

Innspill til Finanskomiteens behandling av Meld. St. 23 (2015-2016) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2015

De undertegnede organisasjoner takker for muligheten til å komme med innspill til behandling av Meld. St.23 (2015-2016), Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2015. I dette dokumentet ønsker vi å gi innspill til spørsmålet om Statens Pensjonsfond Utland (SPU) skal kunne investere direkte i infrastruktur.

Stortingsmeldingen innhenter og oppsummerer problemstillinger rundt investeringer i infrastruktur for fornybar energi. Vi observerer at gjennomgangen er basert på to kilder:

- a) En offentlig rapport¹ gjennomført av en ekspertgruppe nedsatt i 2014 av Finansdepartementet, og som fikk i oppgave til å utrede om hvorvidt SPU skulle åpnes for investeringer i unotert infrastruktur, inkludert fornybar energi.
- b) Norges Banks brev² til Finansdepartementet i 2015 som vurderer hvordan infrastrukturinvesteringer kan bidra til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet.

Både Ekspertgruppen og Norges Bank er krystallklare i sin konklusjon om at SPU bør åpnes for investeringer i infrastruktur. Ekspertgruppen sier også spesifikt at SPU bør satse på fornybar energi også i utviklingsøkonomier. Spesifikt skriver henholdsvis Ekspertgruppen og Norges Bank at:

Ekspertgruppen:

- «5. The Ministry should open up for unlisted infrastructure investment ...to take advantage of investment opportunities unavailable in the listed space.”
- “11. We recommend that the Ministry open up for unlisted clean energy infrastructure investments... These investments will constitute a majority of energy investments over the next 30 years.”

Norges Bank:

- «Banken mener det bør åpnes for unoterte infrastrukturinvesteringer i fondet.»
- «Banken mener det vil være mulig å gjennomføre investeringer i infrastruktur for fornybar energi med samme krav til lønnsomhet som for andre investeringer i SPU.»

Vi ber komiteen legge spesielt merke til at Norges Bank allerede i 2006 gav råd³ om at fondet skulle kunne investeres i unotert infrastruktur. Banken gjentok dette rådet i to brev⁴ den 6. juli 2010. I disse brevene understreket banken at «fondet var godt egnet til å foreta slike investeringer, og at økt innslag av realaktiva som eiendom og infrastruktur kunne bidra til å redusere usikkerheten om utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft.»

Til tross for at faggrunnlaget som danner basis for gjennomgangen av infrastrukturinvesteringer i Meld. St.23 (2015-2016) er positive til en slik endring i SPUs investeringsmandat velger Finansdepartementet å gå imot disse faglige anbefalingene ved å konkludere at «Etter en samlet vurdering legger Finansdepartementet opp til at det ikke åpnes for at SPU kan investeres i unotert infrastruktur nå.» (Meld. St. 23, 3.3.5).

Departementet bruker god plass til å liste og notere seg ulike argumenter fra de to overnevnte kildene, og baserer sin konklusjon, slik vi ser det, hovedsakelig på følgende argumenter:

¹https://www.regjeringen.no/contentassets/f353169233704a55b3af6b0b36fb3129/ekspertrapport_eiendom_infrastruktur.pdf

² <http://www.nbim.no/no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2015/statens-pensjonsfond-utland--investeringer-i-infrastruktur>

³ <http://www.nbim.no/no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2011-og-eldre/2006/rad-om-investeringsstrategi-for-statens-pensjonsfond---utland/>

⁴ <http://www.nbim.no/no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2011-og-eldre/2010/utvikling-av-investeringsstrategien-til-statens-pensjonsfond-utland/>

- Investeringer i fornybar energi er utsatt for altfor stor politisk risiko, selv om det er vanskelig å kvantifisere den.
- Investeringer i fornybar energi er utsatt for altfor stor omdømmemessig risiko.

I tillegg refererer departementet til andre argumenter knyttet for eksempel til avkastning, markedet, risikodiversifisering og kompetanseutbygging.

I dette notatet vil vi presentere og kommentere grundig på de argumentene som departementet bruker. På de neste sidene vil komiteen finne:

- BAKGRUNN
 - Behovet for infrastrukturinvesteringer for å stabilisere klimaet
 - Omfanget av infrastrukturinvesteringer i dagens situasjon
 - Om risiko og kompetansebehov
 - Grunnlag for bred politisk enighet
- FORSLAG TIL MERKNADER
- EN GJENNOMGANG AV FINANSDEPARTEMENTETS VURDERINGER

Bakgrunn

Behovet for infrastrukturinvesteringer for å stabilisere klimaet

Undertegnede organisasjoner mener at SPU bør kunne investere i uotert infrastruktur for fornybar energi, og viser til flere argumenter som støtter forslaget. Dette er bra både ut fra et rent finansielt perspektiv og av hensyn til bærekraftig utvikling.

Den nye klimaavtalen fra Paris legger til grunn store utslippsreduksjoner spesielt gjennom satsing på fornybar energi og energieffektivisering. Ett av de tre formålene er «*Making finance flows consistent with a pathway towards low greenhouse gas emissions and climate-resilient development*».

Som analysene i dette dokumentet viser, peker utviklingen i markedet i retning av fornybar energi. Behovet for infrastruktur-investeringer vokser, og store internasjonale institusjoner som OECD og FN oppfordrer institusjonelle investorer til å tre inn for å dekke investeringsbehovet. Nylig har flere enn 400 investorer⁵ med en samlet forvaltningskapital på 24 tusen milliarder dollar bedt verdens mektigste land signere og ratifisere Paris-avtalen raskt. En av grunnene er at dette «*...will help attract the trillions of investments to support the low-carbon transition.*» SPU er en viktig og aktiv aktør i det FN-støttede Principles for Responsible Investment Initiative (UNPRI), en av de mange undertegnende investorgruppene.

