



NORGES BANK

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 02.12.2015
Deres ref.:
Vår ref.:

Statens pensjonsfond utland – investeringer i infrastruktur

Finansdepartementet varslet i desember 2014 at det skal utredes om det skal åpnes for investeringer i unotert infrastruktur i Statens pensjonsfond utland (SPU). Departementet ber i brev 26. mars 2015 Norges Bank om å bidra med analyser og vurderinger av hvordan infrastrukturinvesteringer kan bidra til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Våre vurderinger følger i dette brevet. Departementet har også bedt banken vurdere rammen for eiendomsinvesteringer, og hvordan investeringer i eiendom og infrastruktur bør reguleres i mandatet fra departementet. Disse to spørsmålene er besvart i egne brev fra Norges Bank.

Norges Bank gav 20. oktober 2006 råd om at inntil ti prosent av fondet skulle kunne investeres i eiendom og infrastruktur.¹ Banken gjentok rådet om at fondet burde kunne investeres i unotert infrastruktur i to brev 6. juli 2010.² Vi skrev 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.

I dette brevet beskriver vi innledningsvis hvordan infrastrukturinvesteringer kan påvirke forholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Deretter beskriver vi markedet for infrastrukturinvesteringer i fornybar energi og infrastruktur i mindre modne markeder. Bankens råd oppsummeres i siste del av brevet. Bankens vurderinger og råd bygger på analysene i tre diskusjonsnotater som vil bli publisert på bankens hjemmesider.³

¹ Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond – Utland (Norges Bank 20.10.2006).

² Utvikling av investeringsstrategien til Statens pensjonsfond utland (Norges Bank 6.7.2010); En vurdering av grunnlaget for unoterte investeringer rettet mot miljø og bærekraftig vekst (Norges Bank 6.7.2010).

³ NBIM Diskusjonsnotat 2/2013 Infrastruktur investeringer, NBIM Diskusjonsnotat 4/2015 Fornybar energi, NBIM Diskusjonsnotat 5/2015 Infrastrukturinvesteringer i mindre modne markeder.

Investeringer i infrastruktur – avkastnings- og risikoegenskaper

Infrastrukturinvesteringer omfatter et bredt sett av forskjellige typer anlegg med lang levetid, som for eksempel veier, havner, flyplasser, vann- og avløpsnett, kraftforsyning og telekommunikasjon. Driften av slike anlegg er normalt gjenstand for offentlig regulering. Bruken av tjenestene vil i ulik grad variere med økonomisk vekst. Prisen brukerne betaler for tjenesten vil også i ulik grad justeres i tråd med utviklingen i vekst og inflasjon. Disse egenskapene tilsier at sammenhengen mellom avkastningen på en investering i infrastruktur og endringer i makrovariable som vekst og inflasjon ikke er entydige, men vil variere mellom typer av infrastrukturinvesteringer.

Verdien av infrastrukturanlegg globalt er på usikkert grunnlag estimert til om lag 20 000 milliarder amerikanske dollar, hvorav henholdsvis 75 prosent er i offentlig eie og 25 prosent i privat eie.⁴ En privat investor som vurderer å investere i infrastruktur, har flere typer finansielle instrumenter å velge mellom. Ett skille går mellom gjeld og egenkapital, et annet går mellom børsnoterte og unoterte investeringer, og et tredje går mellom direkteinvesteringer og fondsinvesteringer. Fondet er allerede i dag investert i børsnoterte infrastrukturselskaper og omsettelige obligasjoner utstedt av infrastrukturselskaper. Når banken nå er bedt av departementet om å vurdere investeringer i unotert infrastruktur, tilsier fondets størrelse at direkteinvesteringer i gjeld og egenkapital er de mest aktuelle alternativene.

En mulig tilnærming for å si noe om avkastnings- og risikoegenskapene ved direkteinvesteringer i unotert infrastruktur er å analysere graden av samvariasjon mellom avkastningen fra slike investeringer og avkastningen fra fondets øvrige investeringer på basis av historiske tidsserier. Studier gjennomført på basis av tidsserier av data for unoterte infrastrukturinvesteringer viser en lav samvariasjon med fondets øvrige investeringer og et attraktivt bytteforhold mellom avkastning og risiko.⁵ Tilgjengelige tidsserier for unoterte infrastrukturinvesteringer omfatter imidlertid et begrenset antall transaksjoner i få land. For å få et bredere bilde, kan et alternativ være å bruke tidsserier for børsnoterte infrastrukturselskaper. Det finnes imidlertid få rendyrkede selskaper for drift av infrastrukturanlegg. Kursutviklingen på disse aksjene vil generelt samvariere med den generelle utviklingen i aksjemarkedet og ikke nødvendigvis representere egenskapene ved den typen investeringer vi her diskuterer.⁶ Vi vil derfor være forsiktige med å generalisere på grunnlag av slike analyser.

