⁴ <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2015-Large-Pension-Funds-Survey.pdf>
- ³⁵ http://ieefa.org/wp-content/uploads/2017/02/Making-the-Case-for-Investment-in-Renewable-Energy-Infrastructure_February-2017.pdf