Vi er enige med faginstansenes konklusjon om at investeringer i uotert infrastruktur vil styrke mulighetene til å utnytte fondets særtrekk og fortrinn, samt bedre forholdet mellom avkastning og risiko i investeringsporteføljen.

I tillegg vil dette ha en tydelig relevans for hensyn til klimaendringene og også energifattigdom, i lys av at det globalt er 1,2 milliarder mennesker som mangler tilgang til elektrisitet⁶. WWF har beregnet⁷ at ved å investere 5% i infrastruktur for fornybar energi kan det norske oljefondet skape enorme klimagevinster ved å finansiere utbyggingen av over 21 GW ny kapasitet basert på fornybar energi, noe som tilsvarer ca. 66 kullkraftverk. Dette kan – i løpet av anleggenes totale levetid – spare kloden for 35 ganger Norges nåværende klimagassutslipp, eller tilsvare å sette hele den internasjonale flyflåten på bakken i tre år. Dette vil dessuten skape anslagsvis 1,3 millioner arbeidsplasser, noe som er fire ganger mer enn om vi heller hadde investert i fossil energi.

Vi er alle enige om at fondet er en finansiell aktør. Men samtidig ønsker myndighetene at fondet skal være «en ledende investor internasjonalt i arbeidet med ansvarlig forvaltning, herunder håndtering av klimaspørsmål»⁸. Som tydelig anerkjent i forvaltningsmandatet, kan man ikke se bort fra bærekraftig utvikling siden «*God avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand*»⁹

Omfanget av infrastrukturinvesteringer i dagens situasjon

I Meldingen anbefaler Finansdepartementet at SPU ikke skal få utvide sitt investeringsunivers til å omfatte infrastruktur til tross for at dette går imot fagrådene levert av Norges Bank og Ekspertgruppen. Vi mener at Departementets vurderinger (St. meld. 23, 3.3.5) er støttet av en grunnlag som ikke er basert på grundige analyser som effektivt settes opp mot Norges Bank og Ekspertgruppens vurderinger. Som presentert i dette dokumentet, finnes det relevante kilder som støtter et slikt mandat og således går imot Finansdepartementets anbefalinger.

OECD¹⁰ har undersøkt 71 av de største pensjonsfondene i verden, hvorav 35 hadde i gjennomsnitt 3% av sin markedsverdi investert i uotert infrastruktur, som er den største kategorien infrastrukturinvesteringer. Direkte investeringer er den meste vanlige måten å investere i infrastruktur på, særlig for store fond som har størrelse og kompetanse nok til det.

OECD understreker også at noen fond har fastsatt mål om å øke investeringene i de neste to år. CalPERS, det største pensjonsfondet i USA, skal øke sine direkteinvesteringer i infrastruktur fra 0.4% til 2.3% innen 2018.

⁵ <http://investorsonclimatechange.org/wp-content/uploads/2016/04/20160418-Early-entry-into-force-PUBLIC.pdf>

⁶ <http://www.iea.org/topics/energypoverty/>

⁷ <http://www.wwf.no/?48905/Ny-WWF-kalkulator-viser-investorer-hva-fornybarsatsing-kan-fre-til>

⁸ <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-21-2014-2015/id2405360/?ch=1>

⁹ <https://lovdata.no/dokument/INS/forskrift/2010-11-08-1414>

¹⁰ <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/survey-large-pension-funds.htm>

OECDs undersøkelse viser at det finnes mange investorer som klarer å handtere ulike typer risiko knyttet til unoterte infrastrukturinvesteringer. Følgende tabell fra OECD viser andelen av fondenes markedsverdi investert i infrastruktur:

Table 9. Infrastructure investment in 2013 – portfolio allocation

Country head office	Name of the fund or institution	Infrastructure allocation	Where does it fit in the portfolio allocation	Actual Allocation to Unlisted Infrastructure (2013)	Target Allocation to Unlisted infrastructure (if separate)
Netherlands	ABP	Separate	Infrastructure	1.5%	3.0%
Netherlands	PFZW	Separate	Infrastructure	2.4%	3.0%
Canada (1)	CPPIB	Non-separate	n.d.	5.5%	..
United States	New York City Combined Retirement System (1)	Non-separate	Real Assets	0.0%	..
South Africa	GEPP	Non-separate	Private equity	0.1%	..
Canada	OTPP	Separate	Infrastructure	8.4%	8.5%
Japan	Pension Fund Association	Non-separate	Fixed Income	0.1%	..
Australia	Future Fund (2)	Separate	Infrastructure and Timberland	8.0%	..
Brazil	Previ	Non-separate	Equity	6.9%	..
Netherlands	PMT	Separate	Infrastructure	0.6%	1.0%
United Kingdom	USS	Separate	Infrastructure	4.4%	5.0%
Canada	OMERS	Separate	Infrastructure	14.9%	21.5%
Australia	AustralianSuper (3)	Separate	Infrastructure	9.8%	11-14%
Denmark	PFA Pension (4)	Separate	Infrastructure	0.8%	..
Finland	Keva	Non-separate	Equity and Fixed Income	0.0%	..
Argentina	Sustainability Guarantee Fund (5)	Separate	Infrastructure	13.6%	5-20%
Chile	AFP Provida	n.d.	n.d.	..	..
Finland	Ilmarinen	Separate	Infrastructure	0.3%	..
Canada	Quebec Pension Plan	Separate	Infrastructure	4.0%	5.0%
Chile	AFP Habitat	Non-separate	Private equity	0.2%	..
Sweden	AP4	Non-separate	Global equities and Swedish equities	0.0%	..
Sweden	AP3	Separate	Real Estate	1.4%	2.0%
Mexico	Afore XXI Banorte	Separate	Infrastructure	0.3%	5.0%
Mexico	Banamex	Non-separate	Private Equity and Fixed Income	1.8%	2.5%
Brazil	FUNCEF	Non-separate	Private Equity, Equity and Fixed Income	6.9%	..
New Zealand	New Zealand Superannuation Fund	Separate	Infrastructure	1.9%	..
Australia	Sunsuper (3)	Separate	Infrastructure	5.1%	4-5%
Israel	Menora-Mitachim	Non-separate	Other investment funds	2.9%	..
Turkey	OYAK	Non-separate	Equity	4.4%	..
Chile	Pension Reserve Fund	Non-separate	Equity and Fixed Income	0.0%	..
Spain	Fonditel (6)	Non-separate	Private Equity	0.1%	..
Brazil	FAPES	Non-separate	n.d.	0.0%	..
Portugal	CGD Staffs Pension Fund	Separate	Infrastructure	1.6%	1.6%
Spain	Endesa	Non-separate	Hedge Funds, Equity and Fixed Income	0.0%	..
Portugal	Banco BPI Pension Fund	Non-separate	Equity and Fixed Income	3.3%	..

