Norfund

HØRINGSUTTALELSE

Dato	12. september 2008
Til	Finansdepartementet, avdeling for formuesforvaltning
Kopi	
Fra	Norfund
Sak	**Høringsuttalelse til ”Evaluering av de etiske retningslinjene for Statens Pensjonsfond”**

Det vises til det utsendte høringsnotat (08/694 TM av 18.06.08) om de etiske retningslinjene for Statens Pensjonsfond (heretter SP).

INNLEDNING

Vi er enige i hovedlinjene i den politikken som hittil er fulgt med å etablere etiske retningslinjer for både Statens Pensjonsfond–Utland (SPU) og Statens Pensjonsfond–Norge (SPN). SPU har oppnådd internasjonal anerkjennelse som en ledende sosialt ansvarlig investor (”Socially Responsible Investor”, SRI), ikke bare blant ”Sovereign Wealth Funds” men også blant private pensjonsfond. Retningslinjene ser ut til å ha fungert etter intensjonen og hovedlinjene i dagens politikk bør derfor videreføres. Dette gjelder ikke minst prinsippet om overlappende konsensus, en klar arbeidsdeling mellom SP og statsbudsjettet, samt videreføring av finansiell avkastning som SPs formål.

Staten har imidlertid to overordende utfordringer som finansiell investor, etter vårt syn:

- Hvordan kombinere statens ambisjon om å være en internasjonalt ledende SRI, med behovet for å gi veldefinerte og etterprøvbare investeringsmandat til forvalterne som skal gjøre investeringene på statens vegne?
- Hvordan videreutvikle og forbedre virkemidlene som brukes for å sikre høye etiske standarder i investeringene, og samtidig tilpasse bruken av disse virkemidlene til investeringsmandatene for de ulike deler av statens finansielle portefølje?

STATEN SOM SRI

Statens samfunnsansvar som finansiell investor blir vurdert ut fra statens *samlede* finansielle portefølje, ikke bare SPU. Denne porteføljen består foruten SPU også av SPN, Norfund og Argentum. I tillegg har selvsagt staten store direkte investeringer i

en rekke selskap (f.eks. StatoilHydro, Telenor, DnB NOR). I direkte investeringer utøves eierskapet gjennom styre og generalforsamling, noe som gjør staten direkte ansvarlig for at virksomheten er etisk forsvarlig. I denne høringsuttalelsen er drøftingen imidlertid avgrenset til statens finansielle investeringer, som alltid innebærer at det er minst ett ledd mellom staten og den direkte utøvelsen av eierskapet i enkeltselskap.

Alle typer av statlige investeringer må altså ivareta høye krav til etisk standard i spørsmål om bl.a. arbeidstakerrettigheter, korrupsjon, barnearbeid og miljø. I diskusjonen rundt mandatet for SP er det blitt foreslått at deler av Pensjonsfondet burde investeres med et mandat basert på positiv utvelgelse av investeringsobjektene, altså med sikte på å ivareta visse ikke-finansielle mål. For eksempel er det foreslått at SP bør investere deler av kapitalen i fattige land, slik President Zoellick i Verdensbanken har anbefalt (1 % av kapitalen til Afrika). Alternativt kunne en del av kapitalen investeres i fornybar energi eller miljøteknologi.

Norfunds syn er at staten samlet sett må opptre som sosialt ansvarlig investor, og derfor være villig til å bygge inn også ikke-finansielle hensyn i sin samlede portefølje. Derimot er det ikke nødvendig at slike hensyn gjennomføres i hvert eneste av statens investeringsfond.

Vi oppfatter at staten fortsatt ønsker å være ledende internasjonalt når det gjelder å ta etiske hensyn i sine investeringer. Det innebærer at staten har finansiell avkastning som formål, men må samtidig ta hensyn til etiske og miljømessige krav bla ved inkorporering av ESG-hensyn (”environmental, social and governance issues”), også kalt ekstra-finansielle hensyn. Kombinasjonen av disse to hensyn er et klart kjennetegn ved Norfund.

NORFUND SOM ANSVARLIG INVESTOR

Norfund bruker IFCs Performance Standards som referanse i våre investeringer og lån. Equator Principles er et liknende system. For staten er det videre naturlig å ta utgangspunkt i ”Universal Owner Hypothesis” (UO) for hele porteføljen. OU har relevans for store, bredt diversifiserte og langsiktige investorer som har egeninteresse av å ta hensyn til negative eksternaliteter (f.eks. korrupsjon) og tilskynde positive eksternaliteter (eks god virksomhetsledelse). Å legge UO til grunn for investeringsfilosofien innebærer at man har interesse av å medvirke til en bærekraftig utvikling.

