



# UTREDNING OM UNOTERTE INVESTERINGER I INFRASTRUKTUR

---

Utarbeidet for Folketrygdfondet

R-2014-006



**Dokumentdetaljer**

---

Pöyry-rapport nr.	R-2014-006
Prosjektnr.	5ZX247666
ISBN	
ISSN	0803-5113
Interne koder	KSB/PIL
Dato for ferdigstilling	15. september 2014
Tilgjengelighet	Fortrolig

**Kontakt detaljer**

---

**Oslo****Pöyry Management Consulting (Norway) AS**

Postboks 706 Sentrum,  
0106 Oslo

Besøksadresse:  
Grensen 16, Oslo

Telefon: 45 40 50 00

Telefaks: 22 41 19 00

e-post: [oslo.econ@poyry.com](mailto:oslo.econ@poyry.com)

Web: <http://www.poyry.no>

Org.nr: 960 416 090

---

**Copyright © 2013 Pöyry Management Consulting (Norway) AS**

## DISCLAIMER/ANSVARSKRIVELSE OG RETTIGHETER

Denne rapporten er utarbeidet av Pöyry Management Consulting (Norway) AS ("Pöyry") for Folketrygdfondet ("Mottakeren") i samsvar med Avtalen mellom Pöyry og Mottakeren.

Pöyry kan ikke holdes økonomisk eller på annen måte ansvarlig for beslutninger tatt eller handlinger utført på bakgrunn av innholdet i denne rapporten.

Pöyry baserer sine analyser på offentlig tilgjengelige data og informasjon, egne data og data eller informasjon som blir gjort tilgjengelige for oss i forbindelse med spesifikke oppdrag. Vi vurderer alltid om kvaliteten på dataene er god nok til at de kan brukes i våre analyser, men kan likevel ikke garantere for kvalitet og sannferdighet i data vi ikke selv eier rettighetene til. Usikkerhet er et element i alle analyser. Som en del av metode-dokumentasjonen til våre analyser forsøker vi alltid å synliggjøre og drøfte usikkerhetsfaktorene.

Alle rettigheter til denne rapporten er uttømmende regulert i Avtalen mellom Pöyry og Mottakeren.

## INNHold

<b>SAMMENDRAG OG KONKLUSJONER.....</b>	<b>1</b>
<b>1 INTRODUKSJON.....</b>	<b>4</b>
<b>2 INFRASTRUKTUR SOM AKTIVAKLASSE.....</b>	<b>5</b>
2.1 Definisjoner og avgrensninger av infrastrukturmarkedene .....	5
2.2 Fordeler ved infrastrukturinvesteringer .....	6
2.3 Ulemper/risiki ved infrastrukturinvesteringer .....	7
2.4 Avkastnings-, risiko- og korrelasjonsegenskaper .....	8
<b>3 STATUS FOR INFRASTRUKTURMARKEDENE.....</b>	<b>9</b>
3.1 Infrastrukturmarkedene internasjonalt vokser raskt.....	9
3.2 Norsk infrastruktur i stor grad offentlig eid .....	10
3.2.1 Stort kapitalbehov i norsk infrastruktur, spesielt innen samferdsel og energisektoren .....	10
3.2.2 Dagens finansieringsmodeller .....	11
3.3 Institusjonelle investorers rolle i Norge .....	13
3.3.1 Et svært begrenset marked tilgjengelig for institusjonelle investorer i dag	13
3.3.2 Barrierer som kan hindre utviklingen av et infrastrukturmarked hvor finansielle investorer deltar .....	14
3.3.3 Utvikling som tilsier at nye segment kan bli tilgjengelige .....	15
3.4 Situasjonen i Norden for øvrig .....	16
<b>4 FOLKETRYGDFONDET SOM INFRASTRUKTURINVESTOR.....</b>	<b>19</b>
4.1 Fondets fortrinn og ulemper i infrastrukturmarkedet .....	19
4.2 Direkte investering i infrastruktur stiller særskilte krav til organisasjonen .....	20
<b>5 UTFORMING AV MANDATER.....</b>	<b>22</b>
<b>REFERANSER .....</b>	<b>24</b>

## SAMMENDRAG OG KONKLUSJONER

### *Infrastrukturaktiva er attraktive for forvaltere av langsiktig sparekapital*

Infrastruktur er det nettverk av faste anlegg som danner grunnlag for at virksomheter og privatpersoner kan fungere effektivt, slik som veier, jernbane, kraftnett, og vann- og avløpssystemer. Høye kapitalkostnader gjør at det sjelden er samfunns- og bedriftsøkonomisk hensiktsmessig å etablere parallell infrastruktur innenfor samme sektor og geografiske område. Aktørene opererer dermed i tilnærmede monopoler der inntekten er gjenstand for offentlig regulering. Ettersom infrastrukturen benyttes til å levere tjenester som er sentrale for at samfunnet skal fungere, er bruksfrekvensen vanligvis lite følsom for konjunktursvingninger.

Infrastrukturens kritiske rolle har historisk talt for offentlig finansiering og eierskap. Internasjonalt har man de senere årene sett at offentlig sektor har stort investeringsbehov og, spesielt etter finanskrisen i 2008, svært stram økonomi. Mange land har derfor åpnet for økt privat deltagelse i finansieringen av infrastruktur som tradisjonelt har vært offentlig. Infrastrukturaktiva har egenskaper som er attraktive for forvaltere av langsiktig sparekapital, så som langsiktig, stabil avkastning, beskyttelse mot inflasjon og sikkerhet i fysiske eiendeler. Dermed har det over de siste 10-15 årene utviklet seg et internasjonalt marked for infrastrukturinvesteringer som selv om det fortsatt er relativt lite, er raskt voksende.

### *Det norske markedet for infrastruktur er lite og umodent, men er omfattet av stor interesse*

Norsk infrastruktur er i stor grad offentlig eid, enten direkte, eller indirekte gjennom ulike statlige og kommunale foretak og offentlig eide aksjeselskap. Til tross for at det også i Norge er identifisert et stort behov for å øke investeringene i infrastruktur, spesielt innen samferdsel og i kraftsektoren, finnes det bare tre eksempler på at institusjonelle investorer har fått anledning til å gå inn på eiersiden. Av norske, institusjonelle forvaltere er det så langt bare KLP som har gjennomført infrastrukturinvesteringer i Norge. Interessen for infrastrukturinvesteringer er imidlertid stor, både blant norske og internasjonale investorer. Det er også utviklingstrekk som tyder på at etterspørselen etter eksterne finansieringskilder vil øke, spesielt i den kommunalt eide kraftsektoren.

Hvor raskt et velfungerende, norsk infrastrukturmarked kan etableres, og hvor stort det kan bli, avhenger imidlertid av flere ting:

- Etterspørselen etter kapital, og dermed tilgangen på attraktive investeringsobjekter, er i stor grad avhengig av at dagens eiere (som i hovedsak er offentlige aktører) er villige til å selge eierandeler til finansielle investorer. Dagens regjering har gitt signaler om at et større innslag av privat eierskap i infrastruktur er ønskelig, men så lenge offentlige eiere er tilbakeholdne med å åpne for privat kapital, kan et viktig hinder for utviklingen av et infrastrukturmarked tilgjengelig for finansielle investorer være manglende etterspørsel etter kapital.
- Et velfungerende marked avhenger også av at det er flere tilbydere av kapital som kan konkurrere om investeringene og derigjennom bidra til riktig prising. Det som i dag kanskje er den viktigste barrieren for framvekst av et infrastrukturmarked i Norge, er lovverket som regulerer norske livforsikringsselskapers og pensjonskassers adgang til å investere i infrastruktur. Gitt disse aktørenes store forvaltningskapital, vil deres evne og vilje til å delta på tilbydersiden ha vesentlig betydning for det norske infrastrukturmarkedets framtid.
- En annen viktig forutsetning for å tiltrekke seg kapital, er investorenes tillit til at det aktuelle selskapet/anlegget opererer under stabile og forutsigbare rammebetingelser.

Norge er i utgangspunktet ansett for å være et land med en sterk økonomi og lav politisk og regulatorisk risiko. Endringene i Gassleds inntektsregime som ble besluttet av norske myndigheter kort tid etter at internasjonale, institusjonelle investorer hadde erhvervet 45% av selskapet, har imidlertid fått en rekke aktører til å stille spørsmål ved risikoen i norske infrastrukturprosjekter.

Dagens offentlige eiere av infrastruktur har liten erfaring med finansielle investorer og de krav disse stiller til transparens og profesjonell selskapsstyring. Pöyry har i samtaler med internasjonale investeringsfond observert at enkelte er skeptiske til å investere i selskaper med tungt offentlig eierskap. Det er derfor viktig for markedets attraktivitet og utvikling at infrastrukturaktører som etterspør kapital synliggjør en forståelse for hva det innebærer å invitere finansielle aktører inn på eiersiden.

### *Investeringer i unoterte, illikvide eiendeler stiller andre krav til styringsmekanismer*

Det er i dag ikke mulig for institusjonelle investorer å oppnå en rendyrket infrastruktur-eksponering gjennom investeringer i norske, noterte papirer. Det er heller ingen fond som tilbyr norsk infrastruktureksponering. Finansielle investorer er derfor henvist til direkte investeringer i unoterte papirer, et marked som i dag er svært illikvid. Dette stiller andre krav til styringsmekanismer enn det som er vanlig ved investeringer i børsnoterte, likvide marked.

En sentral problemstilling er hvordan tilgangen til å investere i infrastruktur skal defineres. Infrastruktur er ingen homogen aktivaklasse, og avkastnings- og risikoprofilen vil variere betydelig avhengig av politiske og regulatoriske forhold, hvorvidt infrastrukturen er moden eller under utvikling, og graden av lånefinansiering. Avhengig av investeringens art kan den dermed ha egenskaper som minner om så vel obligasjoner, som eiendom og aksjer. En gjennomgang av internasjonale fond som er sammenlignbare med Folketrygdfondet viser da også ulik praksis for hvordan infrastruktur er håndtert i mandater og ifm. den strategiske allokeringen.

Noen fond har definert infrastruktur som en egen aktivaklasse, med dedikerte rammer og (i noen tilfeller) spesifikke avkastningsmål. En slik praksis fungerer godt i likvide marked, men kan skape skjeve insentiver i illikvide marked med få investeringsmuligheter, der en forvalter i mangel på attraktive alternativer kan se seg tjent med å gjøre en suboptimal investering for å sikre at investeringsrammen benyttes. Spesifikke avkastningsmål for infrastruktur kan dessuten være krevende å definere. Ettersom infrastruktur er en ny aktivaklasse, finnes det lite erfaringsdata for historisk avkastning og risiko.

Andre fond har valgt å inkludere infrastruktur i andre aktivaklasser, som for eksempel «private equity», «alternative investeringer», eller «realaktiva». I dette ligger det en eksplisitt eller implisitt forventning om risiko og avkastning i tråd med aktivaklassen for øvrig. En forvalter vil i en slik situasjon bare investere i infrastruktur som forventes å bidra positivt til aktivaklassens samlede avkastning, noe som reduserer faren for de skjeve insentivene diskutert over. Samtidig gir valg av aktivaklasse klare føringer for hva slags infrastrukturinvesteringer man ønsker. Dersom infrastruktur inngår i samme aktivaklasse som eiendom, vil en rasjonell forvalter sannsynligvis velge investeringer med en helt annen risikoprofil enn om infrastruktur var definert som en del av fondets private equity-investeringer. Det er derfor viktig å sikre at det er konsistens mellom de avgrensinger mandatet gir for hva man kan investere i, hvilken aktivaklasse man anser at infrastruktur inngår i, og de risiko- og avkastningsmål som formuleres.