Også nordiske aktører er ute i verden med viktige infrastrukturinvesteringer, og har utviklet kompetanse på hvordan man kan styre politisk og omdømmebasert risiko. KLP¹¹ investerer for eksempel mer enn en halv milliard kroner i fornybar energi i fremvoksende økonomier, og eier opptil 30% av viktig infrastruktur i Afrika.

PensionDanmark¹² har også begynt å investere i infrastruktur for fornybar energi i Afrika etter å ha utviklet en stor portefølje i infrastruktur for fornybar energi.

Det kanadiske pensjonsfondet CPPIB¹³ er en stor institusjonell investor som har mer enn 5% investert i unotert infrastruktur, og er bare ett av de mange eksempler som viser at det er fullt mulig å styre mange ulike risikoer knyttet til infrastrukturinvesteringer, inkludert politisk/regulatorisk og omdømmebaserte risikoer.

Om risiko og kompetansebehov

Vi ønsker å rette oppmerksomheten mot at Norges Bank og Ekspertgruppen sine vurderinger later til å være basert en total vurdering av de ulike risikofaktorer som er relevant i kontekst av infrastrukturinvesteringer gjennom SPU. Vår vurdering er imidlertid at Finansdepartementet ikke ser ut å ta hensyn til det større helhetsbildet hvor både

¹¹ <http://www.norfund.no/regional-global/klp-norfund-investments-as-kni-article1338-411.html>

¹² <https://www.pension.dk/da/Om-PensionDanmark/Presse/Nyheder/PensionDanmark-investerer-i-vedvarende-energi-syd-for-Sahara/>

¹³ <http://www.cpplib.com/en/how-we-invest/risk-management.html>

fordeler og ulemper veies opp mot hverandre, snarere ser det ut som at departementet fokuserer på enkeltfaktorer som burde utredes bedre enn hva som er demonstrert i meldingen. Vi vil særlig peke på at Ekspertutvalgets vurdering er at SPU har et konkurransefortrinn vis-a-vis andre sammenlignbare fond når det gjelder investeringer i infrastruktur for fornybar energi¹⁴. Denne typen betraktning har departementet, blant annet, ikke sett nærmere på.

Det er selvfølgelig viktig å anerkjenne at det finnes risiko og utfordringer knyttet til en ny aktivaklasse som infrastruktur for fornybar energi. Spørsmålet er om denne type risiko er unik for SPU sammenlignet med andre fond som allerede investerer direkte i infrastruktur med gode resultater, veid opp mot de positive gevinstene for SPUs avkastning og risikoprofil ved gjøre slike investeringer. Det er korrekt som departementet nevner flere steder i meldingen, at SPU må bygge opp en «*annen og mer spesialisert kompetanse*» hvis fondet går inn i infrastruktur. Dette var også tilfellet da fondet gikk inn i eiendom, og denne kompetansebyggingen fremstår som vellykket målt i de gode resultatene SPU har fått på eiendomsmarkedet. Både Ekspertgruppen og Norges Bank peker på at «*SPU og forvalter har, og trolig kan videreutvikle, særtrekk og fortrinn i forvaltningen av unoterte eiendomsinvesteringer*» (St. meld. 23, 3.2.3, s. 26). Det er derfor rimelig å anta at NBIM vil kunne bygge opp kompetanse for å gjennomføre ansvarlige og profitable investeringer også i infrastruktur.

Departementet mener også at «*det bør høstes mer erfaringer fra dagens unoterte eiendomsinvesteringer før en eventuelt utvider til flere typer unoterte investeringer*». (side 44). Vi mener at dette ikke er et relevant argument i denne debatten siden både Norges Bank og Ekspertgruppen anerkjenner at SPU allerede har utviklet særtrekk og fortrinn innen eiendomsinvesteringer. Faktisk gjennomførte fondet sitt første eiendomskjøp i april 2011 og, etter de første årene med kompetanseutbygging, har det beveget seg raskt mot 5%-grensen, slik at Departementet i årets Meldingen har foreslått å øke grensen til 7%. 4

Vi vil snu argumentet til Finansdepartementet på hodet og påstå at det å bygge opp kompetanse for infrastrukturinvesteringer heller er et argument for at Departementet og Stortinget bør bruke denne anledningen til å gi mandat til Norges Bank til å investere i infrastruktur for fornybar energi. Gitt at nøkkelen til å lykkes med denne typen investering – som med alle andre typer investering – er å bygge opp kunnskap om markedet, er det viktig at banken kan begynne dette arbeidet så snart som mulig for å kunne posisjonere seg og identifisere de beste prosjektene. Dette kan anses som viktig ettersom fornybar energimarkedet er forventet å vokse og utvikle seg signifikant de kommende årene.