Norfunds oppdrag forener bistandspolitiske mål med krav om lønnsomhet. For Norfund er det helt naturlig å legge UO til grunn for investeringene. Men våre investeringsprinsipper går lenger enn det: Norfund skal i noen grad tilstrebe ESG- og utviklingspolitiske mål *selv om det går på bekostning av finansiell lønnsomhet*. For eksempel er vi villige til å ta betydelig høyere risiko, ikke minst landrisiko, enn normale private investorer. Norfund er faktisk villig til å bruke store ressurser på å forbedre virksomhetsledelsen (”good governance”), løfte miljøstandardene eller skape bedre arbeids- og sosiale forhold for ansatte og nærmiljø.

Vår begrunnelse for dette er todelt: vi har et ansvar for å forbedre forholdene i de enkeltbedriftene vi eier, men i neste omgang kan dette medvirke til at resten av næringslivet i angjeldende land følger eksempelet vi setter. På dette området likner Norfunds utøvelse av eierskap i prinsippet på den måten staten utøver eierskap i de selskapene staten selv har direkte eierskap i (eks StatoilHydro, Telenor mv). Det stilles her krav om at selskapene skal være ledende på ESG-området i de markedene man opererer.

Kravet til lønnsomhet er grunnleggende, både for staten i utøvelse av sitt eierskap i norske selskaper, og for Norfund i våre markeder. Begrunnelsen er selvsagt at lønnsomhet er en fundamental forutsetning for langsiktig bærekraft. Når Norfund i noen sammenhenger mener at bedriftene bør gå vesentlig lenger enn det som er akseptert i angjeldende land og det andre eiere er enig i, bruker vi bistandsmidler (gavemidler) til å dekke merkostnadene.

VIRKEMIDLER FOR SRI

I høringsnotatet skilles det mellom tre ulike virkemidler som en etiske ansvarlig investor kan ta i bruk:

1. Eksklusjon
2. Eierskapsutøvelse
3. Positiv utvelgelse

Vekten på disse virkemidlene varierer mellom SPU, SPN, Argentum og Norfund, noe som reflekterer ulike investeringsmandat og ulik kompetanse hos forvalterne: Norfund og Argentum vektlegger positiv utvelgelse og eierskapsutøvelse, mens SPU benytter eksklusjon som viktigste virkemiddel. SPN likner i denne sammenheng mer på Norfund fordi utvelgelse av enkeltselskap som det skal investeres i er viktig, samtidig som utøvelsen av eierskapet spiller en sentral rolle.

For Norfund er eierskapsutøvelsen enda viktigere fordi vi i deler av porteføljen (fornybar energi og andre direkte investeringer) ofte sitter i styrene i selskapene (slik staten gjør i sine direkte eierskap i industribedrifter i Norge).

Tabell 1: Bruken av virkemidlene i statens ulike investeringsfond

	Eksklusjon	**Eierskapsutøvelse**	**Positiv utvelgelse**
SPU	XX	X	X
SPN	X	XXX	XXX
Argentum	X	XX	XXX
Norfund	XXX	XXX	XXX

Forklaring: Antall X angir betydningen av eller vektleggingen av virkemiddelet.

Norfunds eksklusjonsliste er mer omfattende enn SPUs. Norfund benytter Verdensbankens ”Exclusion list” (se vedlegg nr 1), som angir en lang rekke sektorer

der vi ikke skal investere, bla. tobakk, alkohol og våpenindustri. SPUs eksklusjonsliste er i første rekke opptatt av ikke å bidra til barnearbeid og produksjon av spesielle typer våpen.

Videre skjer Norfunds eierskapsutøvelsen enten:

- gjennom fastsettelse av mandat for investeringsfond der vi går inn,
- ved oppfølging av retningslinjene gjennom løpende kontakt med forvalter og besøk ved utvalgte enkeltinvesteringer, eller
- ved direkte styredeltakelse eller annen løpende kontakt med de bedrifter der vi investerer direkte.

Den positive utvelgelsen er dels knyttet til en geografisk avgrensing (hovedsakelig til østlige og sørlige Afrika, Mellom-Amerika og fire utvalgte land i Sørøst-Asia), dels til sektorer der det finnes betydelig kompetanse i Norge (fornybar energi og finanssektoren) og dels til prosjekter med stor utviklingseffekt, særlig i de minst utviklede landene (MUL).

