

## Relevante dokumenter for debatt om Statens pensjonsfond utland og investeringer i unotert infrastruktur

Under følger en oversikt over tolv dokumenter og uttalelser publisert i tidsperioden 2006 til 2017 som på ulike måter belyser spørsmålet om Statens pensjonsfond utland (Oljefondet) og investeringer i fornybar unotert infrastruktur.

### Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet (2016)

<https://www.nbim.no/no/apenhet/brev-til-finansdepartementet/2016/investeringer-i-unotert-infrastruktur-i-statens-pensjonsfond-utland/>

Oppsummering: Banken ønsker en åpning for investering i unotert infrastruktur. Fondet er godt egnet til denne typen investeringer, og en åpning vil gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko. Brevet gjør rede for en rekke tiltak som kan iverksettes for å håndtere risiko.

- *Risikoen håndteres normalt gjennom en kombinasjon av konkrete investeringsrestriksjoner, grundige analyser i forkant av investeringene og løpende oppfølging.*
- *Banken vil tilnærme seg investeringsbeslutningene og bygge kompetanse gradvis, og på samme måte ble gjort for de første investeringene i unotert eiendom.*
- *Banken mener en mulig tilnærming for å redusere risikoen for offentlige reguleringer og uventede endringer i rammebetingelsene, er å begrense investeringene i unotert infrastruktur til jurisdiksjoner med velfungerende rettssystemer hvor myndighetene har erfaring med private eiere av infrastruktur...og begrense universet for unoterte infrastrukturinvesteringer til de mest utviklede landene i Europa, Nord-Amerika og Oceania.*
- *...investeringsområder i vekst hvor det både er erfaring med og aksept for privat eierskap. Spesielt gjelder dette...investeringer i energi og kommunikasjon.*
- *Banken vil gi samme detaljerte informasjon om fondets investeringer i unotert infrastruktur som om fondets øvrige investeringer.*

### Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet (2015)

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

Oppsummering: Banken mener at investeringer i unotert infrastruktur vil kunne gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko og at Oljefondet er godt egnet for det. Banken understreker at investeringer i fornybar energiproduksjon øker, kostnadene faller, og at det er mulig å investere i infrastruktur for fornybar energi med samme krav til lønnsomhet som for andre investeringer. Banken vil ta del i arbeidet for å videreutvikle en global rapporteringsstandard for bærekraft i infrastruktur.

- *det er rimelig å anta at investeringer i unotert infrastruktur på sikt vil kunne gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko i fondet. Banken gjentok rådet om at fondet burde kunne investeres i unotert infrastruktur i to brev 6. juli 2010.*
- *...økt innslag av realaktiva som eiendom og infrastruktur kunne bidra til å redusere usikkerheten om utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft.*
- *Fondet er godt egnet til å gjennomføre slike investeringer. [...] Fondet er også godt egnet til å investere i prosjekter med lang varighet.*
- *Det er rimelig å anta at investeringer i unotert infrastruktur kan bidra med stabil inflasjonsjustert inntjening over en lang periode og til en bedre risikospredning for fondet som helhet.*
- *Investeringer i fornybar energiproduksjon er forventet å øke fremover. Det meste av dette har vært finansiert med privat kapital.*

- Veksten i bruken av fornybar energi har økt, og kostnadene har falt betydelig takket være teknologiutvikling og stordriftsfordeler. Endringer i eksisterende rammevilkår og subsidier representerer fortsatt en vesentlig risiko som må vurderes grundig i forkant av investeringene.
- 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.
- Over de siste årene har infrastrukturinvesteringer målt som andel av offentlige budsjetter gått ned, og flere store prosjekter har blitt finansiert med privat kapital fra blant annet store pensjonsfond.
- Forvaltningen av infrastrukturinvesteringer kan gjennomføres med vesentlig færre ansatte enn forvaltningen av eiendomsinvesteringer.
- Investeringer i unotert infrastruktur vil, så langt banken har kunnet avdekke, ikke reise nye skattemessige utfordringer utover de vi allerede kjenner fra eiendom.

## Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet (2010)

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

Oppsummering: Banken gjentar sin anbefaling fra 2006 om at Oljefondets investeringsunivers utvides til unoterte aksjer og infrastruktur. De argumenterer for at dette er vanlig for sammenlignbare fond, og at fondet er godt egnet for å håndtere risikoen.

- Vi har tidligere anbefalt at fondets investeringsunivers utvides til å omfatte investeringer i unoterte aksjer og infrastruktur. Dette er i tråd med retningen Finansdepartementet skisserer i Meld. St. 10 (2009/2010). Gitt en slik endring, vil mulighetsområdet i forvaltningen av fondet nærme seg hva som er vanlig for sammenlignbare fond.
- Fondet er godt egnet for å bære risikoen og høste potensielle gevinster ved investeringer i mindre omsettbare aktiva siden fondet ikke har løpende likviditetsbehov.

## Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet (2006)

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

Oppsummering: Banken anbefaler at det åpnes opp for at Oljefondet kan investere i unoterte markeder. Dette er blant annet basert på at fondet kan akseptere svak likviditet i større grad enn andre investorer, og at diversifiseringen vil være heldig. Banken anbefaler at inntil 10 % av porteføljen skal investeres i eiendom og infrastruktur.

- Det settes et strategisk mål om at inntil 10 prosent av porteføljen skal investeres i eiendom og infrastruktur. I tillegg til å gi en forventet likviditetspremie på unoterte instrumenter, vil slike investeringer også gi en diversifikasjonsgevinst som bedrer bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko i totalporteføljen.

## NBIMs Diskusjonsnotat 4/2015 Fornybar energi

<https://www.nbim.no/no/apenhet/diskusjonsnotater/2015/investeringer-i-fornybar-energi/>

Oppsummering: I notatet skriver NBIM at det er store investeringsbehov i fornybar energi. Kostnadene til fornybar energi har falt markant, og vind og sol trekkes frem som den rimeligste formen for ny kraftproduksjon i mange markeder. Markedet for fornybar energi har vokst kraftig de siste årene. Dette gir interessante muligheter for en institusjonell investor som oljefondet. Mesteparten av mulighetene vil være i det unoterte markedet.

- Renewable energy is an important part of the green infrastructure market. Green infrastructure can be defined as the essential physical infrastructure systems that underpin development of a low-carbon

society. **There are substantial investment needs in energy supply infrastructure and energy efficiency systems globally.**

- *In many OECD countries, investments in renewable energy replace other more conventional types of energy, whereas in emerging markets, these investments often come as a response to a growing demand for energy. Many governments have renewable energy support policies in place to reduce the cost of capital for these low-carbon investments. In addition, **the cost of renewable energy technology has fallen markedly. Technologies such as onshore wind and solar energy production are already the cheapest form of new power generation in several markets.***
- *Infrastructure investments generally expose investors to a number of different risks, including demand, construction, operational and social risks. There are also specific risks that apply to renewable energy investments, of which the risk of a sudden or unpredictable change in policy and regulatory frameworks is the most important.*
- ***The market for renewable energy investments has grown markedly over the last ten years, and developments in technologies and costs make it a market in constant change. This can create interesting investment opportunities for an institutional investor. The bulk of these opportunities is expected to materialise as unlisted investments.** Unlisted renewable investments are illiquid and require a particular set of in-house skills on the part of the investor.*

## Årstale av sentralbanksjef Øystein Olsen (18. februar 2016)

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

Oppsummering: Sentralbanksjefen peker på at infrastrukturinvesteringer er mindre korrelert med aksjer og obligasjoner, og vil derfor bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet.

- *Nylig har Norges Bank anbefalt å øke andelen av fondet plassert i eiendom til mellom fem og femten prosent. Vi er også beredt til å kunne investere i infrastruktur – i utlandet vel å merke.*
- *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.*

## IEEFA (2017): Making the case for Norwegian Sovereign Wealth Fund Investment in Renewable Energy Infrastructure

<http://ieefa.org/ieefa-norway-case-sovereign-wealth-fund-invest-global-renewable-energy-infrastructure/>

Oppsummering: Anbefaler at oljefondet investerer opp til 5 % av porteføljen i unotert infrastruktur, og prioritere å gå inn i fornybar sektor først pga sektorens andel av infrastrukturmarkedet. Rapporten konkluderer med at størrelsen på denne sektoren øker, at avkastningen er stabil (opp mot 12 - 15 %) og at risikoen er håndterbar for fond av oljefondets størrelse.

- *...while renewable energy is no more immune to regulatory and political risks than investments that include telecommunications and transportation holdings, these risks can be mitigated, as has been demonstrated for quite some time now by well-managed funds that have developed robust methods do just that.*
- *[...] risk mitigation can be accomplished through a combination of in-house expertise, co-investment and strategic investment strategies.*
- *Infrastructure is a long-established asset class embraced by many of the world's leading investment funds, and renewable energy accounts for roughly 42 percent of all unlisted infrastructure transactions.*
- *Well-managed infrastructure investments bring returns of 12 to 15 percent annually, with investments in renewable infrastructure producing steady, returns that exceed expectations.*
- *...unlisted infrastructure represents almost a quarter (24 per cent) of the total global US\$4.83 trillion infrastructure market (both listed and unlisted).*
- *MSCI in its analysis to the Ministry of Finance puts the overall size of the "institutional/investable" unlisted infrastructure market at US\$600 billion.[...] This same figure is quoted in the McKinsey &*

Company report. A more recent RARE analysis, dated June 30, 2016 puts the investable universe of equity in unlisted infrastructure market at US\$1.142 trillion, more than double its 2012 estimate.