Grunnlag for bred politisk enighet

Det er viktig at endringer i SPUs investeringsstrategi er forvaltningsmessig fornuftige, og ikke minst at det er så bred politisk enighet som mulig. Dette er det lagt et meget godt grunnlag for gjennom ulike politiske vedtak og initiativ de senere årene. Mange og ulike aktører har gått inn for at SPU skal få investere i infrastruktur. I tillegg til de overnevnte faglige rådene, en rekke sivilsamfunnsorganisasjoner og viktige finansielle investorer¹⁵, har alle partiene på Stortinget også uttalt seg positivt til dette, med litt varierende formuleringer.^{16 17}

En av de klareste formuleringene kommer fra regjeringspartiet Høyre som i 2014 gjorde et landsmøtevedtak¹⁸ relevant for denne saken. Der gikk Høyre inn for å «*Opprette et nytt mandat for direkteinvesteringer for fornybar energi under Statens Pensjonsfond – Utland, med de samme krav til forvaltning som fondets øvrige investeringer.*». Når også alle de andre stortingspartiene har vist lignende eller beslektede intensjoner, har vi godt håp om at Stortinget nå vil enes om en løsning som ivaretar disse felles intensjonene, og som sikrer at de kan settes ut i livet.

¹⁴ "Given its long-term investment horizon and ample liquidity, the Fund would seem to have a comparative advantage in such projects."

¹⁵ <http://www.nrk.no/nordland/felles-opprop-om-fornybar-energi-1.11276655>

¹⁶ http://www.wwf.no/dette_jobber_med/miljopolitikk_og_lovverk/statens_pensjonsfond_utland/?42825/alle-borgerlige-partier-vil-n-ha-fornybarsatsing-i-statens-pensjonsfond---utland

¹⁷ AP, Sp og SV har foreslått i 2014 å utrede «*hvordan SPU kan øke sine investeringer innen fornybar energi, inkludert infrastruktur til produksjon og distribusjon av fornybar energi.*» <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2013-2014/Inns-201314-200/>

¹⁸ http://www.hoyre.no/www/aktuelt/hoyres_landsmoter/hoyres_landsmote_2014/

På bakgrunn av gjennomgangen presentert i dette dokumentet, anbefaler vi følgende:

Bakgrunn til merknader

Regjeringen bør åpne for at SPU får adgang til å investere i infrastruktur. I denne omgangen kan mandatet avgrenses til å omfatte infrastruktur for fornybar energi. Det bør ikke være en geografisk begrensning i dette investeringsmandatet.

En avgrensning av dette mandatet til infrastruktur for fornybar energi vil gi Norges Bank anledning til å bygge opp kompetanse innenfor dette området gradvis og kontrollert; til å holde forvaltningskostnadene nede relativt sett; og til målrettet å utvikle spisskompetanse for å styre investeringene med best balansegang mellom avkastning og risiko.

Investeringsmandatet skal ta utgangspunkt i de best tilgjengelige standarder for ansvarlige investeringer, relatert til miljøforhold og sosiale forhold. Dette er i tråd med nåværende forvaltningsmandat som sier at fondet skal «være en ledende investor internasjonalt i arbeidet med ansvarlig forvaltning, herunder håndtering av klimaspørsmål».

Retningslinjene må definere en hensiktsmessig styringsstruktur for denne type investeringer som ivaretar Stortingets behov for rapportering og styring av SPU.

Forslag til merknader til kapittel 3.3: Investeringer i infrastruktur

Komiteen merker seg at regjeringen ikke vil åpne for at Statens pensjonsfond utland (SPU) kan investere i infrastruktur. Komiteen viser til at både Ekspertgruppen og Norges Bank i sine faglige råd til regjeringen anbefaler at det åpnes for at SPU skal kunne investeres i infrastruktur. Komiteen vil understreke at faginstansene vektlegger at dette vil gi tilgang til et større investeringsunivers, styrke mulighetene til å utnytte fondets særtrekk og fortrinn, samt bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondets investeringsportefølje.

Komiteen mener at en utvidelse i fondets investeringsstrategi til å inkludere infrastruktur for fornybar energi er viktig og i tråd med det langsiktige målet om å bidra til en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand, noe som er grunnleggende for å sikre god avkastning på lang sikt.

Komiteen mener, i likhet med Norges Bank og Ekspertgruppen, at SPU er godt egnet til å gradvis bygge opp den spesialiserte kompetansen som trengs for å kunne håndtere investeringer i infrastruktur, i tråd med erfaringen fra unoterte eiendomsinvesteringer.

Komiteen fremmer på denne bakgrunn følgende forslag:

«Stortinget ber regjeringen komme tilbake til Stortinget i forbindelse med forslag til statsbudsjett for 2017, med forslag til hvordan Statens pensjonsfond utland skal åpne for investeringer i notert og unotert infrastruktur for fornybar energi med samme krav til lønnsomhet som for andre investeringer i SPU, og med en ramme på mellom null og fem prosent av fondets samlede forvaltningskapital».

En gjennomgang av Finansdepartementets vurderinger

I denne delen av dokumentet har vi identifisert ulike problemstillinger vi mener det er relevant å kommentere. Hver del viser til hvordan Finansdepartementet har referert til de ulike problemstillingene og følges deretter av en gjennomgang av kilder som viser til motstridende syn. Til tross for at vi ikke presenterer en helt omfattende oversikt, vil vi vise til at det finnes motstridende syn fra autoritative og relevante kilder (for eksempel Bloomberg, OECD, Verdensbanken og Mercer) på standpunktene som danner grunnlaget for departementets konklusjon.

1.0 DIVERSIFISERING OG RISIKO

1.1 Departementets vurdering

«Det er lite data for unotert infrastruktur, slik at det er vanskelig å vurdere om slike investeringer gir bedre spredning av risiko eller høyere forventet avkastning for gjennomsnittsinvestoren.»

