



NORGES BANK

Finansdepartementet  
Boks 8008 Dep.  
0030 Oslo

Dato: 20.12.2016

## Investeringer i unotert infrastruktur i Statens pensjonsfond utland

Norges Bank anbefalte i brev 2. desember 2015 at det bør åpnes for at deler av fondet kan investeres i unotert infrastruktur. Banken skrev at: «... *det er rimelig å anta at investeringer i unotert infrastruktur på sikt vil kunne gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko i fondet. Fondets størrelse og langsiktighet kan tilsa at fondet er godt egnet til å investere i enkelte typer infrastruktur*». Investeringsmulighetene vil variere over tid, og banken mente det var uhensiktsmessig å forplikte seg til å følge et bestemt tempo i oppbyggingen av fondets eventuelle investeringer i unotert infrastruktur. I tråd med dette var bankens råd at rammen for unoterte infrastrukturinvesteringer burde angis som et intervall mellom null og fem prosent av fondets samlede forvaltningskapital.

Departementet valgte i første omgang å ikke følge bankens råd i Meld. St. 23 (2015-2016). Stortinget sluttet i Innst. 326 S (2015-2016) seg til departementets vurdering om å ikke åpne for unoterte infrastrukturinvesteringer nå, men ba departementet om å arbeide videre med spørsmålet og legge frem en ny vurdering i fondsmeldingen våren 2017. Som en del av denne vurderingen ble regjeringen bedt om å belyse hvordan risikoen ved slike investeringer kan rammes inn, og hvordan en kan sikre størst mulig åpenhet om forvaltningen av eventuelle investeringer i unotert infrastruktur. Finansdepartementet ber i brev 4. juli 2016 om bankens vurderinger.

Banken er også bedt om å vurdere hvordan risikoen ved infrastrukturinvesteringer har vært håndtert i andre fond. De siste årene er flere infrastrukturprosjekter blitt finansiert med privat kapital fra store institusjonelle investorer.<sup>1</sup> Det er lite offentlig tilgjengelig informasjon om

---

<sup>1</sup> Se for eksempel Inderst (2013), *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*, EIB Working Papers 2013/02 og Della Croce and Yermo (2013), *Institutional Investors and Infrastructure Financing*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No. 36.

hvordan disse investorene håndterer risikoen unoterte infrastrukturinvesteringer innebærer. Det er vårt inntrykk at risikoen normalt håndteres gjennom en kombinasjon av konkrete investeringsrestriksjoner, grundige analyser i forkant av investeringene og løpende oppfølging.

Banken skisserer i dette brevet et sett investeringsrestriksjoner som vil bidra til å begrense den særskilte risikoen ved fondets eventuelle unoterte infrastrukturinvesteringer. Vi foreslår videre at investeringer i unotert infrastruktur bør reguleres etter samme modell som fondets investeringer i unotert eiendom, og redegjør for hvordan vi gjennom den offentlige rapporteringen vil kunne sikre størst mulig åpenhet om infrastrukturinvesteringene. Banken har ikke gjennomført en ny, bred vurdering av infrastrukturinvesteringer nå, men bygger på analysene som lå til grunn for rådet om å åpne for unoterte infrastrukturinvesteringer i brev 2. desember 2015.<sup>2</sup>

### **Investeringsrestriksjoner**

Banken skrev i brev 2. desember 2015 at: «*Avkastnings- og risiko egenskapene ved infrastrukturinvesteringer vil generelt variere med typen anlegg, om det er et utviklingsprosjekt eller anlegg som allerede er i drift, hvilket land eller region investeringen gjennomføres i, hvordan kontrakten er utformet og valg av finansielt instrument*». Det vil være naturlig å definere et sett av restriksjoner som søker å ramme inn risikoen langs nettopp disse dimensjonene. På samme måte som for fondets øvrige investeringer vil det fortsatt være risiko ved slike investeringer.

Investeringsrestriksjonene kan enten angis av departementet i mandatet for forvaltningen, alternativt kan det overlates til hovedstyret å fastsette konkrete restriksjoner på gitt områder. Sistnevnte tilnærming vil samsvare med reguleringen av fondets investeringer i unotert eiendom. Bankens forslag til hvordan restriksjoner for investeringer i unotert infrastruktur kan utformes følger nedenfor:

#### *Land*

Driften av infrastrukturprosjekt er normalt gjenstand for offentlig regulering. En uventet endring i rammebetingelsene kan endre verdien av investeringene. En mulig tilnærming for å redusere risikoen dette eksponerer fondet mot, er å begrense investeringene i unotert infrastruktur til jurisdiksjoner med velfungerende rettssystemer hvor myndighetene har erfaring med private eiere av infrastruktur. I tråd med dette er det hensiktsmessig å begrense universet for unoterte infrastrukturinvesteringer til de mest utviklede landene i Europa, Nord-Amerika og Oceania.