En viktig forskjell mellom investeringer i likvide og illikvide marked er knyttet til måling av verdiutvikling og forvalters prestasjon. I likvide marked benyttes gjerne løpende markedspriser for verdsetting av porteføljen, og prestasjon måles ved å sammenligne verdiutviklingen med tilsvarende for en kjent referanseportefølje. Slik informasjon er ikke tilgjengelig for infrastrukturmarkedet, som er preget av få, men store transaksjoner og liten

transparens på priser. Utvikling av gode mekanismer for måling og vurdering av prestasjon er dermed krevende.

#### *Infrastrukturinvesteringer stiller også særskilte krav til forvalterorganisasjonen*

I kraft av størrelse, eierskap og mandat har Folketrygdfondet høyere risikobærende evne og større toleranse for markedssvingninger enn de fleste andre aktører. Dette er egenskaper som gir fordeler i infrastrukturmarkedet, som kjennetegnes av store, langsiktige investeringer med lav likviditet. Gjennom mange år med aktivt eierskap har fondet dessuten utviklet en sentral posisjon og svært god innsikt i norsk næringsliv, noe som gir bred informasjonstilgang og gode forutsetninger for å evaluere risikoen knyttet til infrastrukturinvesteringer i Norge. I kraft av sin posisjon vil Folketrygdfondet av mange bli oppfattet som en attraktiv partner i infrastrukturprosjekter.

Direkte investeringer gir eierskap og kontroll, men krever mye sterkere interne ressurser for å anskaffe, administrere og realisere eiendeler. Finansielle investorers interesse for infrastrukturaktiva har de siste årene vært høy, og det er ofte hard konkurranse om gode investeringsobjekter. God tilgang til attraktive investeringsmuligheter, samt kompetanse, ressurser og en strukturert prosess for å identifisere hvilke objekter man skal gå for, er dermed kritiske suksessfaktorer. Det siste er spesielt viktig, ettersom enhver kjøpsprosess man iverksetter kan medføre høye transaksjonskostnader, også når man ikke får endelig tilslag.

Mange institusjonelle investorer har erfaring fra direkte investeringer gjennom sine eiendomsporteføljer. Enkeltinvesteringer i infrastrukturmarkedet er imidlertid ofte vesentlig større og mer illikvide enn i eiendomsmarkedet. En transaksjon kan ta flere måneder, i noen tilfeller opp mot ett år, og involverer gjerne et stort korps av eksterne rådgivere. Det er et større innslag av forhandlinger i slike prosesser enn hva som er tilfelle ved investeringer i børsnoterte selskap. Det er også vanlig å gjennomføre omfattende due dilligence-prosesser. Selv med betydelig ekstern bistand, stiller derfor kjøp og salg av infrastruktur store krav til forvalterorganisasjonens kompetanse og erfaring.

## 1 INTRODUKSJON

Finansdepartementet ønsker å vurdere om mandatet for Folketrygdfondets (FTF) forvaltning av Statens pensjonsfond Norge (SPN) bør utvides til å inkludere unoterte investeringer som eiendom og infrastruktur, og har den anledning bedt FTF om å bidra med analyser og vurderinger.

Som ledd i saksforberedelsen har FTF bedt Pöyry Management Consulting (Pöyry) om å utarbeide en rapport om unoterte investeringer i infrastruktur (egenkapital og fremmedkapital). Hovedfokus for rapporten er markedet i Norge, men hovedtrekk ved infrastrukturmarkedene i de øvrige nordiske landene omtales der det er naturlig.



## 2 INFRASTRUKTUR SOM AKTIVAKLASSE

### 2.1 DEFINISJONER OG AVGRENSNINGER AV INFRASTRUKTURMARKEDENE

Infrastruktur er det nettverk av faste anlegg som danner grunnlag for at virksomheter og privatpersoner kan fungere effektivt. Bak infrastrukturen ligger som regel store kapitalinvesteringer. Eksempler på samfunnsmessig kritisk infrastruktur finner man innen samferdsel – veier, bruer, tunneller, jernbane, flyplasser, havner og navigasjonsinfrastruktur til havs. Andre eksempler er energi-, tele-, vann- og avløpsnett. Slike anlegg omtales ofte som økonomisk infrastruktur. Offentlig infrastruktur omfatter også bygningsmasse og fellesarealer (sykehus, skoler, parker, idrettsarenaer) – ofte omtalt som sosial infrastruktur. Fra et investeringsperspektiv vil sosial infrastruktur ha mange likhetstrekk med eiendomsinvesteringer. Vi har derfor valgt å fokusere på sosial økonomisk infrastruktur i denne rapporten.

De infrastrukturen næringene har store inngangsbarrierer. De høye kapitalkostnadene gjør at det sjelden er samfunns- og bedriftsøkonomisk hensiktsmessig å etablere parallell infrastruktur innenfor samme sektor og geografiske område. Aktørene opererer dermed i tilnærmede monopoler, der inntekten er gjenstand for ulike former for offentlig regulering. Ettersom infrastrukturen benyttes til å levere tjenester som er essensielle for at samfunnet skal fungere, er bruksfrekvensen vanligvis lite følsom for konjunktursvingninger.

Infrastrukturens kritiske rolle i samfunnet har historisk talt for offentlig finansiering og eierskap til infrastruktur. Kostnadene dekkes av da av generell beskatning eller brukerbetaling dersom det er praktisk mulig. Den teknologiske utviklingen har gjort det lettere å innføre brukerbetaling for flere typer infrastruktur.

Internasjonalt har man de senere årene sett at offentlig sektor har stort investeringsbehov og, spesielt etter finanskrisen, svært stram økonomi. Mange land har derfor åpnet for økt privat deltagelse i finansieringen av infrastruktur som tradisjonelt har vært offentlig. Infrastruktureiere har samtidig egenskaper som er attraktive for forvaltere av lang-siktig sparekapital, så som langsiktig, stabil avkastning, beskyttelse mot inflasjon og sikkerhet i fysiske eiendeler. Det har dermed utviklet seg et marked for infrastrukturinvesteringer som selv om det fortsatt er relativt lite, er raskt voksende (se neste kapittel).

Infrastruktur er ingen homogen aktivaklasse. Avhengig av investeringens art kan den ha egenskaper som minner om så vel obligasjoner, som eiendom og aksjer. Risiko- og avkastningsegenskapene er i stor grad avhengig av hva slags inntektsregime eiendelen er underlagt<sup>1</sup>. Gass- og kraftnett, som i Europa er underlagt regler som over tid gir eiere av effektive anlegg en svært forutsigbar avkastning på investert kapital, er for eksempel forventet å være mindre risikable enn bompengefinansierte veier, der inntekten i større grad vil være avhengig av bruksfrekvens. Videre vil etablert infrastruktur (brownfield) ha en helt annen risikoprofil enn anlegg under planlegging/utbygging (greenfield), som har egenskaper man ofte forbinder med Private Equity.

---

<sup>1</sup> Inntektsregimet for samme type eiendel kan variere fra land til land. Et eksempel som kan være verd å trekke fram, er fornybar kraftproduksjon. For å fremme investeringer i «grønn kraft», har man i en del europeiske land innført en modell der kraft fra ny, fornybar produksjon får en tilnærmet fast, forhåndsavtalt pris i markedet. Slike produksjonsheter får dermed «infrastrukturegenskaper», og har vist seg å være populære investeringsobjekter for infrastrukturfond. I Norge og Sverige har man valgt en annen insentivmodell. Investeringer i ny, fornybar kraftproduksjon støttes ved at produsentene mottar såkalte grønne sertifikater som kan omsettes på Nordpool (den nordiske kraftbørsen). Prisen på sertifikatene vil svinge med tilbud og etterspørsel, på samme måte som den underliggende kraftproduksjonen. Resultatet er en svært volatil inntektsstrøm som i liten grad minner om den man forventer fra infrastruktur, og det er derfor ikke naturlig å definere norske og svenske vindparker som «infrastruktur».

Infrastruktureksponering er i dag i liten grad tilgjengelig gjennom noterte egenkapital-instrumenter. I Norden er ingen rene infrastruktureksponeringer børsnoterte. Selv internasjonalt finnes det få eksempler (vannverksektoren i UK, veier, havner og flyplasser i Australia) (USB, 2012). Finansielle investorer er derfor i stor grad henvist til andre investeringsalternativer:

- Direkte eierskap i den aktuelle eiendom, installasjon eller anlegg. Sameieformen er for eksempel relativt vanlig i oljesektoren, men er også en modell som kan være aktuell på andre områder<sup>2</sup>.
- Direkte investering i unoterte eier-/operatørselskap for en aktuell infrastruktur. Dette kan også være såkalte «Special Purpose Vehicles» opprettet spesielt for å sikre finansiering til et gitt anlegg (prosjektfinansiering). Slike selskaper vil typisk ha noe gjeld.
- Indirekte investeringer gjennom eierandeler i investeringselskap som har spesialisert seg på infrastrukturinvesteringer eller andeler i infrastrukturfond (som enten investerer direkte, eller gjennom andre fond).

Infrastruktureksponering kan også oppnås gjennom fremmedkapitalinstrumenter, for eksempel

- Obligasjoner utstedt av eier-/operatørselskap for den aktuelle infrastruktur. Slike obligasjoner kan enten være noterte eller unoterte.
- Direkte lån som ytes til eier/operatørselskap for den aktuelle infrastruktur.

## 2.2 FORDELER VED INFRASTRUKTURINVESTERINGER

Infrastruktur har en rekke egenskaper som kan gjøre dem attraktive som investeringsobjekt for institusjonelle investorer:

- **God langsiktig avkastning:** Infrastruktureksponeringer er ofte naturlige monopol, som leverer tjenester som er kritiske for at et moderne samfunn skal fungere. Sammenhengen mellom tilgang til infrastruktur og økonomisk produktivitet er veldokumentert. Selv om myndighetene ikke tillater infrastruktureiere å ta monopolpriser for sine tjenester, er det deres interesse å etablere rammebetingelser som sikrer tilstrekkelige investeringer i utvikling og vedlikehold av effektiv infrastruktur.
- **Stabil kontantstrøm:** Ettersom de leverer kritiske, ikke-konkurransutsatte tjenester, har infrastruktur gjerne et lite inntektsavhengig bruksmønster. Etterspørselen vil i liten grad påvirkes av prisendringer og økonomiske sykluser. Infrastruktur leverer dermed en stabil kontantstrøm som er lite utsatt for konjunktursvingninger.
- **Inflasjonsbeskyttelse:** Prisen infrastruktureiere kan belaste brukerne av infrastrukturen bestemmes av regulering, konsesjonsbetingelser og/eller langsiktige avtaler. Prisingsmekanismene inneholder vanligvis en inflasjonsklausul som gir eierne mulighet til å øke prisene helt eller delvis i takt med inflasjonen.
- **Diversifiseringseffekt:** Egenskapene beskrevet over gjør at infrastrukturinvesteringer kan ha lav korrelasjon med andre, store aktivaklasser

For forvaltere av langsiktig sparekapital, så som Sovereign Wealth Funds (SWFs), pensjonskasser og livsforsikringsselskaper, ligger forholdene godt til rette for deltagelse i

---

<sup>2</sup> Enkelte investeringer gis notoritet og publisitet gjennom et realregister. Dette gjelder fast eiendom gjennom tinglysningsloven, og kraftledninger gjennom lov av 1. juli 1927 om registrering av elektriske kraftledninger. Andre direkte investeringer har ikke et realregister knyttet til seg, og i slike tilfeller etableres og dokumenteres eierskap på alminnelig avtalerettslig grunnlag (KPMG).

finansiering av infrastruktur. Infrastruktur, med sine langsiktige og stabile inntektsstrømmer med begrenset risiko, «matcher» disse selskapenes langsiktige forpliktelser på en god måte.