Direkteinvesteringer i infrastruktur er beløpsmessig store og lite likvide, og prosjektene har lang varighet. Investeringsmulighetene oppstår ved ujevne mellomrom, og investeringene kan være utfordrende å omsette. Investorer vil normalt kreve å bli kompensert for illikviditeten i slike investeringer. Fondet er godt egnet til å gjennomføre slike investeringer. Sannsynligheten for store, uventede uttak fra fondet er begrenset, og en stor del av fondet vil uansett være plassert i aktiva som vil kunne realiseres raskt. Sannsynligheten for å komme i

⁴ RARE guide to listed versus unlisted infrastructure, RARE (2013)

⁵ Se NBIM Diskusjonsnotat 2/2013 Infrastrukturinvesteringer.

⁶ Våre beregninger viser at indeksen UBS Infrastructure (børsnoterte infrastrukturselskaper) har en såkalt beta mot det brede aksjemarkedet (FTSE Global All Cap) på 0,8 mens unoterte infrastruktur indekser som CSFS indeksen og CEPRES indeksen viser en beta mot det brede aksjemarkedet på 0.

en posisjon hvor vi må selge en av våre infrastrukturinvesteringer er derfor liten. Fondet er også godt egnet til å investere i prosjekter med lang varighet.

Investeringer i unotert infrastruktur innebærer en direkte eksponering mot regulatorisk risiko. Denne risikoen må vurderes grundig i forkant av hver investering. Fondet er i utgangspunktet ikke bedre egnet til å bære regulatorisk risiko enn andre investorer. En mulig strategi kan være å begrense investeringene til jurisdiksjoner med et velfungerende rettssystem og hvor myndighetene har erfaring med private eiere av infrastruktur.

Antallet land og sektorer med stort innslag av privat kapital til finansiering av infrastruktur har til nå vært begrenset.⁷ En portefølje av infrastrukturinvesteringer vil derfor ofte bestå av et forholdsvis lite antall investeringer i et mindre antall sektorer og land. Dette tilsier at risikoen ved enkeltinvesteringer vil være den viktigste risikoen selv i en stor portefølje med infrastrukturinvesteringer. Fondet er en global investor og kan vurdere investeringsmulighetene uavhengig av i hvilket land eller valuta de oppstår. Fordi fondet er investert i så å si alle land og valuta, er det mulig å styre den samlede risikoen i fondet gjennom tilpasninger av fondets øvrige investeringer.

Avkastnings- og risikoegenskapene ved infrastrukturinvesteringer vil generelt variere med typen anlegg, om det er et utviklingsprosjekt eller et anlegg som allerede er i drift, hvilket land eller region investeringen gjennomføres i, hvordan kontrakten er utformet og valg av finansielt instrument. Begrenset tilgang på data innebærer at en beslutning om å åpne for unoterte infrastrukturinvesteringer i fondet i stor grad vil måtte basere seg på kvalitative og fremadskuende vurderinger av avkastnings- og risikoegenskapene. 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.

Banken mener det rimelig å anta at investeringer i unotert infrastruktur på sikt vil kunne gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko i fondet. Fondets størrelse og langsiktighet kan tilsa at fondet er godt egnet til å investere i enkelte typer infrastruktur.

Investeringer i infrastruktur – fornybar energi og infrastruktur i mindre modne markeder

Departementet har bedt banken beskrive delmarkedene for investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi og infrastruktur i fremvoksende markeder. Disse to delmarkedene er beskrevet i mer detalj i NBIM Diskusjonsnotat 4/2015 Fornybar energi og NBIM Diskusjonsnotat 5/2015 Infrastrukturinvesteringer i mindre modne markeder. Begrepet mindre modne markeder omfatter investeringer i land klassifisert som lav- og mellominntektsland av Verdensbanken.

Lokal forurensning, klimaendringer og målet om å begrense global oppvarming, har bidratt til at myndighetene i stadig flere land har satt mål for hvor stor andel fornybar energi skal

⁷ Unoterte infrastrukturinvesteringer har til nå i all hovedsak vært konsentrert til anglosaksiske land. Dette kan endre seg fremover.

utgjøre av total energiforsyning. Investeringer i fornybar energiproduksjon har de siste årene ligget mellom 350 og 400 milliarder amerikanske dollar årlig, og er forventet å øke fremover.⁸ Det meste av dette har vært finansiert med privat kapital. Risikoen ved slike investeringer fremstår i dag som noe lavere enn da banken sist vurderte spørsmålet i 2010. Veksten i bruken av fornybar energi har økt, og kostnadene har falt betydelig takket være teknologiutvikling og stordriftsfordeler.⁹ Endringer i eksisterende rammevilkår og subsidier kan imidlertid bidra til å gjøre investeringene ulønnsomme. Dette representerer fortsatt en vesentlig risiko som må vurderes grundig i forkant av investeringene.

