

LANGTÍMA FJÁRFESTINGAR Í INNVIÐUM



Björn Z. Ásgrímsson,
Séfræðingur Fjármála-
eftirlitsins er starfar um
þessar mundir að málefnum
lífeyrissjóða hjá OECD í París.

Inngangur

Fjármálagæirinn gegnir lykilhlutverki við fjármögnun arðbærra fjárfestinga. Fyrir utan lánafyrirgreiðslu til skammtíma fjármögnunar fyrir daglegan rekstur fyrirtækja og til annarrar skammtíma fjármögnunar þá eru lánastofnanir og stofnanafjárfestar mikilvægir aðilar við fjármögnun langtíma fjárfestinga. Mikilvægi langtímafjármögnunar felst í þátttöku í fjárfestingum sem til lengri tíma stuðla að hagvexti, fjármálastöðugleika, draga úr atvinnuleysi og styrkja samkeppnisstöðu með fjárfestingum í innviðum samfélagsins, fasteignum, rannsóknum og jafnvel sprotafyrirtækjum.

Stofnanafjárfestar eins og lífeyrissjóðir, fjárfestingasjóðir og tryggingafélög hafa orðið virkari þátttakendur við útvegum langtímafjármögnunar. Í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar var regluverk bankanna hert með CRD IV/CRR reglum og þeim gert erfiðara um vik með langtíma lánafyrirgreiðslu. Að margra mati hefur Solvency II regluverkið einnig gert tryggingafélögum í Evrópu erfiðara um vik við langtímafjárfestingar.

Eftir fjármálakreppuna hafa lágir vextir verið ríkjandi á skuldabréfamarkaði og stýrivextir stærstu hagkerfa heims verið í sögulegu lágmarki í langan tíma. Þessi staða hefur leitt til þess að stofnanafjárfestar eins og lífeyrissjóðir hafa í meira mæli horft til langtíma fjárfestinga í innviðum með það að markmiði að ná hærri ávöxtun en almennt gerist á skuldabréfamarkaði. Aðrir þættir ráða einnig miklu um vaxandi áhuga lífeyrissjóðanna á

þessum fjárfestingum, svo sem betri eigna- og skuldbindingajöfnun, von um tryggara fjárstreymi til lengri tíma, verðbólguvernd og minni fylgni við aðrar fjármálaafurðir og hagkerfið í heild. Í kjölfar fjármálakreppunnar hafa mörg ríki neyðst til að draga verulega úr fjárfestingum í innviðum þannig að þörf fyrir þessar fjárfestingar hefur aukist verulega á liðnum árum og ríkisstjórnir reynt með ýmsum aðgerðum að fá lífeyrissjóði til þátttöku í slíkum fjárfestingum. Í þessari grein verður að mestu fjallað um innviðafjárfestingar út frá sjónarhóli lífeyrissjóða.

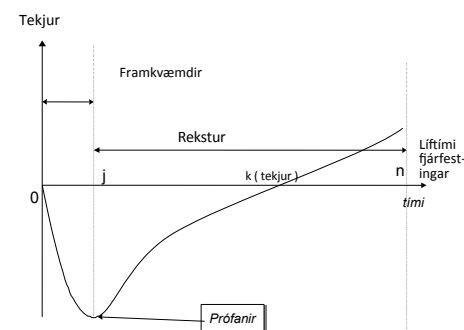
Flokkun fjárfestinga

Fjárfestingum í innviðum er jafnan skipt upp í tvo meginflokkka, annarsvegar fjárfestingu í innviðum eins og virkjunum, raforkukerfum, fráveitum, vegakerfi og fjarskiptum (physical infrastructure), hinsvegar í samfélagslegum innviðum (e. social infrastructure) þar með talið sjúkrahúsum, skólum og öðrum samfélagslegum byggingum. Í fyrri flokknum eru meiri líkur á að fjárfestingin skapi tiltölulega öruggt fjárstreymi til fjárfesta í gegnum gjaldtöku meðal notenda og verði því sjálfbær án beins fjárstuðnings frá hinu opinbera. Í seinni flokknum, félagslegum innviðum, er hið opinbera eðlilega kaupandi þjónustunnar og greiðir þessa fjárfestingu til baka samkvæmt samningi við fjárfesti.