### 2.3 ULEMPER/RISIKI VED INFRASTRUKTURINVESTERINGER

Selv om infrastrukturinvesteringer generelt anses å ha lav risiko, er også slike aktiva eksponert for usikkerhet knyttet til den virksomheten de driver. Trafikkmønster kan endre seg og påvirke etterspørselen på en flyplass eller bompengefinansiert vei; ekstremvær, ulykker og andre, mindre dramatiske hendelser kan få konsekvenser for driften; store motparter kan få betalingsproblemer, osv. Reguleringsregimet/konsesjonen vil ofte inneholde mekanismer som over tid demper de økonomiske effektene av slike hendelser, men en viss eksponering må påregnes.

Infrastrukturmarkedet har imidlertid andre egenskaper som gjør at noen risiki er mer framtreddende i denne aktivaklassen enn i de mer tradisjonelle.

- **Politisk og regulatorisk risiko:** Infrastruktur er svært ofte regulert av myndighetene enten gjennom et regime fastsatt av en regulator eller gjennom langsiktige konsesjonsavtaler. Regelverkets uavhengighet og konsistens over tid er en viktig risikofaktor for investorer.
- **Prosjektfaserisiko:** Kostnadsoverskridelser, forsinkelser og overoptimistiske etterspørselsforventninger er dessverre ikke uvanlig i når infrastruktur skal bygges ut. Utbyggingsprosjekter («greenfield») er i sin natur langt mer risikable enn etablert infrastruktur («brownfield») med stabil driftshistorikk.
- **Lånemarkedsrisiko:** Infrastruktureiendeler har egenskaper som gjør dem godt egnet for opplåning, og tilbyr dermed en mulighet til å øke egenkapitalavkastningen ved å ta opp gjeld på operatørselskapsnivå. Med høy gjeldsgrad vil investeringen være eksponert for betydelig rente- og refinansieringsrisiko.

De valgene en investor tar knyttet til disse usikkerhetsfaktorene har stor påvirkning på investeringens og porteføljens risikoprofil. De fleste forvaltere av infrastrukturfond har et svært bevisst forhold til disse risikoelementene, og vil ofte uttrykke sine preferanser eksplisitt i sin investeringsstrategi.

Fra et investorperspektiv vil også det faktum at infrastrukturmarkedene er relativt umodne med begrenset tilgang til noterte papirer, medføre usikkerhet:

- **Likviditetsrisiko:** I motsetning til børsnoterte investeringer/instrumenter, er det ikke så lett å redusere eller avvikle investeringer i infrastruktur på kort varsel. Det er ofte snakk om store eierandeler med betydelig verdi, der antall potensielle kjøpere er begrenset. Omfattende due diligenceprosesser og krav om myndighetsgodkjenninger bidrar også til at transaksjoner tar tid og krever store ressurser.
- **Utfordringer knyttet til verdsetting/benchmarking:** Forvaltere av langsiktige sparemidler bruker gjerne løpende markedspriser for verdsetting av sine investeringer. Slik informasjon er i liten grad tilgjengelig for infrastrukturselskaper, slik at man er avhengig av å gjøre en mer skjønnsmessig vurdering av verdi med regelmessige intervaller. Mange investorer kjenner til dette allerede fra eiendomsinvesteringer. Det kan imidlertid være vanskeligere å finne markedsdata for sammenlignbare eiendeler for infrastruktur, da enhetene er større og antallet sammenlignbare transaksjoner langt lavere enn i eiendomssektoren.
- **Åpenhet:** Private equity selskaper og lignende aktører (herunder infrastrukturfond) blir ofte kritisert for å være svært tilbakeholdne med informasjon om sine investeringer. I børsnoterte selskap er rapportering og informasjonsformidling strengt

regulert. Med et stort antall aksjonærer som handler aksjer i et åpent, likvid marked, er «samtidig tilgang» til all relevant informasjon i eernes interesse. Eiere i PE selskap eller partnere i unoterte selskap, som sitter med store, illikvide posisjoner i infrastruktur, har ikke på samme måte interesse av at informasjon blir offentlig tilgjengelig. For institusjonelle investorer med krav til transparens, kan denne mangelen på åpenhet være krevende.

- **Manglende erfaringsdata:** Infrastruktur er en ny aktivaklasse. Selv i internasjonal sammenheng finnes det lite erfaringsdata for historisk avkastning og risiko. Dette gjør det vanskelig å sammenligne og rangere infrastruktur mot andre investeringsalternativer i allokeringssammenheng.

## 2.4 AVKASTNINGS-, RISIKO- OG KORRELASJONSEGENSKAPER

Pöyry er ikke kjent med at det finnes relevante data og/eller analyser av avkastnings-, risiko- og korrelasjonsegenskapene til infrastruktur i det norske eller nordiske markedet. Det er utført en rekke analyser av internasjonale infrastrukturmarked, men pga. kort historikk og stor heterogenitet innenfor aktivaklassen er det grunn til å stille spørsmål ved om disse analysene er egnet til å trekke bastante konklusjoner for infrastruktur generelt.

Folketrygdfondets «søsterorganisasjon» Norges Bank Investment Management har oppsummert funnene fra en del relativt nye studier i et diskusjonsnotat datert november 2013 (NIMB, 2013). Vi har lite nytt å tilføre til dette materialet, og velger etter avtale med oppdragsgiver å henvise til NIMB-notatet for mer informasjon.

### 3 STATUS FOR INFRASTRUKTURMARKEDENE

Som vist over, er markedet for investeringer i infrastruktur svært heterogent, med en kombinasjon av noterte og unoterte investeringer i et bredt spekter av næringer ved hjelp av en rekke ulike egenkapital- og gjeldsinstrumenter. Det er derfor vanskelig å si noe eksakt om markedenes samlede størrelse. At markedet er betydelig og raskt voksende, er imidlertid dokumenterbart.

#### 3.1 INFRASTRUKTURMARKEDENE INTERNASJONALT VOKSER RASKT

Selv om det er relativt nytt, har markedene for private investeringer i infrastruktur internasjonalt har tatt av de siste 10 årene. Financial Times estimerte det globale markedet for noterte infrastrukturinvesteringer til USD 1.000 milliarder høsten 2012<sup>3</sup>. Og mens verdens unoterte infrastrukturfond hadde USD 24 milliarder til forvaltning i 2005, var tallet i 2013 hele USD 300 milliarder. De største markedene for denne type investeringer finnes i Nord-Amerika og Europa, som samlet sto for ca 80% av de til sammen USD 38 milliardene som ble hentet inn av unoterte fond i 2013. Man har også sett en framvekst av rene gjeldsfond som spesialiserer seg på infrastruktur. Slike fond hentet inn USD 7,5 milliarder i 2013, hvilket er historisk høyt (ft.com, 2012).

Ulike former for offentlig-privat samarbeid (OPS) med et betydelig innslag av prosjekt- eller annen type privat finansiering har også økt i popularitet i deler av verden. Land som Brasil, Australia og Nederland har alle benyttet slike løsninger med suksess i 2013. Storbritannia er det land i Europa som har mest erfaring med bruk av OPS i infrastrukturprosjekter. Erfaringene har imidlertid ikke bare vært gode. Det er avdekket betydelig sløsing med midler, prosessene har til tider vært lite fleksible og ofte lite transparente for allmennheten, slik at både det britiske parlamentet, leverandører og skattebetalerne har uttrykt misnøye. Som et svar på kritikken lanserte britiske myndigheter i slutten av 2012 rapporten "A new approach to public private partnerships" (HM Treasury, 2012). Her slås det fast at involvering av privat sektor fortsatt vil være viktig for å levere offentlig infrastruktur, men for å imøtekomme kritikken som har blitt reist, skal det etterstrebtes en større grad av åpenhet og mer effektive tildelingsprosesser. Videre skal skattebetalerne gjennom staten være medeiere i prosjektene og ta del i investorenes overskudd. Med denne varslede nyorienteringen ønsker regjeringen at OPS skal bli en varig ordning for finansiering og organisering av offentlige infrastrukturprosjekter.

Den Europeiske Investeringsbanken (EIB) er også opptatt av å finne nye måter infrastruktur kan finansieres på, særlig som følge av situasjonen med trange offentlige budsjetter i kjølvannet av finanskrisen. Et av tiltakene deres er «The Project Bond Initiative». Dette ble lansert i 2012 med sikte på å stimulere kapitalmarkedene til å finansiere infrastruktur. I utgangspunktet har 230 millioner euro blitt satt av i EU-budsjettet, og man håper dette vil generere over 4 milliarder euro fra kapitalmarkedene til investeringer i transport, energi og kommunikasjon. Obligasjonene tenkes solgt som en del av offentlig-privat samarbeid, og deres kredittverdighet vil støttes opp av EIB (Crossland, 2013).

<sup>3</sup> ft.com: "Listed infrastructure market to flourish", 28.10.2012

## 3.2 NORSK INFRASTRUKTUR I STOR GRAD OFFENTLIG EID

Norsk infrastruktur er i stor grad offentlig eid, enten direkte eller indirekte gjennom offentlig eide foretak. Eksempler på direkte, offentlig eierskap er riks- og fylkesveier, mens statsforetakene Avinor og Jernbaneverket, som eier sentral infrastruktur for luft- og skinnetransport, er eksempler på Statens indirekte eierskap. Offentlige havner eies av kommunene, med enkelte innslag av privat eierskap. Mange av disse er organisert som kommunale foretak. I de fleste kommuner er vann- og avløpssystemer også skilt ut i egne selskap.

Innen kraftsektoren er det offentlige eierskapet også sterkt. Gjennom Statnett eier Staten det meste av det sentrale overføringsnett, mens regional- og lokalnettet eies av lokale kraftselskap, som igjen i all hovedsak er eid av kommuner og fylkeskommuner. I tillegg er Staten en betydelig indirekte eier av lokale kraftselskap gjennom Statkraft.

Infrastrukturen knyttet til olje og gass (fra rørledninger offshore til lagertanker og depoter for distribusjon av oljeprodukter på land) er i Norge i all hovedsak eid av oljeselskapene, selv om Staten gjennom Petoro eier en betydelig andel av installasjonene tilknyttet norsk sokkel. I 2011 solgte imidlertid flere av oljeselskapene sine eierandeler i Gassled (som eier store deler av den norske infrastrukturen for transport av gass) til internasjonale, finansielle investorer. Infrastrukturen knyttet til det lille, men voksende markedet for småskala LNG (nedkjølt naturgass) er også eid av gassleverandørene, selv om noen av installasjonene er delvis finansiert gjennom offentlige støtteordninger (Enova, NOx-fondet).

Innen telekom er det i hovedsak telecom-selskapene som eier den kritiske infrastrukturen. Disse er private, selv om Staten er en betydelig indirekte eier gjennom sitt eierskap i Telenor.