«Det tyder på at det er usikkert om investeringer i unoterte markeder vil bidra til en risikoreduksjon gjennom diversifisering eller gi høyere forventet avkastning som følge av lavere omsettelighet». (St.meld. 23, 3.3.5 side s. 44)

1.2 Motargumenter

Vi observerer at Departementet ikke diskuterer diversifisering og risikospredning som en mulig fordel ved å utvide investeringsporteføljen til også å omfatte unotert infrastruktur. Vi observerer at slike forhold har blitt gjennomgått i mer detalj f.eks. i Meld. St. 10 (2009-2010)¹⁹ og til en viss grad også i årets Stortingsmelding.

Vi kan imidlertid merke oss at Norges Bank²⁰ og OECD²¹ viser til at det er en lav korrelasjon mellom trender i aksjemarkedet og unotert infrastruktur, noe som danner et visst grunnlag for å anta at infrastrukturinvesteringer kan ha en risikospredende effekt for SPU.

Finansdepartementet sin vurdering går imot det som Norges Bank skriver i sitt brev²², nemlig at *«investeringer i unotert infrastruktur på sikt vil kunne gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko i fondet»*.

Å åpne for investeringer i unotert infrastruktur kan også åpne opp for flere investeringer i fremvoksende markeder og fattige land, noe som igjen kan bidra til å gi en bedre diversifisering²³. Oljefondet har i dag investert mer i industrialiserte markeder enn hva deres andel av verdensøkonomien skulle tilsi.

Norges Banks sjef Øystein Olsen sa i sin siste årstale²⁴ at SPU bør satse mindre på obligasjoner og mer på andre aktivaklasser som infrastruktur, særlig på grunn av risikospredning. Hans konklusjon var at investeringene i denne aktivaklassen *«derfor [vil] kunne bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet samlet sett.»*

Det er flere kilder som forsterker Norges Banks konklusjon: Storbanken UBS²⁵; AustraliaSuper (et av de største fondene i Australia)²⁶; OECD²⁷ sine working papers om institusjonelle investorer og infrastrukturinvesteringer;

¹⁹ <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/Meld-St-10-2009-2010/id599137/?ch=1>

²⁰ <http://www.norges-bank.no/Publisert/Foredrag-og-taler/2016/2016-02-18-Arstalen/>

²¹ "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

²² <http://www.nbim.no/no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2015/statens-pensjonsfond-utland--investeringer-i-infrastruktur>

²³ <http://www.nbim.no/no/apenhet/diskusjonsnotater/2015/infrastrukturinvesteringer-i-mindre-modne-markeder/>

²⁴ <http://www.norges-bank.no/Publisert/Foredrag-og-taler/2016/2016-02-18-Arstalen/>

²⁵ https://www.ubs.com/global/en/asset_management/infrastructure-and-private-equity/additional_materials.html

²⁶ "One of Australia's largest industry funds with more than 2.1 million members and more than \$95 billion in member assets as at 31 December 2015."

²⁷ <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/institutionalinvestorsandlong-terminvestment.htm>

Mercer²⁸; og Prequin^{29 30}. Disse skriver at infrastrukturinvesteringer er effektive for å oppnå risiko-diversifisering. Det er derfor rimelig å anta at SPU også vil kunne høste tilsvarende fordeler ved å inkludere slike investeringer i sin portefølje.

Infrastrukturinvesteringer kan også ha en risikodiversifiserende effekt hva angår SPUs eksponering for såkalt klimarisiko. Mercer³¹ – ett av verdens største rådgivningsselskap – fikk i 2012 i oppgave av Finansdepartementet og Regjeringen å analysere SPUs risikoprofil i ulike klimascenario. Rapporten viser til at SPU kun var godt posisjonert i en fremtid hvor en internasjonal klimaavtale ikke var på plass med tilhørende mål om å begrense global oppvarming til 2°C. Et av hovedtiltakene anbefalt av Mercer er at SPU burde investere i lavkarbonbasert infrastruktur, som infrastruktur for fornybar energi. Slike investeringer kan bedre fondets totale risikoprofil gjennom eksponering mot aktivaklasser som tilbyr en viss beskyttelse mot klimarisiko. Vi konstaterer at Mercer-rapporten og dens anbefalinger ikke er referert av Finansdepartementet i årets Stortingsmelding.

Vi kan konkludere med at alle disse kildene viser at diversifisering og risikospredning er et viktig argument for å investere i unotert infrastruktur. Hovedgrunn 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. I tillegg viser Mercer til at SPU vil oppnå en bedre risikoprofil i lys av det klimascenariet som er i gang. Samtidig legger vi merke til at Departementet ikke legger noe vekt på en av de viktigste karakteristikkenes til infrastrukturinvesteringene, nemlig risikospredning.

2.0 POLITISK RISIKO

2.1 Departementets vurdering

«Mange investeringer i infrastruktur er utsatt for stor regulatorisk og politisk risiko. Det er vanlig med langvarige kontrakter der lønnsomheten påvirkes direkte av andre lands myndigheter, gjennom tariffier og andre rammebetingelser. De siste årene har det vært flere eksempler på at offentlige myndigheter har endret forutsetningene for slike investeringer gjennom reforhandlinger av inngåtte avtaler eller endringer i tilskuddsordninger». (St. meld. 23, 3.3.5 s. 44)

2.2 Motargumenter

Finansdepartementet viser til politisk risiko som en av de viktigste argumentene mot infrastrukturinvesteringer. Politisk risiko defineres av Departementet som *«beslektet med regulatorisk risiko, og omfatter bl.a. risiko for ekspropriasjon, sletting eller endring av avtaler, endret skattelovgivning og politisk ustabilitet.»*