Það er ljóst að hlutverk hins opinbera er mikilvægt við mótun stefnu varðandi innviðafjárfestingar og einnig við að skapa vettvang til að auðvelda aðkomu stofnanafjárfesta eins og lífeyrissjóða að slíkum fjárfestingum. Í nokkrum löndum hefur verið unnið markvisst að

því að skapa slíkan vettvang, má þar meðal annars nefna Bretland, Ástralíu og Kanada. Þar hafa ríkisstjórnir lagt fram langtíma stefnumörkun og forgangsöröðun vegna nauðsynlegra fjárfestinga í innviðum. Í Ástralíu og Kanada hefur skapast löng hefð og reynsla af fjárfestingum einkaaðila í innviðum og er hlutfall eigna einstakra lífeyrissjóða í þessum eignaflokki allt upp í 15% af heildareignum.

Sérþekking á fjárfestingum í innviðum er augljóslega talin mikilvægur þáttur við mat á slíkum fjárfestingakostum. Slíkar fjárfestingar eru yfirleitt ekki skráðar á opinberum mörkuðum og líftími þeirra er langur sem veldur ákveðinni óvissu í viðbót við óvissu vegna hönnunar, framkvæmdar og reksturs slíkra fjárfestinga. Fjárfestingar þar sem fjárfest er frá grunni, það er að segja frá hönnun og framkvæmd til reksturs (e. greenfield), eru eðlilega taldar áhættusamari en fjárfestingar þar sem uppbyggingu er lokið (e. brownfield) og áhættan takamarkast að mestu við það fjárstreymi sem framundan er á líftíma fjárfestingarinnar. Mynd 1 sýnir dæmigert fjárstreymi við fjárfestingu í innviðum frá uppbyggingu til reksturs.



Mynd 1 Dæmigert fjárstreymi við fjárfestingu í innviðum

Þrátt fyrir nauðsynlegt samstarf milli einkaaðila og hins opinbera (e. public private partnership) við innviða fjárfestingar er almennt talið best að bein þátttaka hins opinbera í verkefnum sé sem minnst, þar með talið beinn fjárstuðningur. Bein þátttaka hins opinbera eykur pólitíska áhættu og getur skapað freistnivanda (e. moral hazard) ef fjárstuðningur er mikill og leitt til þess að ekki sé nægjanlega vel unnið að áhættugreiningu fjárfestingarinnar.¹ Þessi sjónarmið eiga að sjálfsögðu betur við um fjárfestingar í öðrum innviðum en félagslegum en í þeim síðarnefndu er sjálfgefið að þátttaka hins opinbera sé að jafnaði meiri.

Áhætta

Þekking á innviðafjárfestingum er að sjálfsögðu mjög mikilvæg við greiningu og mat á áhættu þeim tengdum. Smærri lífeyrissjóðir hafa að jafnaði ekki byggt upp slíka þekkingu og fjárfesta því yfirleitt í gegnum fjárfestingasjóði sem sérhæfa sig í innviðafjárfestingum og eða eiga samstarf við stærri lífeyrissjóði sem hafa slíka þekkingu. Í slíku samstarfi er sérstakt félag um verkefnið stofnað, í flestum tilfellum samlagshlutafélag (e. general partnership), og fjármögnun verkefnis fer fram í réttu hlutfalli við hlutdeild hvers aðila. Aðrar fjármögnunarleiðir en hlutafé, skráð eða óskráð, eru notaðar eins og skuldabréf eða bein lánaþyrngreiðsla. Greining áhættu og hvernig hægt er að lágmarka hana er og verður alltaf lykilkáttur við aðkomu að innviðafjárfestingu hvort sem hún er gerð í samstarfi við aðra sjóði eða ekki. Til að lágmarka áhættu eru mörg dæmi um að lífeyrissjóðir hafi tekið höndum saman við aðra sjóði og stofnanafjárfesta og staðið myndarlega að fjárfestingum í innviðum og þannig leitt saman þekkingu og fjármagn

Áhættuflokkar	Hönnun og þróun	Framkvæmdir	Rekstur	Við lok líftíma fjárfestingarinnar
Stjórnmal lög/reglur	Umhverfismat	Afturköllun leyfa	Breyting á gjaldtöku	Lengd samnings
	Hærrí hönnunarkostn. (lengra leyfisferli)	Endurupptaka samninga		Úrelding/ónýting
	Breyta gjaldmiðlum skulda			Afhending eignar
	Breytingar á sköttum			
	Samfélagslegt samþykki			
	Reglu- og lagabreytingar			
	Fullnusta samninga, veð og tryggingar			
Efnahags- og viðskiptaumhverfi	Forfjármögnun	Gjaldprot mótaðila		
	Fjármögnunarmöguleikar	Endurfjármögnunaráhætta		
		Lausafjárstaða		
		Breyting á eftirspurn/markaðsaðstæðum		
	Verðbólga			
	Raunvextir			
Breyting á gengi gjaldmiðla				
Tækni	Stjórnarhættir og stjórnun			Hrakvirði fjárfestingarinnar lægri en áætlun
	Umhverfismál			
	Hagkvæmni	Seinkun framkvæmda og aukinn kostnaður	Gallar við framkvæmdirnar og þjónustuna	
	Forminjar			
	Tækni og úrelding			
Óviðráðanlegar aðstæður (force majeure)				