### 3.2.1 *Stort kapitalbehov i norsk infrastruktur, spesielt innen samferdsel og energisektoren*

Norges behov for investering i infrastruktur de nærmeste årene er betydelig, bl.a. som følge av befolkningsvekst, urbanisering og etterslep etter mange års manglende vedlikehold. En velfungerende infrastruktur er sentralt for en moderne økonomi, og manglende infrastruktur er dermed en konkurranseulemp for norsk næringsliv. Et eksempel er trafikksituasjonen i Oslo-området, der Pöyry i en rapport har beregnet årlige forsinkelseskostnader for godsnæringen i E-18 Vestkorridoren til mellom 670 og 1.000 millioner kroner (Pöyry, 2012a). En rapport Rambøll laget for Opplysningskontoret for veitrafikken viser at den fysiske standarden på store deler av det eksisterende europaveinettet i Norge ikke er i tråd med gjeldende AGR-krav<sup>4</sup> (OFV, 2012).

At det er utfordringer ved dagens samferdselsinfrastruktur erkjennes både av samferdselsetatene og av politiske beslutningstagere. I stortingsmeldingen Nasjonal transportplan 2014-2023 (NTP 2014-2023) slås det fast at det er behov for vesentlig utbygging av transportkorridorene, både for vei og jernbane. Det er ulike estimat på hvor mye det vil koste å utbedre veiene, men det er snakk om store beløp. KS (2012) mener det vil koste 50-80 milliarder kroner å rette opp forfallet på kommunale og fylkeskommunale veier, mens Rådgivende Ingeniørers Forening har estimert en kostnad ved oppgradering til en god standard, som innebærer at normalt vedlikehold fortsatt vil være påkrevd, på riks/fylkesveier og jernbane til henholdsvis 300 og 200 milliarder (RIF 2010). Statens Vegvesen (2013) har beregnet vedlikeholdsetterslepet på fylkesveiene alene til 45-75 mrd. NOK.

<sup>4</sup> AGR = Europeisk avtale om internasjonale trafikkråder.



Kraftnettet er et annet område der investeringsbehovet framover er stort. Ifølge Statnett har manglende investeringer i kraftnettet ført til at grensen for belastningsøkning er nådd og at dette, sammen med nødvendige utskiftninger og fornyelser, gir et investeringsbehov i sentralnettet på 36 – 50 milliarder kroner i perioden 2012 – 2021. For samme periode har NVE anslått at det er behov for å investere 51 – 68 milliarder kroner i distribusjons- og regionalnettet. I tillegg er det behov for nye overføringsforbindelser til utlandet for å øke verdiskapningen i regulerbar, norsk kraftproduksjon. Investeringsbehovet er av Statnett anslått til 14 – 20 mrd NOK (planlagte kabler til Sverige, Tyskland og UK).

Den øvrige brukerfinansierte infrastrukturen i Norge ser ikke i like stor grad ut til å være gjenstand for underinvestering. Det gjelder både offentlig eid infrastruktur som for eksempel flyplasser og havner, og privat infrastruktur innen telekommunikasjon (mobil-, data- og telenettet). Her har utbyggingen i hovedsak vært styrt av markedets behov, og finansiert ved lån i markedet. Det kommunalt eide vann- og avløpsnettet er også i prinsippet brukerfinansiert, og heller ikke her ser det ut til å være store finansieringsbarrierer. Behovene på dette området er imidlertid store, og det er usikkert om kommunene og de kommunale VA-selskapene vil klare å reise nok fremmedkapital i markedet til å finansiere utbyggingen fremover.

### 3.2.2 Dagens finansieringsmodeller

#### *Samferdsel*

Finansiering av samferdselsinvesteringer er organisert i et samspill mellom Staten, fylkeskommuner, kommuner og private aktører. Ansvarsforholdet mellom disse er avhengig av hva slags type samferdsel det investeres i, og av eierskapet til veien eller jernbanen som skal bygges ut. Investeringer i jernbane og riksvegnettet finansieres i all hovedsak via årlige bevilgninger over statsbudsjettet. Innenfor riksvegnettet kan deler av investeringen brukerfinansieres med bompenger. I Norge er det et krav at bomselskapene skal være offentlig eid (Norvegfinans, 2013). Alle bompengefinansierte prosjekter skal vedtas i Stortinget, også de på fylkeskommunale veier.

Investeringer innenfor fylkesveinettet finansieres ved frie fylkeskommunale midler, og i en kombinasjon av bompenger på enkeltprosjekter og fylkeskommunale investeringsmidler som kan skaffes til veie gjennom lån. Statens rammeoverføringer fra Kommunal- og regionaldepartementet representerer et viktig bidrag til kommunenes og fylkeskommunenes finansiering av samferdselsprosjekter (KS 2012). I tillegg kommer enkelte statlige tilskuddsordninger, kommunenes egne skatteinntekter og kapitalinntekter.

At fylkeskommunene, i motsetning til statlige etater som Jernbaneverket og Statens vegvesen, kan ta opp lån i forbindelse med vedtatte veiinvesteringer gir en viss mulighet til å sikre vedtatte prosjekter fullfinansiering ved oppstart. Kommunesektorens økonomi er imidlertid anstrengt, og det er relativt begrenset hvor mye nye lån kommuner og fylker kan oppta.

Bruken av OPS-begrepet er relativt nytt i Norge, til tross for at det gjennom tiden har vært utført mange prosjekter som i prinsipp kan ligne på det vi i dag kaller for OPS<sup>5</sup>. Innenfor samferdsel kom OPS-begrepet i bruk i forbindelse med at politikerne ønsket å gjennomføre tre prøveprosjekter innen vegsektoren som OPS-prosjekter, jf. Nasjonal transportplan for perioden 2002-2011. Prøveprosjektene har vært organisert slik at et privat selskap står for finansiering, utbygging, drift og vedlikehold, med tilbakefall til Staten ved kontraktutløp, d.v.s. etter 25 års drift. (NHO, 2010).

<sup>5</sup> Spesielt innenfor såkalt «sosial infrastruktur» som skoler og sykehjem, er OPS blitt en relativt vanlig utbyggingsmodell.

Evalueringen av disse OPS-prosjektene viste at organiseringen både ga en raskere gjennomføring av prosjektene og en gunstigere risikofordeling mellom privat og offentlig sektor. Det ble imidlertid presisert at effektivitetsgevinstene ved bruk av totalentreprise, sammenkobling av bygg/drift/vedlikehold, økt prosjektstørrelse og justeringer i gjennomførings- og styringsmodeller kan realiseres uavhengig av privat finansiering (TØI, 2007). Det er derfor fortsatt stor uenighet om hvorvidt OPS er lønnsomt.

### *Kraftnett*

Investeringer i kraftnettet gjøres av nettselskapene. Statnett eier og driver hoveddelen av sentralnettet, mens de regionale nettselskapene drifter regional- og distribusjonsnettet. På den andre siden av bordet fastsetter Norges vassdrags- og energidirektorat rammer for nettselskapenes virksomhet i form av byggetillatelser og tillatte inntekter.

Investeringer finansieres hovedsakelig gjennom nettleien, som inngår i strømregningen for alle sluttbrukere av strøm. Nettleien fordeles mellom Statnett og de regionale nettselskapet som leverer strømmen, og sikrer på denne måten selskapene inntekter til å holde nettet ved like.

Erfaringen med prosjektfinansiering av infrastruktur i energisektoren er begrenset, selv om det finnes flere eksempler på slik løsning ved utbygging av ny produksjon, spesielt produksjon av vindkraft (bl.a. Midtjøllet Vindkraft, Jæren Energi).

Selv om inntektsmodellen skal sikre at nødvendig kraftinfrastruktur blir bygd, kan dagens eierstruktur i noen tilfeller oppleves som en begrensende faktor for investeringsevnen. De regionale kraftselskapene, som eier det meste av den norske nettvirksomheten, er igjen eid av stat, fylkeskommuner eller kommuner. Selskapene er solide, og har så langt stort sett finansiert investeringer i infrastruktur over egen bok. Vi ser imidlertid indikasjoner på at bransjens evne til å løfte store investeringer er redusert.

- En høy andel av selskapenes overskudd har de siste årene blitt overført eierne i form av utbytte, bl.a. med den konsekvens at bransjen som helhet har lavere egenkapitalandel enn tidligere.
- Selskapenes kommunale eiere har begrenset evne til å skyte inn ny egenkapital.
- Lave kraftprisforventninger gir frykt for inntektsbortfall som i begrenset grad kan kompenseres med kostnadseffektivisering.

For mange kommunale eiere utgjør utbytte fra kraftselskapet en vesentlig inntektskilde som ikke lett kan erstattes. Selskapene kan dermed tvinges til prioritere utbytte selv om det går på bekostning av verdiskapende investeringer. Det er dermed grunn til å forvente at økt fremmedfinansiering og/eller nye kilder til egenkapital nødvendig for å løfte store nettinvesteringer framover.

### *Vann og avløp*

Det er i dag i kommunene og fylkene som eier vannverk, renseanlegg og annen infrastruktur knyttet til vann og avløp. For å dekke kostnader ved drift, vedlikehold og investeringer i denne sektoren, beregner kommunen avgifter som må betales av innbyggerne. Vann- og avløpstjenester er derfor i all hovedsak selvfinansiert, og i motsetning til ved veiutbygging er som regel prosjekter fullfinansiert ved oppstart.

De sikre inntektene brukerbetalingene gir gjør det enkelt for kommunene å få lån til gunstige betingelser for investeringer i vann og avløp. Ved søknader om lån til vann- og avløpsprosjekter vil det gjøres en vurdering av kommunens finansielle posisjon nå og i fremtiden, men den sikre inntektsstrømmen slike prosjekter gir gjør at selv kommuner med en svak kommuneøkonomi som regel får innvilget lån. Økonomi vil derfor ikke være avgjørende for kvaliteten på vann- og avløpstjenestene i en kommune. Kommunene



velger som oftest å skille ut drift av vann- og avløpstjenester i egne selskaper som de beholder eierskapet til. Om tjenestene administreres internt i kommunen eller av et eget selskap, er ikke av betydning for finansieringen av eventuelle investeringer, så lenge selskapene er kommunal eid.

### 3.3 INSTITUSJONELLE INVESTORERS ROLLE I NORGE

#### 3.3.1 *Et svært begrenset marked tilgjengelig for institusjonelle investorer i dag*

Som nevnt i innledningen er det ikke mulig for institusjonelle investorer å oppnå en rendyrket infrastruktureksponering gjennom investeringer i norske, noterte papirer. Man kan i noe grad oppnå en indirekte eksponering, for eksempel gjennom å kjøpe aksjer i selskaper som Hafslund, Norges største eier av regional- og distribusjonsnett for strøm og fjernvarme, eller Telenor, som eier infrastruktur innen telekommunikasjon både i Norge og internasjonalt. Ettersom disse selskapene har betydelig virksomhet som ikke er underlagt den type inntektsregimer som kjennetegner infrastruktur, blir imidlertid eksponeringen «utvannet».

Det er flere sektorer som i prinsippet kunne hatt finansielle investorer som eiere direkte i infrastruktur – i den forstand at det ikke er regulatoriske forhold som hindrer det. I de tilfeller der infrastrukturen er direkte eid av det offentlige (veier), er det i dag politiske beslutninger som stopper slike modeller. At statlige og kommunale foretak som eier og driver infrastruktur (jernbane, flyplasser, havner, m.v.) ikke er tilgjengelig for private investorer, er også politisk styrt.