Denne type risiko er realistisk og aktuell, og det er viktig å ta hensyn til det. Faktisk er mange infrastrukturprosjekter knyttet til langsiktige avtaler med lokale myndigheter og dette kan bety usikkerhet knyttet til endringer i politisk fastsatte rammebetingelser. Flere pensjonsfond investerer i dag direkte i notert og unotert infrastruktur (ref. til OECDs undersøkelsen presentert tidligere). SPU er mer langsiktig innrettet enn disse fondene, og burde teoretisk sett være like godt egnet til å bære denne type risiko. Vi kan ikke se bort fra at andre sammenlignbare fond har utviklet metoder og kompetanse for å håndtere denne type politisk risiko og vi har vanskelig for å se at SPU skal ha dårligere forutsetninger enn andre fond for å kunne opparbeide seg ekspertise på dette området, noe som også er tilfellet innenfor fondets eiendomsinvesteringer. Vi vil også understreke at det finnes initiativer internasjonalt som har som mål til å utvikle og presentere ulike tiltak som regjeringer og investorer kan implementere for å bedre styre og redusere denne type politisk risiko. Denne typen initiativer analyseres i en rekke relevante kilder som World

²⁸ http://www.mercer.com.au/content/dam/mercer/attachments/asia-pacific/australia/investment/multi-manager/Mercer_Multimanager_Global_Unlisted_Infrastructure.pdf

²⁹ <https://www.prequin.com/blog/0/12276/risk-and-return-comparison>

³⁰ Prequin is the alternative assets industry's leading source of data and intelligence, covering real estate, infrastructure...

³¹ https://www.regjeringen.no/contentassets/f453b48778c342d9a7ed8d6810d6cea4/gpfg_mercer_march2012.pdf

Economic Forum³² og OECD³³, som har identifisert mulige tiltak for regjeringer og investorer for å håndtere politisk og regulatorisk risiko knyttet til infrastruktursektoren.

Samtidig som Departementet løfter politisk risiko som et argumentet mot å åpne for infrastrukturinvesteringer, anerkjennes det³⁴ at det ikke finnes noen begrunnelse for å påstå at en del av det politiske risikobildet – nemlig skatteregimer – er mindre forutsigbart innen infrastruktur for fornybar energi enn det som er innen eiendomsinvesteringer.

Både Norges Bank³⁵ og Ekspertgruppen³⁶ understreker at det er mulig å styre den politiske risikoen knyttet til infrastruktur, for eksempel ved å samarbeide med internasjonale institusjoner som IMF og Verdensbanken. Vi merker oss at Finansdepartementet går imot disse ekspertenes anbefalinger, og dessuten at det ikke anerkjennes at SPU vil evne å håndtere denne typen risiko som andre sammenlignbare fond i dag håndterer.

3.0 OMDØMMERISIKO

3.1 Departementets vurdering

«Ved unoterte investeringer vil eierandelen i hver enkelt investering generelt være stor. Da blir også fondets investeringer mer synlige og lettere gjenstand for kritikk. Eventuelle konflikter om investeringer som er viktige fellesgoder eller med andre lands myndigheter vil etter departementets syn være krevende, og innebærer stor omdømmerisiko for SPU. Departementet mener et åpent og politisk forankret statlig fond som SPU er mindre egnet enn andre investorer til å bære denne type risiko.» (St. meld. 23, 3.3.5 s. 44)

3.2 Motargumenter

Det andre blant de to viktigste argumentene løftet fram av Departementet er omdømmerisiko knyttet til eksponering for infrastruktur, som lokalt kan bli sett på som «viktige fellesgoder» som også er «mer synlige». Vi observerer at Departementet ikke presenterer noe datagrunnlag eller utredninger for å underbygge sin reservasjon mot infrastruktur på grunn av omdømmerisiko. Det er ingen data for å illustrere risikobildet, det er ingen kildereferanser, og det er ingen sitater. Ekspertgruppens rapport vurderer ikke denne type risiko eksplisitt, så dette fremstår som Finansdepartementets egen vurdering.

Vi mener at bak Departementets syn ligger det en del implisitte vurderinger. Først og fremst antagelsen om at eiendomsinvesteringer er utsatt for mindre omdømmerisiko enn infrastruktur. Dette er vanskelig å bevise, siden eiendom også kan ansees som en del av infrastruktursparken til et land, særlig når man inkluderer store, viktige og ofte ikoniske bygninger som er en viktig del av byers landskap, og som ofte er knyttet til stor synlighet, som er den kategorien SPU investerer i per i dag. Vi har ikke registrert at SPU har vært eksponert mot signifikant omdømmerisiko forbundet med eiendomsinvesteringer så langt.

Finansdepartementet antar også at eierandelen vil være stor, uten å gi særlig forklaring på det. Vi observerer at KLPs investeringer i infrastruktur for fornybar energi i Afrika har en eierandel som rangerer fra 12% til 30%.

³² «The Green Investment report» i 2013 og «Strategic Infrastructure Mitigation of Political & Regulatory Risk in Infrastructure Projects» <http://reports.weforum.org/green-investing-2013/reducing-the-risk-of-investing/>

³³ <https://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/G20reportLTFinancingForGrowthRussianPresidency2013.pdf>

³⁴ «...at det ikke er avdekket at infrastrukturinvesteringer reiser nye skattemessige problemstillinger utover det som gjelder for eiendom.» (St. meld. side 42).

³⁵ «En annen mulighet kan være å investere sammen med andre investorer, finansielle institusjoner eller utviklingsbanker. Denne typen samarbeid er i dag vanlig praksis for større infrastrukturinvesteringer.»

³⁶ «A review of real estate and infrastructure investments by the Norwegian Government Pension Fund Global (GPFGL)», side 121

Videre antar Finansdepartementet at omdømmerisikoen er for stor for SPU å bære kun ved å investere i infrastruktur, men at denne type risiko ikke er for stor ved investeringer i sentrale børsnoterte selskaper i et land. Det er vanskelig å forstå på hvilken måte det er helt greit å eie en god del av de viktigste og fundamentale selskapene som tilhører et enkelt land, og til og med kjøpe seg relevante deler av statsgjeld og en god del av de viktigste bygningene, mens det samtidig er «for risikabelt» å bidra til å dekke en del av investeringsbehovet når et land skal bygge opp sin infrastrukturpark og åpent vil trekke til seg investeringer fra utenlandske investorer.