Mynd 2 Áhættuflokkun vegna fjárfestinga í innviðum

við slíkar fjárfestingar. Áhætturnar eru fjölmargar og snúa bæði að hinu opinbera og viðskiptaumhverfinu eins og sést á samantektinni samkvæmt mynd 2.

Kostnaður vegna framkvæmdaleyfa og kaupa á landi getur orðið meiri en reiknað var með. Umhverfismál geta einnig tafið framkvæmdir og leitt till aukins kostnaðar vegna seinkunar verkloka. Einnig geta leyfi vegna framkvæmdanna verið afturkölluð, af

ýmsum ástæðum, eftir að þær hófust og opinberir aðilar neytt fjárfesta til endurupptöku samninga. Pólitísk áhætta getur einnig leitt til óæskilegra verðbreytinga á greiðsluflæði fjárfestingarinnar og jafnvel leitt til styttri líftíma hennar en reiknað var með í upphafi. Pólitísk áhætta getur einnig haft víðtæk áhrif á framgang fjárfestinganna, sérstaklega þegar um náið samstarf einka- og opinberra aðila er að ræða (e. public private partnership) og leitt til skerðinga á leigutækjum, tilskildum

leyfum og öðrum samningbundnum greiðslum. Einnig felst viss áhætta í því að skattalegir hvatar sem samið er um við opinbera aðila geta breyst vegna pólitískra afskipta. Það felst alltaf töluverð áhætta í því að stórar fjárfestingar í innviðum verði ekki samþykktar af hinum almenna borgara (e. social acceptance) ef þær hafa umtalsverð umhverfis- og félagsleg áhrif. Mótmæli geta leitt til seinkana á verklokum og tekjumissi. Opinberir aðilar sem veitt hafa leyfi til fjárfestingarinnar eða sem þátttakendur í henni geta orðið fyrir neikvæðri umfjöllun í samfélaginu sem síðar leiðir til pólitískra aðgerða með ófyrirsjáanlegum afleiðingum fyrir arðsemi fjárfestingarinnar.²

Efnahagslegar og viðskiptalegar forsendur hafa að sjálfsögðu áhættuþætti í för með sér, þar með talið gjaldþrot þátttakenda, birgja og verktaka. Ef fjármögnun og tekjur eru ekki í sama gjaldmiðli verður til gjaldmiðlaáhætta. Endurfjármögnunaráhætta er til staðar ef upphaflegir fjármögnunarsamningar hafa styttri líftíma en líftími fjárfestingarinnar. Að sama skapi getur vaxta- og verðbólguáhætta verið umtalsverð. Óvissa skapast vegna eftirspurnar eða undirliggjandi þarfar fyrir fjárfestinguna og þar af leiðandi um tekjur. Ef not hennar verða minni en ráðgert var getur það haft veruleg áhrif á áætlað tekjuflæði.

Áhætta getur skapast vegna tæknibreytinga ef fjárfestingin byggir

á sérstökum tæknilegum forsendum sem geta reynst úreltar eða óþarfar þegar fram í sækir. Eðlilega fylgir því meiri áhætta ef fjárfest er í innviðum sem byggja á nýrri tækni. Stjórnun og stjórnarhættir í tengslum við fjárfestinguna geta reynst ófullnægjandi og leitt til vanmats á áætluðum kostnaði og tekjum og seinkunar framkvæmda. Náttúruhamfarir og umhverfismál eru og áhættuþættir sem taka þarf inn í myndina við áhættumat. Sú þróun hefur átt sér stað síðastliðin ár að lífeyrissjóðir eru í vaxandi mæli farnir að huga meira að umhverfisvænum og samfélagslega ábyrgum fjárfestingum (e. Environmental and Social Governance (ESG)) og því hefur aðhald á þessu sviði aukist. Neikvæðar afleiðingar fjárfestinga á umhverfið geta haft veruleg áhrif á ímynd og orðsporsáhættu lífeyrissjóða sem standa í slíkum fjárfestingum.