Privat eid infrastruktur kan relativt enkelt tilrettelegges for eksterne, finansielle investorer. I prinsippet kan ethvert infrastrukturprosjekt etableres som en egen juridisk enhet og finansieres separat. For at anlegget skal få «infrastrukturegenskaper» fra et investorperspektiv, bør det ha en bruksfrekvens som er relativt upåvirket av konjunkturer (kritisk infrastruktur, begrenset konkurranse) og et inntektsregime som gir stabil kontantstrøm. I mangel av offentlig innteksregulering kan inntekter, drift og vedlikehold reguleres gjennom langsiktige, forpliktende avtaler som gir investor nødvendig forutsigbarhet.

Innenfor gass- og kraftsektoren har implementeringen av EUs markedsdirektiver<sup>6</sup> skapt regulatoriske forhold som gjør at det ligger godt til rette for institusjonelle investorer i infrastrukturen. Kravet om «unbundling» av monopol- og konkurranseutsatt virksomhet innebærer at infrastrukturen er skilt ut i egne juridiske enheter og underlagt offentlig regulerte inntektsregimer.

Det er bare en håndfull eksempler på at institusjonelle investorer eier eller vurderer eierskap direkte i infrastruktur i Norge, og typisk nok finner du dem innenfor disse tungt regulerte delene av energisektoren:

- I 2011 kjøpte KLP 15% av aksjene i TrønderEnergi Nett, som eier og driver regional- og distribusjonsnett for strøm, for 310 millioner kroner. Nettselskapet var før transaksjonen 100% eid av det regionale kraftselskapet TrønderEnergi AS. KLPs inntreden i TrønderEnergi Nett var det første, og så langt også det eneste, eksemplet på at norske, institusjonelle aktører investerer i norsk kraftinfrastruktur<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Kraftmarkedsdirektivet (96/92/EF) om felles regler for det indre marked for elektrisitet, vedtatt i 1996 og innlemmet i EØS-avtalen i 1999. Gassmarkedsdirektivet (98/30/EF) om felles regler for det indre marked for naturgass, vedtatt i 1998 og innlemmet i EØS-avtalen i 2000.

<sup>7</sup> KLP har også investert i unoterte aksjer i regionale kraftselskaper (15% eierandeler i hhv. Tussa Kraft og Ringeriks-kraft). Disse investeringene gir imidlertid bare en indirekte og utvannet eksponering til infrastrukturen, ettersom selskapene også har betydelig annen virksomhet (kraftproduksjon, kraftsalg, m.v.)

- I 2011 solgte Statoil og en rekke andre oljeselskap til sammen 45% av Gassled til finansielle investorer, deriblant tyske og kanadiske pensjonsfond, for ca 32 milliarder kroner. Også norske livsforsikringsselskaper viste interesse for transaksjonen, men ble hindret av at Gassled var organisert som et ansvarlig selskap, en selskapsform norske forsikringsselskaper ikke kan være eiere i.
- I 2013 varslet det finske energiselskapet Fortum at de ønsket å selge det meste av sin energivirksomhet i Norge, inkludert distribusjonsnett for kraft og fjernvarmevirksomhet i Østfold. Pöyry er kjent med at en rekke internasjonale infrastrukturfond viste interesse for transaksjonen. Salget ble endelig gjennomført i 2014. Kraftnettet ble kjøpt av en industriell aktør (Hafslund), mens fjernvarmevirksomheten ble kjøpt av iCON Infrastructure Partners for en ukjent sum.

Enkelte norske livselskaper har tilbudt infrastrukturfond til kunder i det norske markedet (f.eks Storebrand Infrastruktur ASA). Pöyry er imidlertid ikke kjent med at norske fond har investert midler i norske infrastrukturaktiva.

### 3.3.2 *Barrierer som kan hindre utviklingen av et infrastrukturmarked hvor finansielle investorer deltar*

Mens finansielle aktører i mange land med stram offentlig økonomi ønskes velkommen som infrastrukturinvestorer av myndighetene, er det i utgangspunktet ikke mangel på offentlig kapital som begrenser investeringstakten i Norge. Den norske staten har «penger på bok», og har derfor ikke behov for å selge etablert infrastruktur for å finansiere utbygging av nye anlegg. Når det gjelder nye investeringer, spesielt innen samferdsel, henvises det gjerne til makroøkonomiske hensyn som følge av det relativt høye aktivitetsnivået i norsk økonomi for å forklare hvorfor investeringsnivået ikke kan følge det umiddelbare investeringsbehovet. Dagens regjering gitt signaler om at et større innslag av privat eierskap er ønskelig, men så lenge Staten er tilbakeholdne med å åpne for privat kapital, kan et viktig hinder for utviklingen av et infrastrukturmarked tilgjengelig for finansielle investorer være manglende tilgang på investeringsobjekter.

Internasjonale pensjons- og infrastrukturfond har allerede opparbeidet seg erfaring med infrastruktur som aktivaklasse i andre geografiske marked, og som diskutert over har noen av disse også vist interesse for norske aktiva. Det er imidlertid sider av det norske markedet som kan redusere attraktiviteten for denne gruppen, og dermed legge en demper på veksten:

- I internasjonal sammenheng er Norge et lite marked, med få tilgjengelige investeringsobjekter. Noen forvaltere kan derfor tenke at investeringsmulighetene ikke forsvarer tiden og ressursene som kreves for å utvikle tilstrekkelig kompetanse om norske forhold.
- Norsk infrastruktur er i stor grad eid av Staten og kommunene. Pöyry har i samtaler med internasjonale investeringsfond observert at enkelte er skeptiske til å investere i selskaper med tungt offentlig eierskap.
- Norske myndigheter har i etterkant av Gassled-transaksjonen foreslått betydelige endringer i Gassleds inntektsregime. Kjøperne hevder at de taper milliardbeløp på endringen, og har varslet søksmål mot Staten (Aftenposten, 2014). Dette har vakt oppsikt internasjonalt, og fått en rekke aktører til å stille spørsmål ved risikoen i norske infrastrukturprosjekter, som i utgangspunktet ansees for å være svært lav.

Det som kanskje er den viktigste barrieren for framvekst av et infrastrukturmarked i Norge er loverket som regulerer norske livsforsikringsselskapers og pensjonskassers adgang til å investere i infrastruktur. Gitt disse aktørenes store forvaltningskapital, vil deres evne og vilje til å investere i infrastruktur ha vesentlig betydning for hvor raskt et norsk

infrastrukturmarked kan vokse fram. Finansdepartementet åpnet i 2011 for at norske livsforsikringselskap og pensjonskasser skal kunne investere i infrastruktur, men Forsikringsvirksomhetsloven og den tilhørende Kapitalforvaltningsforskriften setter likevel klare begrensninger på hva selskapene kan gjøre i dette markedet<sup>8</sup>.

Muligheten for forsikringsselskaper og livsforsikringsselskaper til å investere i infrastruktur ble prøvd da KLP ifm. oppkjøpet av aksjer i TrønderEnergi Nett først søkte om «godkjenning til å benytte kollektivporteføljemidler til å erverve 35 % av aksjene i TrønderEnergi Nett AS». Finanstilsynet tilrådte at et slikt erverv kunne tillates, men ble overprøvd av Finansdepartementet, som mente at virksomheten i TrønderEnergi Nett AS er å anses som forsikringsfremmed virksomhet, blant annet fordi nettselskap er pålagt å ha bemanning<sup>9</sup>. Finansdepartementets avsto derfor KLPs søknad om 35%, men godkjente samtidig at KLP ervervet 15 %.

Finans Norge har vært tydelige på at det er behov for regelverksendringer for å utløse infrastrukturinvesteringer fra norske forvaltere av langsiktig sparekapital, og peker på at norske livsforsikringselskaper alene i teorien kunne investert 50 milliarder kroner i infrastruktur dersom det norsk regelverket ble bedre tilrettelagt (Finans Norge, 2013). Sverre Thornes, konsernsjef i KLP, uttalte etter kjøpet av TrønderEnergi Nett at «Vi er rede til å investere i flere gode infrastrukturprosjekter, enten det dreier seg om kraftproduksjon, overføringsnett, veier eller andre former for infrastruktur. Og vi ser at slike investeringsbehov vil øke i tiden som kommer. Med Finansdepartementets avgjørelse (om å begrense eierposisjonen til 15 %, red. anm.) opplever vi at vi i mindre grad kan bidra til slike investeringer, og det er synd» (TrønderEnergi, 2011).

Også EUs solvensregelverk, som ifølge finansnæringen stiller uforholdsmessig høye kapitalkrav til infrastrukturelskaper, påvirker aktivaklassens attraktivitet for denne type aktører.

Infrastrukturmarkedet i Norge og Norden er nytt og umodent, og vil ta tid å utvikle. Norske forvaltere har foreløpig liten erfaring med infrastrukturinvesteringer. Det finnes begrenset med objektiv informasjon og kvalitetsdata om avkastning og risiko som kan benyttes til å understøtte strategiske allokeringstilbud. Mangelen på kunnskap og erfaring gjelder ikke bare forvaltningsorganisasjonene, men også på rådgiversiden, der konsulenter, advokater, revisorer m.fl. også trenger tid til å bygge kunnskap og erfaring.

### 3.3.3 *Utvikling som tilsier at nye segment kan bli tilgjengelige*

Som vist over, er det flere eksempler på at internasjonale forvaltere har vurdert infrastrukturinvesteringer i Norge. Finans Norge har innledet en dialog med Finansdepartementet for å få fjernet de særnorske begrensningene på denne type investeringer. Hva utfallet av denne dialogen blir er usikkert, men om regelverket endres slik Finans Norge argumenterer for, vil det kunne skape et vesentlig «tilbud» av kapital tilgjengelig for infrastrukturinvesteringer, noe som i seg selv kan bidra til å utløse markedet.

Hvorvidt det vil være en «etterspørsel» etter investeringer fra institusjonelle investorer fra samferdselssektoren, er usikkert. Regjeringserklæringen for dagens regjering fra Høyre/Fremskrittspartiet (Sundvollen-erklæringen) varsler endringer innenfor både finansiering og organisering av samferdselsprosjekter. Når det gjelder finansiering sies det

<sup>8</sup> Investering av kundemidler i selskap som driver forsikringsfremmed virksomhet er begrenset til 15 prosent av selskapets aksjekapital. Det er i tillegg på visse vilkår åpnet for å investere i aktiva på «spesifisert liste», herunder instrumenter utstedt av selskaper som eier infrastruktur. Det er imidlertid et krav at investeringen kun består av fysiske installasjoner og anlegg (mao. kan selskapet ikke ha driftsorganisasjonen). Det forutsettes videre at selskapet ikke har gjeld, og at investeringen sikres med pant i realpantregister. Samlede investeringer i infrastrukturforetak kan ikke utgjøre mer enn 5 prosent av de forsikringsmessige avsetningene.

<sup>9</sup> FOR-2011-03-10-263 Kompetanseforskriften.

for det første at regjeringen vil legge til rette for at en større del av avkastningen fra Statens pensjonsfond utland investeres i veier, jernbane og annen samferdselsinfrastruktur. Som et ledd i dette vil man etablere et infrastrukturfond på 100 milliarder kroner, som bygges opp over inntil 5 år. Avkastningen øremerkes i statsbudsjettet til vei-, jernbane- og kollektivnettet samt bredbånd og IKT-infrastruktur. Målet er å skape en forutsigbar og varig finansiering av infrastrukturinvesteringene.