Valget av virkemidler reflekterer fondenes ulike karakter, fra SPU som investerer i svært likvide og velregulerte markeder, via Argentum som investerer i investeringsfond for unoterte aksjer (”private equity” fond-i-fond), til Norfund som har en blanding av fond-i-fond-investeringer (35 %) og direkteinvesteringer i enkelte bedrifter (65 %), ofte med begrenset omsettelighet av aksjene. SPN velger ut alle sine enkeltinvesteringer i hovedsakelig omsettelige aksjer i bedrifter i Norge og Norden.

Et annet viktig skille mellom SPU og SPN er at sistnevnte er et så stort fond relativt til markedet (Norge og Norden) at store eierposter i enkeltselskap begrenser fondets handlingsrom på kort sikt. Årsaken er at umiddelbare salg av aksjeposter i selskapene vil ha en vesentlig virkning på aksjekursen, noe som begrenser likviditeten i fondet selv om aksjemarkedet som sådan er likvid.

OM EKSKLUSJON

Norfund er enig i at det fortsatt skal være et klart skille mellom den norske stats relasjoner til andre land, og SPUs investeringspolicy. Vi støtter også høringsnotatets begrunnelse for at arbeidet mot skatteunndragelse og bortgjemmingsstater bare kan lykkes gjennom internasjonalt samarbeid, og ikke ved å bli bygget inn som et kriterium for utelukkelse av enkeltselskaper. Vi tror derfor at dagens praksis på disse områdene må videreføres.

Er det hensiktsmessig med *mer* omfattende lister av sektorer, type aktiviteter eller land som SPU bør unngå av etiske grunner? La oss minne om Norfunds ”exclusion list” (vedlegg nr 1) som er betydelig mer omfattende en SPUs. Det er imidlertid gode grunner til dette:

- Norfund bruker listen til å velge ut relativt små enkeltselskaper i spesifikke utviklingsland. Det er vanligvis uproblematisk å avgjøre om en bedrift faller innenfor eller utenfor listen.

- For SPU er derimot oppgaven å investere meget spredt i de fleste av verdens store selskaper og konsern. Avgrensningen av virkesomheten er da ofte meget vanskelig.
- Det etiske ansvaret for investeringene er også forskjellig mellom aktivt å velge ut en liten eller mellomstor bedrift som man tilfører kapital for vekst, eller en ubetydelig aksjepost i et globalt konsern.

Når det gjelder det geografiske universet, bør investeringer av den type som i dag gjøres av SPU avgrenses til velregulerte markeder og land. Imidlertid ser vi meget positivt på at det geografiske investeringsuniverset gradvis er utvidet i tråd med at kapitalmarkedene modnes i mange u-land. Her må tilføyes at skal man gå inn i de fattigste landene, vil som hovedregel forholdene ikke ligge til rette for indeksfondsforvaltning fordi markedene er svakt utviklet (lav likviditet) og risikoen mht rammevilkår, governance og politikk er for stor.

I u-land må man derfor velge forvaltere med spesialistkompetanse på investering i selskaper omsatt på svakt utviklede børser og i ”private equity” utenfor børs. Det vil kreves betydelig kunnskap om det enkelte investeringsobjekt, utøvelsen av eierskapet og ikke minst vil det være viktig å sikre hvordan man kan selge seg ut av selskapene (exit strategi) når det er ønskelig. Slik NBIM er organisert i dag er man ikke særlig egnet for å gjennomføre slike investeringer.

OM UTTREKK FRA SELSKAPER

Et viktig virkemiddel for en SRI er uttrekk (exit ved salg eller på annen måte) av enkeltengasjement. Vår erfaring er at det ofte eksisterer et dilemma i valget mellom å fortsette anstrengelsene for å forbedre forholdene, eller trekke seg ut. Ved å trekke seg ut mister man all innflytelse på situasjonen, ofte med den konsekvens at forholdene blir dårligere fordi andre (ofte lokale) eiere er mindre opptatt av etiske hensyn. For Norfunds del må det dessuten tilføyes at et raskt uttrekk fra lite likvide investeringer ofte har store finansielle kostnader og lett fører til betydelige økonomiske gevinster for andre eiere som man i utgangspunktet mener ikke respekterer etiske regler for adferd. Videre vil uttrekk også ofte påføre ansatte og nærmiljø betydelige kostnader. Hovedstrategien er derfor å bruke eierskap eller betingelser inntatt i låneavtaler aktivt til å forbedre situasjonen.