Lokaorð

Enn eru fjárfestingar stærstu lífeyrissjóða í innviðum mjög litlar, að jafnaði innan við 2% af heildareignum innan aðildarlanda OECD.³ Ekki eru til tiltæk gögn um fjárfestingar minni sjóða í innviðum en talið er að þær séu mun minni en hjá þeim stærstu. Aukning fjárfestinga á þessu sviði er tvímælalaust framundan hjá lífeyrissjóðum ef gott samstarf tekst við hið opinbera. Hafa stefnumarkandi aðilar bent á knýjandi þörf fyrir auknar fjárfestingar í innviðum og hvatt til fjárfestinga með ýmsum hætti.⁴ Alþjóðlegir fjárfestar telja að skortur á gögnum um árangur af fjárfestingum í

innviðum leiði í mörgum tilfellum til minni áhuga lífeyrissjóða á þessari tegund fjárfestinga. Þátttaka og fjárstuðningur hins opinbera er ekki talinn mikilvæg forsenda fyrir innviðafjárfestingum eins og áður hefur komið fram.⁵ Þekking á innviðafjárfestingum er mikilvæg forsenda fyrir árangri og er í flestum tilfellum einungis á færri stærri sjóða. Samstarf lífeyrissjóða eða óbein fjárfesting í gengum sérhæfða fjárfestingasjóði getur stuðlað að því að bæta úr þessum þekkingarskort. Einnig eru dæmi um að lífeyrissjóðir hafi keypt sérhæfð fjárfestingafélög í innviðafjárfestingum og aflað sér þannig viðeigandi þekkingar. Þetta hefur danski ATP lífeyrissjóðurinn gert með kaupum á umtalsverðum hlutum í fjárfestingasjóðnum CP2 sem sérhæfir sig í innviðafjárfestingum og hefur með þeim hætti eignast vegi, flugvelli og hafnir innanlands og erlendis.

Þótt íslenska hagkerfið sé lítið er sams konar þörf fyrir innviðafjárfestingar hér á landi og eru áskoranir í því sambandi í nánustu framtíð áþekkar því sem gerist í nágrannalöndunum. Því getur reynsla annarra þjóða á þessu sviði nýst opinberum aðilum og stofnanafjárfestum hér á landi. Vegna smæðar íslenskra lífeyrissjóða er þess ekki að vænta að þeir hafi yfir að ráða sérhæfðri þekkingu á innviðafjárfestingum enda að litlu leyti verið beinir þátttakendur í slíkum fjárfestingum á liðnum árum. Ein helsta forsenda fyrir þáttöku íslenskra lífeyrissjóða í innviðafjárfestingum er öflugur samstarfsvettvangur

² OECD Infrastructure Financing Instruments and Incentives Part II (2015)

³ OECD Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Fund (2014)

⁴ OECD Annual Survey of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Fund (2014) bls. 21, World Economic Forum 2014. EU Rules to Promote Investments in Infrastructure Projects 2015

⁵ Berwin, Leighton and Paisner/Prequin (2013)

gagnvart stjórnvöldum og að fyrir liggja stefnumörkun til lengri tíma og forgangsroðun um slíkar fjárfestingar. Fjárfestingar í félagslegum innviðum eru líklega síður áhugaverðar en fjárfestingar í öðrum innviðum vegna þess að greiðsluflæði þeirra fyrrnefndu byggir yfirleitt á skuldbréfum útgefnum af hinu opinbera. Nú þegar er stærstur hluti eigna íslenskra lífeyrissjóða skuldabréf útgefín af hinu opinbera eða

með ábyrgð þess. Fjárfestingar í öðrum innviðum eins og vegaf framkvæmdum geta verið erfiðar hér á landi án aðkomu hins opinbera vegna fámennis og hættu á að gjaldtaka standi ekki straum af fjárfestingunni. Hvalfjarðargöngin eru þó velheppnað dæmi um innviðafjárfestingu erlendra og innlendra fjárfesta. Erlendir fjárfestar fjármögnuðu framkvæmdina í upphafi (e. greenfield) og innlendir aðilar, þar með talið lífeyrissjóðir,

komu að langtímafjármögnun nálægt verklokum (e. brownfield). Fjárfestingar í virkjunum og dreifikerfum geta verið álitlegur kostur þar sem auðveldara er að taka gjald af þeim sem nýta fjárfestinguna. Einnig gætu hafnir og flugvællir verið álitlegir kostir sem innviðafjárfestingar fyrir íslenska lífeyrissjóði.