Regjeringen varsler i erklæringen at man vil etablere et eget utbyggings-selskap som skal ha ansvar for flere veiprojekter og stå for gjennomføring av utbyggingsprosjektet. Selskapet finansieres med egenkapital, men kan også ta opp lån med statsgaranti. Selskapet kan også overta utbyggings-, drifts- og finansieringsansvar for utbygging av store samferdselsprosjekter. Man kan også overdra eksisterende prosjekter til selskapet. I forbindelse med statsbudsjettet fastsettes rammene for selskapet.

Regjeringen vil også organisere større vei- og jernbaneutbyggingsprosjekter gjennom offentlig-privat samarbeid. Det er imidlertid uklart om man med dette åpner for at finansieringen delvis gjøres av private, eller om dette kun omfatter organiseringen av utbygging og drift.

Innenfor energisektoren er det flere ting som tyder på at «etterspørselen» etter eksterne finansieringskilder kan øke. Kraft- og fjernvarmenettet er i prinsippet allerede tilgjengelige investeringsobjekter for finansielle aktører, men det har i praksis vært svært få objekter til salgs. Norske kommuner og fylkeskommuner, som gjennom kraftselskapene er store eiere i slik infrastruktur, har i motsetning til Staten stram økonomi og dermed begrensede muligheter til å avstå fra utbytte/skyte inn den kapitalen som er nødvendig for at kraftselskapene skal klare å løfte de store investeringene bransjen står overfor. Det er derfor grunn til å tro at flere selskap vil gjøre som TrønderEnergi og åpne for institusjonelle investorer i nettselskapet. Det er imidlertid ikke noe som tyder på at infrastruktur eid av Statnett (sentralnett og utenlandskabler) vil åpnes for institusjonelle investorer.

Oljeselskapenes salg av eierandeler i Gassled er et eksempel på hvordan selskapene prioriterer bruken av kapital, og det første eksempelet på at aktørene på norsk sokkel er villige til å åpne opp for finansielle eiere i strategisk viktig infrastruktur. Gassleds inntekter er strengt regulert, og selskapet var som sådan godt egnet for institusjonelle investorer. Salget reiser imidlertid spørsmål om oljeselskapene på norsk sokkel kan være villige til å selge eierandeler også i annen oljerelatert infrastruktur, som oljerørledninger, lagere osv. Slike eiendeler er ikke underlagt offentlig inntektsregulering på samme måte, men langsiktige kontrakter med kommersielle aktører kan gi noe av forutsigbarheten som kreves av potensielle institusjonelle investorer.

Statens varslede salg av eierandeler i statlige selskaper som Entra, Mesta og Flytoget åpner opp for spekulasjoner om at også eierandeler i statlige foretak som eier infrastruktur kan komme for salg. Ingen av selskapene som så langt diskuteres solgt kommer imidlertid inn under definisjonen infrastruktur, og foreløpig er det ingen indikasjoner på at statlige infrastrukturselskap som Avinor, Jernbaneverket eller Statnett er aktuelle salgsobjekter.

### 3.4 SITUASJONEN I NORDEN FOR ØVRIG

Sverige og Danmark har en uttalt ambisjon om å engasjere private aktører sterkere i finansiering av infrastruktur, og praktiserer ulike inntektsmodeller for å få dette til å skje.

I Sverige eies både veier og jernbaneinfrastruktur i all hovedsak av Staten via Trafikkverket. Unntaket er Botaniabanen og Arlandabanen, som eies av statlige aksjeselskap. Lånefinansiering er den viktigste formen for finansiering av samferdselsinfrastruktur i Sverige, både gjennom det statlige Riksgäldskontoret (Riksgälden) og lån i det private markedet. Riksgälden ble opprettet i 1789 og er den svenske Statens sentrale finansforvaltning underlagt Finansdepartementet. Riksgälden gir lån og stiller garantier til både

statlige og private virksomheter. Lånene i Riksgälden skal tilbakebetales med renter over senere års bevilgninger til den enkelte virksomhet.

Den samlede rammefinansieringen av vei- og jernbaneinvesteringer i Sverige fastsettes av Riksdagen. Trafikkværket skal som hovedregel ta opp lån i Riksgälden og ikke i det private markedet (Rasmussen m.fl. 2012:99). Bruken av lånefinansiering gjør at prosjekter kan sikres fullfinansiering ved oppstart.

I Sverige er det lite bruk av bompenger, idet dette kun brukes på utenlandsforbindelsene Öresund og Svinesund. Veiprising brukes på enkelte strekninger, men det er stort sett skattebetalerne som står for finansieringen av veiene.

Det er Energimarknadsinspektionen (EI) som regulerer det svenske kraftmarkedet, og som undersøker og utsteder nettkonsesjoner for distribusjons-, regional- og sentralnettet. Finansieringen av nyinvestering, drift og vedlikehold av det svenske kraftnettet gjøres i hovedsak av de som bruker nettet via tariffer. Videre skal EI sørge for at nettariffene er på akseptable nivåer, og at de ikke bidrar til å finansiere annet enn investeringer i nettet (Jenssen m.fl., 2011).

Offentlige og private aktører er begge med på eiersiden av svensk energiinfrastruktur. Innenfor elektrisitetsforsyning er det statlige SvenskaKraftnät som eier og drifter hele sentralnettet, og Sverige har en relativt streng praksis for hvem som kan eie kabler og andre vitale deler av den sentrale kraftinfrastrukturen. Ifølge svensk lov er det slik at store grensekryssende kabler må eies av SvenskaKraftnät. Det er imidlertid både offentlige og private eiere av den svenske regional- og lokalnettet, med Vattenfall, E.On og Fortum som de største private aktørene. Vi har hittil ikke sett institusjonelle investorer på eiersiden til kraftnettet. I andre deler av energisektoren er situasjonen annerledes i ferd med å endres noe. Hovedgassledningssystemet eies og driftes av Swedegas AB, som igjen er heleid av det private investeringsselskapet EQT. Fjernvarmenettet i Stockholm har siden 2010 vært eid av investeringsselskapet Maquarie Group.

Danmark har eksperimentert med en rekke ulike finansieringsmodeller for finansiering av infrastruktur for samferdsel, og myndighetene har en uttalt ambisjon om å trekke inn private aktører ytterligere. Det er imidlertid fortsatt Staten og kommunene som i hovedsak står for utbygging, drift, vedlikehold og finansiering av veinettet. Det offentlige er også, gjennom ulike selskaper, den dominerende eier innenfor jernbane.

Innenfor vei utgjør de faste forbindelsene over Storebælt og Øresund unntakene, da disse er organisert som statseide aksjeselskap. Selskapene ble opprettet for å stå for utbyggingen av forbindelsene, som ble finansiert ved statsgaranterte lån i de internasjonale kapitalmarkedene. Renter og avdrag på lånene finansieres gjennom direkte brukerbetaling i form av bompenger og trafikkavgifter, og gjennom aksjeselskapets finansielle markedsoperasjoner.

Danmark myndigheter har etablert et infrastrukturfond som skal bidra til finansiering av infrastruktur på samferdselsområdet. Fondet forvaltes ikke med mål om avkastning i tradisjonell forstand, men midlene skal benyttes til ulike infrastrukturprosjekter frem mot 2020. Sammen med infrastrukturfondet ble det også innført flerårige budsjettvedtak. Dette medfører at det bindes opp budsjettmidler for fire år av gangen. Erfaringer viser at denne typen avtaler respekteres, selv om de ikke er juridisk bindende.

OPS har blitt brukt i betydelig grad i Danmark. De danske erfaringene med bruken av OPS er at det gir muligheter til å styrke den samlede effektiviteten i offentlige anleggsprosjekter, men at det også er utfordringer, særlig i tilknytning til kontraktsinngåelsen.

I Danmark er det Energinet.dk som eier de sentrale kraft- og gassnettverket, og som står for de nødvendige investeringene. Energinet.dk er heleid av den danske staten. Energinet.dk har også de danske eierandelene i alle Danmarks overføringskabler til

utlandet. Dette til tross for at det i Danmark ikke er noen lov som hindrer privat eierskap til slike kabler. Distribusjonsnettene for gass er eid enten av energiselskapet Dong Energi (der den danske stat har 72% eierandel) eller av kommunalt eide, regionale gassselskap. På kraftsiden er distribusjonsnettene i all hovedsak eid av lokale kraftselskap som er organisert som andelslag der kundene er andelseiere. Det er i prinsippet mulig for institusjonelle investorer å ha eierandeler i distribusjonsnettene, men så langt har man ingen eksempler på det.

Selv om institusjonelle investorer ikke har eierandeler i tradisjonell energiinfrastruktur i Danmark, er de representert på eiersiden i ny, fornybar energiproduksjon – spesielt i vindparker på land og offshore. Dansk vindkraft, i motsetning til den norske og svenske, er underlagt et inntektsregime som gir investeringen «infrastrukturegenskaper». Danske pensjonsfond, som PensionDanmark og Arbejdsmarkedets Tillægspension (ATP), har allokert betydelige midler til infrastrukturinvesteringer, men disse er så langt i hovedsak investert utenfor Danmarks grenser. I følge ATP skyldes dette mangel på investeringsalternativer i Danmark. Da PensionDanmark gikk inn som eiere i vindfarmene Nysted og Anholt i 2012, ble det betegnet som et gjennombrudd for pensjonsfondenes muligheter til å investere i det danske infrastrukturmarkedet (Pension Danmark, 2011).



## 4 FOLKETRYGDFONDET SOM INFRASTRUKTUR-INVESTOR

### 4.1 FONDETS FORTRINN OG ULEMPER I INFRASTRUKTURMARKEDET

I kraft av størrelse, eierskap og mandat har Folketrygdfondet (FTF) kjennetegn som skiller dem fra andre aktører i markedet. Fondet er den største institusjonelle investoren i det norske finansmarkedet, og er satt til å forvalte statlige midler med et langsiktig perspektiv. I motsetning til andre forvaltere av langsiktige sparemidler, slik som livselskaper og pensjonskasser, har de ikke store, løpende forpliktelser som medfører krav til likviditet. Resultatet er at FTF har høyere risikobærende evne og større toleranse for markeds-svingninger enn de fleste andre aktører.

Dette er egenskaper som gir fordeler i infrastrukturmarkedet, som kjennetegnes av store, langsiktige investeringer med lav likviditet. Likviditetsrisikoen (og dermed fordelene av FTFs evne til å bære den) kan være større i Norge enn i mange andre land, da det pga. forhold som er beskrevet under kapitlet om barrierer, kan være få kjøpere til store, unoterte aksjeposter. Med sin høye risikobæreevne kan FTF sannsynligvis også håndtere prosjektfase- og lånemarkedsrisiko bedre enn mindre aktører og forvaltere med minste-avkastningskrav.

FTF har en sentral posisjon i norsk offentlighet, med svært god innsikt i norsk næringsliv bygd opp gjennom mange år med aktivt eierskap. Denne posisjonen gir fondet bred informasjonstilgang og gode forutsetninger for å evaluere den politiske og regulatoriske risikoen knyttet til infrastrukturinvesteringer i Norge, spesielt sammenlignet med internasjonale investorer. Fordelen er ikke like sterk når det gjelder investeringer i de andre nordiske landene.