Dilemmaene er imidlertid mange. Vi ønsker å styrke lokalt eierskap i bedriftene, og bruke lokale leverandører og samarbeidspartnere og mest mulig lokal arbeidskraft. På ulike måter øker det utfordringene, og reduserer vår mulighet til å kontrollere og styre det som skjer slik at fundamentale etiske hensyn respekteres. Alternativt kan man, for eksempel ved utbygging av vannkraftprosjekter, bruke utenlandske entreprenører, et stort antall utenlandske ledere og mellomledere og utstyr levert fra internasjonale selskap. Det gjør det lettere å sikre at utbyggingene skjer på en måte som følger internasjonale regler og etiske standarder, men reduserer ringvirkningene til lokalt næringsliv som vi etterstreber.

I forhold til SPU er vi enige i behovet for å bedre koordineringen mellom etikkrådets arbeid med å avklare alvorlige etiske brudd som kan reise spørsmålet om uttrekk, og

NBIMs ansvar for utøvelsen av eierskapet (dvs. gjennomføring av selve uttrekket). Det ville i denne sammenheng være en betydelig forbedring om virkemidlene ble sett i sammenheng, slik at den samlede virkemiddelbruken ble gradert. Uttrekk bør fortsatt bare benyttes i meget begrenset omfang når bruddene på de etiske reglene er alvorlig og det er åpenbart at utøvelse av eierskap ikke vil føre til forbedring i situasjonen. Ideelt sett bør virkemidlene utøves av samme institusjon og ikke slik som i dag. I denne sammenheng burde man vurdere om ikke Etikkrådet burde fremme sine anbefalinger for NBIM i stedet for til departementet.

OM POSITIV UTVELGELSE

Norfund legger Johnsen/Gjølbergs konklusjoner til grunn om at det neppe er hensiktsmessig å introdusere positiv utvelgelse i SPU av de grunner som angis i deres rapport. Forskningslitteraturen gir empirisk belegg for at ulike former for positiv utvelgelse på denne type fond kan eller vil ha betydning for den finansielle avkastningen. Videre vil beslutningen om hva som skal positivt utvelges reise vurderingsmessige og avgrensingsmessige spørsmål av en helt annen art en dem som i dag skjer i NBIM.

Spørsmålet om positiv utvelgelse er altså i stor grad er et spørsmål om type forvaltning. Mens SPN selv velger hvert enkelt selskap som kjøpes, størrelse på posisjonen og tidspunkt for salg, har SPU et mandat som i sum framstår som indeksliknende forvaltning. Riktignok har SPU et betydelig antall av både interne og eksterne forvaltere, men den relative volatiliteten ("tracking error") i forhold til referanseporteføljen er begrenset oppad til 1,5 %, og selv denne grensen har vist seg vanskelig for NBIM å komme opp mot, med gjennomsnittlig tracking error på kun 0,42 % i perioden 1997 – 2007.

God forvaltning forutsetter klare mandat og veldefinerte ansvarsforhold mellom investor/eier og forvalter. Videre at mandatene bør være fokuserte og avgrensede. Kompetanse er her avgjørende. De kravene som stilles til SPU i store, likvide markeder er ulik den kompetansen som kreves ved investeringer i betydelige enkeltaksjeposter i Norden (eks SPN), og svært ulik den som kreves ved ”private equity” i fremvoksende markeder og spesielle sektorer (eks fornybar energi).

Johansen/Gjølbergs studie har relevans for store, veldiversifiserte fond av SPUs type, men besvarer ikke spørsmålet om staten i sin totalportefølje bør ha fond med helt andre mandat, slik man har i dag i form av for eksempel SPN. I den grad man finner det ønskelig med positiv utvelgelse blir dette en diskusjon om det er ønskelig å investere i fond eller instrumenter med mer spesifiserte mandat enn SPU. Dette er også Johansen/Gjølbergs anbefaling: ”I den grad staten av andre årsaker ønsker å foreta slike investeringer, bør dette skje i separate fond eller institusjoner utenfor SPU og Norges Bank”. Etter Norfunds vurdering er altså ikke spørsmålet for SP om man skal benytte positiv utvelgelse, for det gjør SPN allerede.

Spørsmålet er dels om SPU også bør benytte positiv utvelgelse, og om det bør gjøres investeringer utenfor SPU/SPN som kan karakteriseres som positiv utvelgelse. Vår vurdering er at Gjølberg og Johansen gir en god empirisk dokumentasjon for at positiv

utvelgelse innenfor indeksfondsliknende mandater neppe er hensiktsmessig, bla fordi man da ofte må begrense investeringsuniverset. Vi vil også tilføye at den kompetansen som skal til for å gjøre slike investeringer er svært forskjellig fra den som kreves ved indeksliknende forvaltning. Som hovedregel er man tjent med fokuserte mandater og forvaltere som rendyrker en begrenset form for investering, fremfor å utvikle svært komplekse forvaltermiljøer med del-miljøer med svært heterogene kompetanseprofiler.