## McKinsey (2016): Unoterte infrastruktur-investeringer

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/statens-pensjonsfond-utland-og-investeringer-i-unotert-i-infrastruktur/id2522362/>

Oppsummering: Rapporten konkluderer med at de fleste institusjonelle investorer med langsiktig investeringshorisont investerer i infrastruktur. Infrastruktur har en rekke egenskaper som er attraktive for langsiktige investorer. Markedet for privat, unotert infrastruktur var i 2015 estimert til å utgjøre 4800 milliarder kroner. Fornybar energi har vært sektoren med mest transaksjoner de siste fem årene. Det er som regel større åpenhet i infrastrukturprosjekter enn i eiendom. Rapporten viser til en lang rekke tiltak for å redusere risiko.

- *Langsiktige investorer tiltrekkes i tillegg av flere egenskaper som karakteriserer mange infrastrukturinvesteringer: en stabil avkastning og kontantstrøm, muligheter for tilpasning av renterisiko på langsiktige fordringer samt fordeler ved porteføljediversifisering.*
- *Infrastrukturinvesteringer kan bidra til å opprettholde og øke den reelle kjøpekraften til institusjonelle investorers klienter, siden infrastrukturinvesteringer kan tilby stabil og inflasjonsbeskyttet avkastning.*
- *...institusjonelle investorer har økt sine kapitalallokeringer til unoterte infrastrukturaktiva fra gjennomsnittlig 3,3 til 4,3 prosent i perioden 2012-2015. De fleste fond ligger imidlertid fortsatt under ønsket allokeringsmål, som er på 5,7 prosent i gjennomsnitt, hvilket indikerer økte kapitalallokeringer i fremtiden.*
- *Risikoreduserende tiltak, ut over valg av investeringssegmenter, inkluderer å velge de riktige partnerne; opptre som en ansvarlig investor ... Det er også mulig å redusere politisk og regulatorisk risiko gjennom kontraktsutforming og forsikringer. I fremvoksende markeder kan investorer eksempelvis investere sammen med en multilateral utviklingsbank som tilbyr forsikringer.*
- *Infrastrukturprosjekter tilbyr som regel større åpenhet rundt operasjonell, finansiell og miljømessig informasjon til lokalsamfunn enn prosjekter innen fast eiendom*
- *De siste fem årene har fornybar energi vært sektoren med flest transaksjoner, med en andel på om lag 40 prosent av samlet transaksjonsvolum.*
- *Fornybar energi er godt representert i porteføljene til investorene som ble analysert.*
- *For eksempel kan det være mulig at kraftproduksjon basert på fossilt brensel vil være utsatt for høyere politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko i tiden fremover enn investeringer innen fornybar energi*
- *Flesteparten av investorene har allokert kapital til infrastrukturaktiva innen fornybar energi.*

## Ekspertgruppe nedsatt av Finansdepartementet (2015): A Review of Real Estate and Infrastructure Investments by the Norwegian Government Pension Fund Global (GPF)

[https://www.regjeringen.no/contentassets/2c0d77a3c30c4f4eb16e108c46d15877/151712\\_nbim\\_stanton.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/2c0d77a3c30c4f4eb16e108c46d15877/151712_nbim_stanton.pdf)

Oppsummering: Ekspertgruppen anbefaler at Finansdepartementet åpner opp for investeringer i unotert infrastruktur. Gruppen anbefaler videre at departementet åpner opp for unoterte infrastrukturinvesteringer i ren energi.

- *The Ministry should open up for unlisted infrastructure investment in the management mandate to Norges Bank, to take advantage of investment opportunities unavailable in the listed space.*
- *We recommend that the Ministry open up for unlisted clean energy infrastructure investments in the management mandate to Norges Bank. This would give Norges Bank the opportunity to explore such investments.*
  - *These investments will constitute a majority of energy investments over the next 30 years.*

- We do not recommend that the Ministry increase the Fund's target allocation to real estate.

## New Climate Economy (2016): The Sustainable Infrastructure Imperative: Financing for better growth and development

<http://newclimateeconomy.report/>

Oppsummering: Rapporten anbefaler kraftig økning i bærekraftig infrastruktur i de kommende årene for å møte følgende utfordringer: Vekst, FNs bærekraftsmål og forpliktelsene i Parisavtalen.