Det at utenlandske investorer eier store deler av landenes økonomi er per i dag en realitet som er vanskelig å ignorere. Som et enkelt eksempel viser vi at 51% av de børsnoterte selskaper i Italia³⁷ – som er blant verdens ti største økonomier – er eid av utenlandske investorer, inkludert det norske oljefondet. Kina investerer³⁸ massivt i de fleste landene i verden. Disse investeringene vil snart være større enn investeringer fullført innlands i Kina, ifølge Financial Times.

Motsatt er det derimot universelt anerkjent at store institusjonelle investorer er nødvendige for å kunne dekke behovet til infrastrukturinvesteringer både i OECD og ikke-OECD land. Rapporter utarbeidet av store internasjonale institusjoner som **OECD**³⁹, **Verdensbanken**⁴⁰, **World Economic Forum**⁴¹ og **UBS**⁴² (verdens største formueforvalter) er enige i at – siden de tradisjonelle finansieringskildene som stater og multilaterale institusjoner stadig har mindre ressurser tilgjengelige – er det nødvendig å mobilisere private investeringer fra institusjonelle investorer for å dekke det enorme behovet for infrastruktur. Dette skaper allerede stadig flere investeringsmuligheter.

Politisk risiko og omdømmerisiko kan også reduseres ved å bygge opp en ansvarlig investeringsstrategi som benytter seg av kompetanse hos aktører som Verdensbanken og DFIER som Norfund. Disse har erfaring med investeringer basert på landenes egne utviklingsstrategier, og samarbeider med lokale aktører som kjenner kontekstene godt. I en startfase der oljefondet bygger opp sin kompetanse kan partnerskap med slike aktører forhindre forhold som kan skade fondets omdømme.

4.0 MANGEL PÅ INVESTERINGSMULIGHETER

4.1 Departementets vurdering

«Departementet vil også peke på at det unoterte infrastrukturmarkedet er lite for SPU. Unotert infrastruktur utgjør bare om lag 0,5 pst. av det globale investerbare kapitalmarkedet, og den investerbare infrastrukturen er i hovedsak børsnotert....I motsetning til unotert eiendom, vil en åpning for investeringer i unotert infrastruktur i mindre grad øke fondets investeringsmuligheter.» (St. meld. 23, 3.3.5 s. 44)

4.2 Motargumenter

Vi konstaterer at Departementet ikke tar hensyn til de mer generelle og langsiktige markedstrendene, til tross for at både Ekspertgruppen og Norges Bank mener at det vil være et stort behov for investeringer i infrastruktur framover, spesielt i framvoksende markeder.

³⁷ <http://www.unimpresa.it/crisi-unimpresa-in-mani-straniere-il-51-di-spa-quotate-italiane/11478>

³⁸ <http://uk.businessinsider.com/statistics-on-chinas-investment-abroad-2015-2>

³⁹ http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/institutional-investors-and-green-infrastructure-investments_5k3xr8k6jb0n-en

⁴⁰ «Institutional Investment in Infrastructure in Emerging Markets and Developing Economies» <http://www.ppiaf.org/sites/ppiaf.org/files/publication/PPIAF-Institutional-Investors-final-web.pdf>

⁴¹ http://www3.weforum.org/docs/WEF_GreenInvestment_Report_2013.pdf

⁴² (LINK)

Bloomberg New Energy Finance⁴³ viser at investeringer i fornybar energi allerede nå er to ganger større enn de i ny fossil energi. I 2015 har andelen ny installert kapasitet fra fornybar energi vært 77% i Europa og 68% i USA⁴⁴.

Vi har ikke presise tall som viser hvordan de 0,5% som Departementet nevner vil endre seg i framtiden. Likevel er det verdt det å merke seg at 0,5% av det globale kapitalmarkedet som er tilgjengelig for investorer tilsier ca. 625 milliarder dollar, som er to ganger høyere enn de årlige investeringene i fornybar energi (329 milliarder dollar, ifølge Bloomberg⁴⁵).

Interessant nok kan vi notere oss at veksten i fornybar energimarkedet systematisk har vært undervurdert, og at veldig få har klart å fange opp realveksten. Til og med Det internasjonale energibyrået (IEA) har siden 2000 måttet justere og øke sin prognose for solenergi 14 ganger og vindenergi 15 ganger.

Mye peker i retning av at disse trendene vil forsterkes basert på den stadige reduksjonen forutsatt i de neste 25 år i kostnadene tilknyttet fornybar energiteknologier⁴⁶. IRENA⁴⁷ –en internasjonal organisasjon støttet av over 75 land – bekrefter at investeringsmulighetene vil øke betydelig, og at infrastruktur for fornybar energi er en veldig interessant profil for risikoavkastning for institusjonelle investorer.

Ekspertgruppens anbefaling om å investere i fornybar energi legger også til grunn langsiktige trender når de skriver at: «We recommend.... These investments will constitute a majority of energy investments over the next 30 years.»

5.0 AVKASTNING

5.1 Departementets vurdering

«Ekspertgruppen har gjennomgått historisk avkastning og risiko for investeringer i fornybar energi. Siden 2007 har gjennomsnittlig årlig avkastning på noterte aksjer i selskaper for fornybar energi vært -7 pst. Det er en betydelig mindre avkastning sammenliknet med brede markedsindekser.». (St. meld. 23, 3.3.2 s. 41)

5.2 Motargumenter

Dette er et bra eksempel på at Departementet selektivt plukker noen argumenter selv om de ikke er helt relevante for diskusjonen. I sin analyse har Ekspertgruppen sett på den historiske avkastningen til kun én av de mange «grønne indeksene» som finnes på markedet, nemlig S&P Global Clean Energy Index. Denne omfatter 30 børsnoterte selskaper, hvorav om lag 1/3 (27%) er i IT/telekom, 1/3 (32%) i sektoren industri og 1/3 (41%) i kraftproduksjon. Med andre ord er mindre enn halvparten av selskapene kraftselskaper basert på fornybar energi. Enda viktigere er det at denne indeksen ikke måler utviklingen innen avkastning i infrastrukturprosjekter.