Hvorvidt SP bør utvikle mer spesialiserte og andre investeringsporteføljer enn i dag, er et annet spørsmål. Vår vurdering er at både størrelsen på SP og hensynet til å være en SRI gjør det naturlig å reise dette spørsmålet, og at det i første rekke bør vurderes om ikke aktiva klassen ”private equity” bør inkluderes også i SPs portefølje. Denne aktivaklassen kan geografisk både rettes mot Norge/Norden, slik Argentum gjør, andre industrialiserte land og utviklingsland der Norfund i dag investerer bredt i slike instrumenter.

Verdensbankens forslag om å investere 1 % av SP i Afrika, og det arbeidet som der gjøres av IFC (Verdensbankens organ for næringsutvikling) for å utvikle et slikt fond-i-fond-konsept, kan åpne for investeringer i fattige land. Et annet nærliggende alternativ er at staten selv eller i samarbeid med private interesser setter opp en forvalter i Norge med et mandat om å investere på kommersielle betingelser i de land det SPU i dag ikke selv skal eller bør investere. Norges sterke kompetanse på både fossil og fornybar energi reiser spørsmålet om et sektorfond med en slik profil. Slike investeringer vil uansett avgjøres av om det finnes eller kan etableres forvaltere med den rette kompetansen.

Et viktig spørsmål er hvordan en eventuell beslutning om positiv utvelgelse bør gjøres. Innledningsvis er det viktig å understreke at det klare skillet mellom statsbudsjettet og SP må videreføres. Det innbærer at det kan være fornuftig med en politisk beslutning om å åpne for mer positiv utvelgelse, og gi overordnede føringer for hvordan hensynet til at staten som finansiell investor skal ta bredere samfunnshensyn (SRI). Men innenfor slike overordnede retningslinjer bør det være FIN som på faglig grunnlag (etter råd fra SPI/SPU og andre) fremmer forslag til relevante mandat for en slik forvaltning. Gjennom fornuftige beslutninger om å investere i ”private equity” eller sektorfond for fornybar energi, vil staten kunne innrette sin samlede finansielle portefølje på en måte som gjør at vår profil som SRI er blant de beste i verden og kan sammenliknes med andre store pensjonsfond og Sovereign Wealth funds.

NORFUNDS ANBEFALINGER

1. PRIVATE EQUITY:

Norfund foreslår å utvide investeringsmandatet til SP til å inkludere en egen avsetning til Private Equity som aktivaklasse. Innenfor denne aktivaklassen bør det gjøres egne avsetninger til investeringer i utviklingsland som både tilfredsstiller krav til risikojustert avkastning og utviklingseffekter.

”Private equity” som aktivaklasse brukes ikke av SPU i dag, og innføring av denne type investeringsverktøy er en forutsetning for å gjøre investeringer av en viss størrelse i de fleste utviklingsland. Det kan videre argumenteres for at denne type investeringer har større utviklingseffekter enn børstransaksjoner, ettersom denne type transaksjoner som regel vil bringe ny kapital inn i de aktuelle selskapene. Dette vil i større grad bidra til vekst i de aktuelle selskapene, og i økonomien generelt, og være en positiv bidragsyter til å skape arbeidsplasser. Dessuten åpner ”private equity” opp for en mer aktiv kontroll av virksomheten, og gir rom for større innflytelse på kvaliteten på virksomhetsledelsen.

Etter vår vurdering bør det åpnes for investeringer i ”private equity” også i de utviklede økonomiene. Større fond som Calpers, Yale Endowment, Colorado Pera og Stanford Endowment har typiske avsetninger til denne aktivaklassen i størrelsesorden 5–25 %. De kommersielle argumentene for dette er sterke diversifisering og muligheter for forbedret avkastning.

Kompetanse er sentralt for utvidelsen av mandatet som Norfund foreslår. Vi mener det er viktig å bygge på de eksisterende miljøer for ”private equity” i Norge i dag: Argentum og Norfund. Det er imidlertid utenfor Norfunds rolle i denne sammenhengen å gå videre inn i organiseringen av forvaltningen.

2. INVESTERINGSFOND FOR FORNYBAR ENERGI:

På grunn av Norges sterke industrielle kompetanse innenfor energi, ikke minst fornybar energi, bør det også vurderes å sette opp et eget investeringsfond med dette som mandat. Et slikt fond kunne investere i fornybar energi i utviklingsland sammen med norske og utenlandske partnere, og gjennom det vise at det er mulig å forene utvikling og globale miljøhensyn på en lønnsom måte.

Vedlegg: 1.