Infrastrukturinvesteringer i mindre modne markeder er estimert til 800-900 milliarder amerikanske dollar årlig, hvorav private investeringer anslås til i underkant av 200 milliarder dollar.¹⁰ Latin-Amerika, India og Tyrkia har sett betydelige private infrastrukturinvesteringer. I mindre modne markeder er det først og fremst behov for investeringer i ny infrastruktur. En investor må derfor være villig til å påta seg utviklings- og prosjektrisiko. Videre vil dette ofte være land med svakere institusjoner og mindre velfungerende rettssystemer, og investorer må derfor akseptere en høyere regulatorisk risiko enn ved investeringer i mer utviklede markeder. Risikoen for å bli utsatt for korrupsjon kan også være større i slike markeder. Investeringer i samarbeid med institusjoner med lang erfaring fra disse markedene vil kunne redusere risikoen i prosjektene noe.

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. Infrastrukturinvesteringer i mindre modne markeder vil være mer krevende.

Investeringer i infrastruktur – bankens råd

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.¹¹ Det er betydelige variasjoner mellom hvor mye ulike fond har investert i unotert infrastruktur. Enkelte kanadiske og australske pensjonsfond har investert opp mot 15 prosent av porteføljen i unotert infrastruktur, mens andre fond har valgt å ikke investere i unotert infrastruktur i det hele tatt.¹² De siste årene har det blitt lansert flere nasjonale, regionale og globale infrastrukturinitiativer. Dette kan resultere i interessante investeringsmuligheter for en langsiktig investor.

Banken vil tilnærme seg investeringsmulighetene og bygge kompetanse gradvis på samme måte som da vi gjorde de første investeringene i eiendom, dersom departementet åpner for unoterte investeringer i infrastruktur. Det vil i første omgang være aktuelt å vurdere

⁸ Se World Energy Outlook 2015, fra International Energy Agency (IEA). I tillegg til nye investeringer, inkluderer dette tallet oppkjøpstransaksjoner.

⁹ Brev fra Norges Bank 6. juli 2010: En vurdering av grunnlaget for unoterte innvesteringer rettet mot miljø og bærekraftig vekst.

¹⁰ Battacharya et al. (2013), Infrastructure for development meeting the challenges, Policy paper, Centre for Climate Change Economics and Policy Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment

¹¹ Se Inderst (2013), Private Infrastructure Finance and Investment in Europe, EIB Working Papers 2013/02 for en nærmere redegjørelse.

¹² Della Croce R. and J. Yermo, Institutional Investors and Infrastructure Financing, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No. 36.

investeringer i infrastruktur med stor grad av sikkerhet om fremtidig inntjening. De første investeringene vil konsentreres til de mest utviklede landene, og det vil være aktuelt å vurdere direkteinvesteringer i både gjeld og egenkapital. GRESB har startet arbeidet med å utvikle en global rapporteringsstandard for bærekraft i markedet for infrastruktur, og det vil være naturlig for banken å ta del i dette arbeidet.¹³

Det vil ikke være naturlig for banken å gjennomføre de første infrastrukturinvesteringene på egenhånd. En mulig tilnærming kan være å investere sammen med selskaper banken allerede kjenner som vurderer å hente inn privat kapital for finansiering av enkeltprosjekter. 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.

Unoterte infrastrukturinvesteringer er ikke-standardiserte, mer kostnadskrevene og fordrer en annen oppfølging enn noterte investeringer. Forvaltningen av infrastrukturinvesteringer kan gjennomføres med vesentlig færre ansatte enn forvaltningen av eiendomsinvesteringer. Unoterte egenkapitalinvesteringer i infrastruktur vil i stor grad vil bli foretatt gjennom datterselskaper for å begrense Norges Banks ansvar. Investeringer i unotert infrastruktur vil, så langt banken har kunnet avdekke, ikke reise nye skattemessige utfordringer utover de vi allerede kjenner fra eiendom.

Bankens råd er at departementet bør åpne for unoterte infrastrukturinvesteringer, men at det nå ikke settes et konkret mål for hvor stor andel av fondet slike investeringer skal utgjøre. Andelen av fondet investert i infrastruktur de nærmeste årene vil uansett være liten. Investeringmulighetene vil variere over tid og det er u hensiktsmessig å forplikte seg til å følge et bestemt tempo i oppbygningen av fondets infrastrukturinvesteringer.

Banken mener det bør åpnes for unoterte infrastrukturinvesteringer i fondet, og at rammen for slike investeringer i denne omgang angis som et intervall mellom null og fem prosent av fondets samlede forvaltningskapital. Bankens vil kunne bygge på eksisterende kompetanse i den operative gjennomføringen av unoterte investeringer i infrastruktur.

Med hilsen



Jon Nicolaisen



Yngve Slyngstad

¹³ GRESB arbeider med å etablere standarder for å kunne måle og rapportere bærekraft i markedet for unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur. Se <https://www.gresb.com> for en nærmere beskrivelse.