FTF anses for å være en aktiv, profesjonell eier som stiller klare krav til selskapene de investerer i. Av den grunn kan det være at andre aktører vil se på FTF som en attraktiv partner i infrastrukturprosjekter. Eksisterende infrastruktureiere – i hovedsak kommuner, fylkeskommuner, Staten – kan oppleve FTF som mindre skremmende/mer forutsigbare enn for eksempel utenlandske infrastrukturfond. Samtidig kan det å ha FTF på eiersiden være et «kvalitetsstempel» som bidrar til å tiltrekke flere potensielle investorer og långivere til et prosjekt. Den egenskapen vil være spesielt viktig i perioder der det er stor konkurranse om investeringskapital.

FTF forvalter fellesskapets midler, og vil av den grunn være spesielt sårbar for omdømmerisiko. Det er imidlertid ikke grunnlag for å si at omdømmerisikoen ved infrastrukturinvesteringer vil avvike vesentlig fra den man har som stor eier i andre typer selskap. Infrastrukturselskaper er i utgangspunktet ikke mer utsatt for alvorlige ulykker, korrupsjon, sosial dumping, osv. enn andre virksomheter. På enkelte punkter kan det imidlertid være noe forskjell

- Ettersom infrastruktur nesten per definisjon er eiendeler som er kritiske for at et samfunn skal fungere, kan de samfunnsmessige konsekvensene av driftsavbrudd (for eksempel langvarige strømbrudd) være store og generere stor oppmerksomhet
- Bygging av infrastruktur medfører ofte naturinngrep som kan skape motstand i opinionen. Aksjonene mot «monstermastene» i Hardanger er ett relativt ferskt eksempel.
- Dersom man som minoritetseier avdekker forhold som utsetter selskapet for omdømmerisiko, kan man i et børsnotert selskap selge seg ut hvis man ikke får

gjennomslag for risikodempende tiltak i eiergruppen. Den lave likviditeten i infrastrukturmarkedet gjør nedslag vanskeligere.

Som forvalter av offentlige midler er FTF også avhengig av størst mulig åpenhet rundt sine investeringer. Den manglende kulturen for åpenhet som i noen grad har preget Private Equity selskapene og deres investeringer i infrastruktur, kan derfor være utfordrende for en investor som FTF. Utfordringen anses imidlertid for å være vesentlig mindre ved investeringer i Norge enn i en del andre land. Alle norske selskap må levere reviderte regnskap som er tilgjengelig for allmenheten gjennom Brønnøysundregisteret<sup>10</sup>. Så langt er Private Equity-aktørene dessuten lite aktive i det norske infrastrukturmarkedet. Infrastrukturen er vanligvis i offentlig eie, noe som normalt borger for åpenhet rundt resultater og beslutningsprosesser.

## 4.2 DIREKTE INVESTERING I INFRASTRUKTUR STILLER SÆRSKILTE KRAV TIL ORGANISASJONEN

En forvalter som ønsker å investere i infrastruktur er i de nordiske landene henvist til å investere enten direkte i unoterte papirer eller indirekte gjennom infrastrukturfond. Direkte investeringer gir direkte eierskap og kontroll over investeringer, men krever mye sterkere interne ressurser for å anskaffe, administrere og realisere eiendeler. Størrelsen på investerings- og transaksjonskostnader er høye. Indirekte investeringer gjennom fond tillater investeringer i mindre størrelser, og med en høyere grad av diversifisering. Det er imidlertid liten kontroll over eiendeler, og betydelige honorarer må betales til eksterne forvaltere/spesialister.

Foreløpig finnes det ikke et relevant fondsmarked i Norge. Vi har derfor valgt å fokusere på hvilke krav direkte investeringer i unoterte papirer stiller til forvaltningsorganisasjonen. Beskrivelsen er basert på erfaringer fra infrastrukturtransaksjoner i Norge og andre land der Pöyry har bistått finansielle investorer.

Mange institusjonelle investorer har erfaring fra direkte investeringer gjennom sine eiendomsporteføljer. Enkeltinvesteringer i infrastrukturmarkedet er imidlertid ofte vesentlig større og mer illikvide enn i eiendomsmarkedet, noe som stiller strengere krav til forvaltningsorganisasjonen.

Forvaltningsprosessen for infrastrukturinvesteringer kan grovt sett sies å bestå av fire hovedaktiviteter: screening og identifikasjon av investeringsmuligheter, verdsetting, transaksjonsgjennomføring ifm kjøp og salg av eiendeler, samt forvaltning/utvikling av de selskapene man har eierandeler i. Spesielt de tre første fasene stiller andre krav enn hva som er tilfelle ved forvaltning av børsnoterte selskap.

### *Kompetanse, ressurser og prosess for å evaluere investeringsmuligheter*

En transaksjon i infrastrukturmarkedet kan initieres på flere måter. I noen tilfeller ser vi at investorer henvender seg til utvalgte infrastruktureiere for å innlede dialog om mulig kjøp. I andre tilfeller vil eksisterende eiere – gjerne ifm. økt kapitalbehov – aktivt søke nye investorer. De kan da velge å gjøre en rettet henvendelse mot utvalgte investorer eller iverksette en mer offentlig auksjonsprosess.

Finansielle investorers interesse for infrastruktureiendeler har de siste årene vært høy, og det er ofte hard konkurranse om gode investeringsobjekter. God tilgang til attraktive investeringsobjekter (deal flow), samt kompetanse, ressurser og en strukturert prosess for å identifisere hvilke objekter man skal gå for, blir dermed kritiske suksessfaktorer. Det

<sup>10</sup> En tilsvarende praksis er et av tiltakene britiske myndigheter har iverksatt for å skape større transparens i det britiske Private Equity markedet.



siste er spesielt viktig ettersom enhver kjøpsprosess man iverksetter vil medføre høye transaksjonskostnader, også når man ikke får endelig tilslag<sup>11</sup>.

#### *Inhouse kompetanse på verdsetting og finansiell modellering*

Ettersom nordiske infrastruktur selskaper ikke er børsnoterte, finnes det ingen lett observerbar markedspris. Selskapene er av samme grunn heller ikke en del av det universet som regelmessig blir fulgt opp og analysert av meglerhusenes analytikerkorps. Kravene til investorenes egen kompetanse innen verddivurdering og finansiell modellering er dermed større enn ved investeringer i børsnoterte selskap

#### *Ressurser og kompetanse til å gjennomføre transaksjonen*

Transaksjoner i infrastrukturmarkedet følges vanligvis av omfattende due dilligence-prosesser. Som et minimum bør en kjøper gjennomføre finansiell og juridisk due dilligence, for å forsikre seg om at selskapets finansielle situasjon er hva den gir seg ut for og at selskapet drives i tråd med lover og regler. Finansielle investorer vil i tillegg ofte gjennomføre en kommersiell due dilligence for å kvalitetssikre markedsforventninger, prisprognoser, vekstambisjoner og andre verdidrivere som ligger til grunn for verddivurderingen. Ettersom de regulatoriske rammebetingelsene ofte er den viktigste verdidriveren, gjennomfører mange investorer en egen regulatorisk due dilligence, spesielt for eiendeler i land/sektorer som for dem er ukjente. For infrastrukturinvesteringer er det også vanlig å gjennomføre due dilligence av anleggets tekniske tilstand og mulige miljøpåvirkninger. Alle disse due dilligence-prosessene stiller store krav til fag- og sektorkompetanse, og det er vanlig å engasjere eksterne eksperter til å bistå i arbeidet.

Parallelt med gjennomføring av due dilligence skal det gjerne framforhandles et sett med avtaler (intensjonsavtaler, closing-avtaler, aksjonæravtaler mm.). I forbindelse med utbyggingsprosjekter er det ofte også behov for å bli enige om finansieringsløsninger mv. før transaksjonen gjennomføres.

Selv med betydelig eksternt bistand, stiller en kjøpsprosess store krav til investors kompetanse og erfaring. Prosessen er tid- og ressurskrevende (en transaksjon kan ta flere måneder, i noen tilfeller opp mot ett år, fra første kontakt til closing), hvilket medfører at transaksjonskostnadene er høye.

Også når eierandelen en gang skal selges, er prosessen omfattende. Man må identifisere mulige kjøpere, planlegge transaksjonsstruktur, etablere prisforventning, tilrettelegge for due dilligence prosessene, og framforhandle avtaler. Det er vanlig med omfattende eksternt bistand fra transaksjonsrådgivere, revisorer, jurister m.fl. også på selgersiden.

#### *Krav til eierstyring følger av investeringens størrelse, ikke av aktivaklasse*

Ettersom direkte infrastrukturinvesteringer gjerne innebærer store eierandeler, har investoren etter kjøpet mulighet til å påvirke selskapets utvikling gjennom en aktiv eierstyring. Dette er noe Folketrygdfondet allerede har erfaring med som stor investor i en rekke børsnoterte selskap. Kravene som stilles til Folketrygdfondets organisasjon er ikke annerledes/større selv om det aktive eierskapet skal utøves overfor et unotert infrastruktur selskap.

---

<sup>11</sup> I noen tilfeller kan risikoen for å pådra seg fulle kostnader i transaksjonsprosesser som ikke ender med kjøp reduseres ved at rådgivere kan være villige til å akseptere «suksess fee»

## 5 UTFORMING AV MANDATER

Selv om markedene for investeringer i infrastruktur er i rask vekst, utgjør denne type investeringer fortsatt en liten del av langsiktige investorers portefølje. I følge en rapport fra 2013, var bare 1 % av forvaltningskapitalen til pensjonskasser i OECD-landene plassert i infrastruktur (OECD, 2013). Gjennomsnittstallet trekkes ned av at mange ikke har infrastruktur i porteføljen i det hele tatt, men selv blant investorer som har åpnet for denne type investeringer, utgjorde infrastruktur mindre enn 5% av plasseringene for hele 72%. Etter hvert som investorene får erfaring med aktivaklassen, ser det imidlertid ut til at allokeringen øker. 46% av investorene som deltok i Prequins omfattende kartlegging i 2013, uttalte at de ville øke investeringene i infrastruktur i framtiden (Prequin 2014a). Vi ser også at pensjonskasser i land som var tidlig ute med å åpne for infrastrukturinvesteringer, slik som Canada og Australia, ofte har langt høyere andel – i noen tilfeller opp mot 10-15% (NIMB 2013). Også her i Europa finner er det lett å finne eksempler på fond med relativt høy allokering. Pension Danmark har 8% allokering som benchmark, mens USS i Storbritannia i 2014 økte sitt allokeringsmål til 9%.

Mange lands myndigheter har etablert offentlige, langsiktige investerings-/pensjonsfond (ofte omtalt som Sovereign Wealth Funds, SWFs). Prequins 2014 SWF Review (2014b) viser at hele 57 % av de kartlagte fondene investerer i infrastruktur. Selv om fondene i mange tilfeller er opprettet nettop med det formål å styrke infrastrukturen i landet/regionen, viser Pöyrys undersøkelser at også fond med mer rendyrkede finansielle formål (fra store «oljefond» som Abu Dhabi Investment Authority og Kuwait Investment Authority, til mindre, statlige «pensjonsfond» som Canada Pension Plan og Western Australia Future Fund) har infrastruktur i porteføljen.