Som Terje Osmundsen har klart forklart⁴⁸, er S&P Global Clean Energy Index ikke en god indikasjon på avkastningen til infrastruktur. Disse selskapene har opplevd en negativ avkastning, men det er ikke dette som er oppe til diskusjon. Det er direkteinvesteringer i infrastruktur for fornybar energi som skal vurderes.

Andre tilsvarende indekser⁴⁹ som kun inneholder rene fornybar energi-kraftselskaper har for eksempel hatt en litt bedre utviklingen de siste årene. Uansett hvilken indeks man velger, har børsnoterte investeringer på dette feltet vært preget av store svingninger. Det er ikke overraskende, siden det er en relativ ny industrisektor som fortsatt er i en utviklingsfase. Å se på en begrenset historisk avkastning er ikke en god grunn til å frykte en katastrofe. Her er det også viktig å understreke at den historiske utviklingen var preget av stor usikkerhet rundt mulighetene for en

⁴³ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-06/wind-and-solar-are-crushing-fossil-fuels>

⁴⁴ <http://cleantechnica.com/2016/02/05/us-renewable-energy-eclipses-fossil-fuels-second-year-running/>

⁴⁵ <http://www.bloomberg.com/company/clean-energy-investment/>

⁴⁶ CERES, Bloomberg: <http://www.ceres.org/resources/reports/mapping-the-gap-the-road-from-paris/>

⁴⁷ <http://www.irena.org/rethinking/default2015.aspx>

⁴⁸ <http://energiogklima.no/blogg/terje-osmundsen/oljefondet-og-fornybar-infrastruktur-ikke-teknologiaksjer/>

⁴⁹ RENIXX innbefatter de 30 største selskapene innen fornybar energi (<http://www.renewable-energy-industry.com/stocks/>); NEX innbefatter 98 selskaper innen fornybar energi i 23 land <http://www.nexindex.com/>

internasjonal klimaavtale. Paris-avtalen fra i fjor sannsynliggjør en mer forutsigbar utvikling på fornybarmarkedet, blant annet fordi landene nå er enige om, og forpliktet til, å levere på sine nasjonale klimamål.

Vi har ikke funnet et tallfestet datagrunnlag som viser at unoterte investeringer i infrastruktur for fornybar energi er lønnsomme generelt sett. Likevel har vi enkelte eksempler som viser til god avkastning: PensionDanmark har lyktes med å bygge en stor infrastrukturportefølje (8% av sin markedsverdi) som er tungt investert i fornybar energi, og har fått god avkastning (7% i 2014). PensionDanmark sier tydelig at direkte investeringer i fornybar energi «er karakteriserte ved en forholdsvis stabil og attraktiv inntjening – væsentlig over obligationsrenten.»

Allianz, verdens største forsikringsselskap, har investert i vind og sol med en tilsvarende god avkastning på 7%.

På generelt basis, har vi en god rekke studier og rapporter fra blant annet McKinsey og Stanford⁵⁰, BNEF⁵¹, OECD⁵² og IRENA, som viser at infrastruktur for fornybar energi har en attraktiv avkastningsprofil og er særlig egnet for langsiktige institusjonelle investorer.

6.0 OLJEPRISER

6.1 Departementets vurdering

«For eksempel vil et fall i olje- og gassprisene isolert sett redusere verdien av investeringer i fornybar energi, og redusere incentivene til å foreta nye investeringer.» (St. meld. 23, 3.3.4 s. 43)

6.2 Motargumenter

Departementet refererer til dette argumentet fra Ekspertgruppens rapport, uten å sjekke at observasjonen fortsatt gjelder i lys av siste data. Allerede etter krasjet i oljeprisen som startet sommeren 2014, uttrykte mange finansanalytikere som Bloomberg⁵³ og DeutscheBank⁵⁴ at lave olje- og gasspriser ikke ville påvirke veksten i fornybar energi.

Disse «spådommene» viste seg å være riktig. En grundig analyse av markedet utgitt nylig og gjennomført av Bloomberg⁵⁵, konkluderer med at «While two years of crashing prices for oil, natural gas, and coal triggered dramatic downsizing in those industries, renewables have been thriving.»

Med andre ord utfordres Ekspertgruppens syn i denne saken av andre eksperters meninger på dette området.

⁵⁰ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-03-20/solar-15-returns-lure-investments-from-google-to-buffett>

⁵¹ <http://about.bnef.com/blog/clean-energy-green-shoots-of-institutional-investment/>

⁵² <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/G20reportLTFinancingForGrowthRussianPresidency2013.pdf>

⁵³ Seven Reasons Cheap Oil Can't Stop Renewables Now Oil is cheap. So is gas. Neither matters.

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-01-30/seven-reasons-cheap-oil-can-t-stop-renewables-now>

⁵⁴ <https://www.db.com/cr/en/concrete-deutsche-banks-2015-solar-outlook.htm?kid=crpvoutlook.inter-twen.tw>

⁵⁵ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-06/wind-and-solar-are-crushing-fossil-fuels>



Med vennlig hilsen
De undertegnende

WWF

Nina Jensen
Generalsekretær
Mobil: 991 69 694
njensen@wwf.no

Kirkens Nødhjelp

Anne-Marie Helland
Mobil: 901 07 904
nca-gs@nca.no

Framtiden i Våre Hender

Arild Hemstad
Leder
Mobil: 980 36 762
arild.hermstad@framtiden.no

Greenpeace Norge

Truls Gulowsen
Leder
Mobil: 901 07 904
truls.gulowsen@greenpeace.org