- **Significant investment [in sustainable infrastructure] is needed over the next 15 years: around US\$90 trillion, which is more than the entire current stock.**
- **The investment choices we make even over the next 2-3 years will start to lock in for decades to come either a climate-smart, inclusive growth pathway, or a high-carbon, inefficient and unsustainable pathway. The window for making the right choices is narrow and closing fast, as is the global carbon budget.**
- **The Norwegian Sovereign Wealth Fund, the largest in the world, has taken steps recently to divest from companies with large coal assets. Attracting more institutional investors to finance sustainable infrastructure would be a big prize, as they have in total an estimated US\$100 trillion in assets under management.**
- **Globally, at least 60 % of infrastructure investment over the next 15 years will be made in the energy and transport sectors. To transform the energy sector, it is estimated that investments in oil, coal and gas must decrease by about one-third by 2030, while investments in renewables and in energy efficiency must increase by at least a similar proportion if we are to keep global average temperature rise below 2 C.**

## Mercer (2012): Climate Change Scenarios. Tailored Report

[https://www.regjeringen.no/contentassets/f453b48778c342d9a7ed8d6810d6cea4/gpfg\\_mercer\\_march2012.pdf](https://www.regjeringen.no/contentassets/f453b48778c342d9a7ed8d6810d6cea4/gpfg_mercer_march2012.pdf)

Oppsummering: Konkluderer med at Oljefondet ikke er i posisjon til å ta tak i mulighetene som vil komme under de mest sannsynlige fremtidige klimascenarioene, og anbefaler å investere i lavutslipp infrastruktur.

- *Recommend the fund to invest in new assets, alternative to the traditional ones, namely ...low carbon infrastructures.*

## Tankesmien Agenda (2017): Statens pensjonsfond utland: Tre tilrådinger for meir berekraftige investeringar

<http://www.tankesmienagenda.no/notater/oljefondet-spu/>

Oppsummering: Oljefondet bør få lov til å omfatte unoterte virksomheter. For å oppnå dette må man bygge opp kompetanse gradvis. Oljefondet bør styres etter en bærekraftsindeks.

- *Finansdepartementets investeringsindeks bør i mye større grad innrettes mot bærekraft og en nødvendig omlegging av økonomien.*
- *Fondets investeringsunivers bør utvides til også å omfatte unoterte virksomheter, altså de som ikke er på børs. Til dette trengs gradvis oppbygging av kompetanse, i første omgang med bruk av eksterne fondsforvaltere.*
- *Vi anbefaler at det settes en grense for investeringene i eiendom innan SPU, og at denne grensen settes til et øvre tak på 5 prosent av fondets totale verdier*

## WWFs Infrastrukturnotat (mai 2016)

[http://awsassets.wwf.no/downloads/wwf\\_notat\\_om\\_investeringer\\_i\\_unotert\\_infrastruktur\\_2016\\_1.pdf](http://awsassets.wwf.no/downloads/wwf_notat_om_investeringer_i_unotert_infrastruktur_2016_1.pdf)

Oppsummering: WWFs fagnotat presenterer en gjennomgang av relevante fagrapporter, samt en serie intervjuer med internasjonale investorer. I intervjuene kommer det fram at risikoen med investeringer i infrastruktur

oppfattes som «håndterbar» og at markedet anses som attraktivt. Diversifiseringseffekten er en av de viktigste grunnene til å gå inn i infrastruktur markedet.

- *Både de investorene WWF har intervjuet såvel som fagrapportene bekrefter at institusjonelle investorer går inn i markedet fordi det gir risikospredning i totalporteføljen og fordi avkastning og risikoprofilen i denne aktivaklassen anses som attraktiv.*
- *Ifølge PwC og Oxford Economics (2015) er det forventet at de globale investeringene i infrastruktur vil øke årlig med over 6,5 % (figur 1) som er anslagsvis dobbelt så mye som forventet vekst i verdens BNP de kommende årene (IMF 2016).*
- *.vil unotert infrastruktur vokse til det dobbelte av dagens nivå innen 11 år. Igjen, basert på analysen fra MSCI, vil det bety en økning fra 625 milliarder USD til 1 250 milliarder USD.*
- *OECD (2015): I år ble 77 fond analysert 41 fond hadde i gjennomsnitt 3,5 % av sin markedsverdi investert i unotert infrastruktur. For disse fondene er unotert den største kategorien av infrastrukturinvesteringer.*
- *OECD har også sett på historisk data i perioden 2010-2014 for 23 fond, noe som viser at andelen av porteføljen investert direkte i infrastruktur har økt fra 2.8% til 3.5% i 2014. Dette er en god indikasjon på at markedet for unoterte infrastrukturinvesteringer modnes.*
- *Litteraturen viser til mange ulike tiltak som investorer kan ta i bruk for å redusere den politiske risikoen knyttet til infrastrukturinvesteringer (detaljer om flere tiltak i kap . 2)*
- *Omdømmerisiko kan håndteres gjennom en effektiv tilnærming til å håndtere ESG faktorer.*