En fullstendig gjennomgang av fondenes mandater er utenfor scope for denne rapporten, og vanskelig pga. manglende informasjonstilgang. Vår gjennomgang av 7 relevante fond<sup>12</sup> tyder på at

- Infrastruktur er vanligvis ikke omtalt i fondenes overordnede mandat, som ofte bare definerer fondets hovedmålsetning og langsiktige avkastningsmål
- Tilgangen til å investere i infrastruktur styres dermed gjennom investeringsstrategi og/eller «strategisk» allokering definert av fondets styrende organ
- Hvordan infrastruktur er håndtert ifm den strategiske allokeringen er ikke entydig. I noen tilfeller er infrastruktur en egen aktivaklasse. Hos andre fond inngår infrastruktur i andre kategorier, som for eksempel «private equity», «alternative investeringer», eller «realaktiva».

Disse observasjonene støttes av funn for store pensjonskasser referert i en OECD-rapport fra 2012, som igjen er referert i NIMB Discussion Paper #2 2013.

<sup>12</sup> Abu Dhabi Investment Authority, Kuwait Investment Authority, Western Australia Future Fund, Alaska Permanent Fund Corporation, Canada Pension Plan, New Zealand Superannuation Fund, Universities Superannuation Scheme. All informasjon er hentet fra fondenes hjemmesider

Av fondene Pöyry har kartlagt, var det bare to som offentliggjorde detaljer for hvordan infrastruktur er håndtert i retningslinjene for investeringsaktiviteten (Alaska Permanent Fund Corporation og Universities Superannuation Scheme). De to dokumentene er ulikt utformet både i omfang og detaljgrad, men typiske elementer som inngår/omtales er:

- Overordnet mål med investeringen, herunder avkastningsmål
- Beskrivelse av ønsket risikoprofil:
  - Avgrensninger knyttet til geografi (region, industrialisert vs. utviklingsland) og sektor/industri
  - Spesifikasjon av hva slags infrastrukturesselskaper/-prosjekter man kan investere i (inntektsregime, prosjektfase, gjeldsgrad i selskapet)
  - Størrelse på enkeltinvesteringer definert ift. fondets størrelse og/eller investeringsobjektets størrelse
- Beskrivelse av investeringsmetode:
  - Direkte investering vs. andeler i infrastrukturfond
  - Investeringsinstrument (notert vs. unotert, egenkapital- vs. gjeldsinstrumenter)
- Krav til kvalitet på eiendel/selskap og eventuelle investeringspartnere

NIMB-notatet nevnt over kommenterer også at det er store forskjeller i hvordan institusjonelle investorer definerer avkastningsmålet for infrastrukturinvesteringer, og lister en rekke eksempler. Av fondene vi har kartlagt, er det bare ett som har offentliggjort spesifikke avkastningsmål (inflasjon + 5,5%)<sup>13</sup>.

Infrastruktur er imidlertid en lite entydig aktivklasse, og det er derfor ikke sikkert at det finnes et «riktig» avkastningsmål. Avkastnings- og risikoprofilen vil variere betydelig avhengig av hva slags investeringer det er snakk om. Det er dermed viktig å sikre at det er konsistens mellom de avgrensninger mandatet gir i hva man kan investere i, og de avkastningsmål som settes.

---

<sup>13</sup> APFC Investment Policy, [www.apfc.org](http://www.apfc.org)

## REFERANSER

- Aftenposten (2014), *Investeringssselskap varsler milliard søksmål mot staten*, publisert i Aftenpostens nettutgave 29.01.2014, <http://www.aftenposten.no/okonomi/Investeringssselskap-varsler-milliardsoksmal-mot-staten-7450062.html>
- Crossland, David (2013), *Tackling transport's funding dilemma*, Motion magazine, International Transport Forum, [http://issuu.com/00716/docs/2013-05-16\\_motion\\_complet\\_spread](http://issuu.com/00716/docs/2013-05-16_motion_complet_spread)
- Finans Norge (2013), *Mer samferdsel for pengene*, <http://www.fno.no/Fot/arkiv-nyheter/2013/04/-mer-samferdsel-for-pengene/>
- Finans Norge (2013b), Statistikk hentet fra <http://www.fno.no/Hoved/Statistikk/Livsforsikring/Regnskap-og-balanse/>
- Finans Norge (2014), *Et Columbi egg for infrastruktur*, kronikk av Idar Kreutzer 21. januar 2014, <http://www.fno.no/Nyheter/2014/01/et-columbi-egg-for-infrastruktur/>
- ft.com (2012): *Listed infrastructure market to flourish*, publisert på ft.com 28.10.2012, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/dfe92c58-11f8-11e2-b9fd-00144feabdc0.html#axzz3CteqNwGL>
- HM Treasury (2012), hentet 6.6.2012 fra: [http://www.hm-treasury.gov.uk/d/infrastructure\\_new\\_approach\\_to\\_public\\_private\\_partnerships\\_051212.pdf](http://www.hm-treasury.gov.uk/d/infrastructure_new_approach_to_public_private_partnerships_051212.pdf)
- Jenssen, Åsmund, Silje Harsem, Arndt von Schemde og Anders Berg Skånlund (2011), *Kriterier for sentralnettinvesteringer*, THEMA Rapport 2011-14, hentet 27.6.13 fra: [http://www.regjeringen.no/upload/OED/pdf%20filer/THEMA\\_Rapport\\_Kriterier\\_for\\_sentralnettsinvesteringer.pdf](http://www.regjeringen.no/upload/OED/pdf%20filer/THEMA_Rapport_Kriterier_for_sentralnettsinvesteringer.pdf)
- KPMG (2011), "Infrastruktur og behov etter investeringer med lang løpetid," *Finansnytt* nr 1, 2011.
- KS (2012), *Kollektivt krafttak. Kommunesektoren og NTP 2014-2023*, [http://www.ks.no/PageFiles/27738/KS\\_6k.pdf](http://www.ks.no/PageFiles/27738/KS_6k.pdf)
- NHO (2010), *Raskere og smartere samferdselsutbygging- Innspill til modeller for finansiering og gjennomføring av samferdselsprosjekter*, hentet 29.4.13 fra: <http://helenorge.nho.no/getfile.php/bilder/Raskere%2520og%2520smartere%2520samferdselsutbygging%25281%2529.pdf>
- NIMB (2013), "Infrastructure Investment", NIMB Discussion Note #2 2013.
- Norvegfinans (2013), *Vegen frem til bompengefinansiering*, hentet 22.5.13 fra: <http://www.norvegfinans.com/no/bompenger-i-norge/vegen-frem-til-bompengefinansiering/>
- NTP (2013), *Nasjonal transportplan 2014-2023*. Meld. St. 26 (2012-2013).
- OECD (2013), *The Role of Banks, Equity Markets and Institutional investors in Long-Term Financing for Growth and Development*, Report to G-20 leaders, February 2013.
- OFV (2012), *Kvaliteten på veinettet*, hentet 29.4.13 fra: [http://ofv.no/presse\\_1/artikler\\_2012/kvaliteten\\_p\\_veinettet/content/text\\_df71f61b-97e2-4a93-8541-5c860aa32c9d/1331192232862/kvaliteten\\_pa\\_veinettet\\_ofv.pdf](http://ofv.no/presse_1/artikler_2012/kvaliteten_p_veinettet/content/text_df71f61b-97e2-4a93-8541-5c860aa32c9d/1331192232862/kvaliteten_pa_veinettet_ofv.pdf)
- Pension Danmark (2011), *PensionDanmark vil investere mere i dansk infrastruktur*, publisert på Pension Danmarks hjemmesider 12.05.2011,

<http://www.pension.dk/da/Om-PensionDanmark/Presse/Nyheder/PensionDanmark-vil-investere-mere-i-dansk-infrastruktur/>

- Pöyry (2012a), *Fremtidens godstransportarena 2030*, Pöyry rapport 2012-038.
- Pöyry (2012b), *Næringslivets kostnader ved forsinkelser i Vestkorridoren*, Pöyry rapport 2012-006UK Treasury 2013b.
- Prequin (2014a), 2014 Prequin Global Infrastructure Report.
- Prequin (2014b), 2014 Prequin Sovereign Wealth Fund Review.
- Rasmussen, Ingeborg, Tyra Ekhaugen, Tor Homleidog Steinar Strøm (2012), *Finansiering, effektivitet og styring – Alternative finansierings- og organiseringsformer for transportinfrastruktur*. Vista Analyse, Rapport nummer 2012/19.
- RIF (2010), *State of the Nation*, hentet 29.4.13 fra: <http://rif.no/state-of-the-nation.html>
- TrønderEnergi (2011), "KLP med historisk satsning i Trønderenergi", publisert i bedriftsmagasinet *Lyspunktet*, nr. 4-2011.
- TØI (2007), *Evaluering av OPS i veisektoren*, TØI rapport 890/2007.
- USB (2012), *An introduction to infrastructure as an asset class*, publisert på UBS Asset Managements hjemmesider: [http://www.ubs.com/global/en/asset\\_management/infrastructure-and-private-equity/about\\_iaf.html](http://www.ubs.com/global/en/asset_management/infrastructure-and-private-equity/about_iaf.html)
- OFV (2012), *Kvaliteten på veinettet*, hentet 29.4.13 fra: [http://ofv.no/presse\\_1/artikler\\_2012/kvaliteten\\_p\\_veinettet/content/text\\_df71f61b-97e2-4a93-8541-5c860aa32c9d/1331192232862/kvaliteten\\_pa\\_veinettet\\_ofv.pdf](http://ofv.no/presse_1/artikler_2012/kvaliteten_p_veinettet/content/text_df71f61b-97e2-4a93-8541-5c860aa32c9d/1331192232862/kvaliteten_pa_veinettet_ofv.pdf)

## ***Pöyry er et globalt konsulent- og engineeringsselskap***

**Pöyry** er et globalt konsulent- og engineeringsselskap som har en visjon om å bidra til balansert, bærekraftig utvikling. Vi tilbyr våre oppdragsgivere integrert forretningsrådgivning, helhetlige løsninger for komplekse prosjekter og effektiv, beste praksis design og prosjektledelse. Vår ekspertise dekker områdene industri, energi, byutvikling & mobilitet og vann & miljø. Pöyry har 6 500 eksperter lokalisert i ca. 45 land.

**Pöyrys** forretningsrådgivere veileder kundene og hjelper dem å finne løsninger på komplekse forretningsutfordringer. Gjennom årene har vi bygget opp betydelig næringsspesifikk kunnskap, tankelederskap og ekspertise. Vi setter denne kunnskapen i arbeid på vegne av våre kunder, og bidrar med ny innsikt og nye løsninger på forretnings-spesifikke utfordringer. Pöyry Management Consulting har omtrent 500 konsulenter i Europa, Nord-Amerika og det asiatiske stillehavsområdet.

**Pöyry Management Consulting** norske kontor ligger i Oslo. Vi opererer i skjæringspunktet mellom marked, teknologi og politikk. Vi har bidratt til informert beslutningstaking for virksomheter, organisasjoner og offentlig sektor i mer enn 20 år. Vi tilbyr tre integrerte typer av tjenester og arbeidsmetoder: Markedsanalyse, Markedsdesign og Strategi- og forretningsrådgivning. Våre tre viktigste kompetanseområder er energi, samfunnsøkonomi og miljø og klima.

### **Pöyry Management Consulting (Norway) AS**

Grensens 16  
Oslo

Tlf: 45 40 50 00

Faks: 22 41 19 00

E-post: [oslo.econ@poyry.com](mailto:oslo.econ@poyry.com)

[www.poyry.no](http://www.poyry.no)