#### *Typer anlegg*

Infrastrukturinvesteringer omfatter et bredt sett av forskjellige typer anlegg med lang levetid, som for eksempel veier, havner, flyplasser, vann- og avløpsnett, kraftforsyning og

---

<sup>2</sup> NBIM Diskusjonsnotat 2/2013: *Infrastrukturinvesteringer*, NBIM Diskusjonsnotat 4/2015: *Fornybar energi investeringer*, og NBIM Diskusjonsnotat 5/2015: *Infrastrukturinvesteringer i mindre modne markeder*.

telekommunikasjon. Dersom departementet åpner for unoterte infrastrukturinvesteringer, vil banken tilnærme seg investeringsmulighetene og bygge kompetanse gradvis. Investeringer i energi, kommunikasjon og transport fremstår som de mest aktuelle alternativene nå. Dette er investeringsområder i vekst hvor det både er erfaring med og aksept for privat eierskap. Spesielt gjelder dette de to første av disse tre typene anlegg. Begrensninger på hvilken type infrastrukturprosjekt fondet kan investeres i er en fornuftig måte å ramme inn risikoen slike investeringer innebærer.

#### *Typen prosjekter*

Risikoen i et infrastrukturprosjekt vil variere avhengig av om det er et utviklingsprosjekt eller en investering i et anlegg som allerede er i drift. I utviklings- og utbyggingsfasen kan det blant annet være risiko knyttet til løyver, rettigheter og kontraktsforhandlinger i tillegg til konstruksjonsrisiko og generell usikkerhet om etterspørselen etter den aktuelle tjenesten. Det vil i første omgang vil være aktuelt å vurdere investeringer i infrastruktur med stor grad av sikkerhet om fremtidig inntjening.

#### *Samarbeid/eierskap*

Det vil ikke være naturlig for banken å gjennomføre de første infrastrukturinvesteringene på egenhånd. En mulighet kan være å investere sammen med institusjoner som multilaterale/regionale utviklingsbanker eller nasjonale infrastrukturbanker.<sup>3</sup> Samarbeid med lokalt baserte partnere gir nødvendig lokalkunnskap og legger til rette for løpende kontakt med myndighetene i landet også etter at investeringen er gjennomført. Slike samarbeid er i dag vanlig praksis for større infrastrukturinvesteringer. Det kan stilles krav om at banken skal investere sammen med partnere, og at bankens skal være minoritetsinvestor.

I forkant av alle unoterte infrastrukturinvesteringer vil det gjennomføres en grundig investeringsgjennomgang som søker å avdekke om partene som berøres av prosjektet har sammenfallende interesser. For å sikre stabile rammevilkår på lengre sikt for investeringene, bør forventet avkastning stå i forhold risikoen i det aktuelle prosjektet.

*Risikoen ved unoterte infrastrukturinvesteringer kan begrenses ved å investere i infrastruktur i energi, kommunikasjon og transport i utviklede land i Europa og Nord-Amerika. Det kan stilles krav til samarbeid med partnere og settes begrensninger på fondets eierandel.*

#### **Rammeverk**

Departementet varslet i fondsmeldingen for 2015 at referanseindeksen bare skal bestå av noterte aksjer og obligasjoner og at eiendomsinvesteringene skal inkluderes i rammen for relativ volatilitet. Banken er bedt om å vurdere hvordan investeringer i unotert infrastruktur kan tilpasses en slik modell.

Det er bankens vurdering at eventuelle unoterte infrastrukturinvesteringer bør være underlagt samme type regulering som fondets unoterte eiendomsinvesteringer, jf. bankens brev 10.

<sup>3</sup> Et eksempel på en slik nasjonal infrastrukturbank er nylig etablerte *Canada Infrastructure Bank*.



oktober 2016. Dette innebærer at eventuelle unoterte infrastrukturinvesteringer ikke vil inngå i referanseindeksen, men at investeringene omfattes av rammen for relativ volatilitet. En slik regulering legger til rette for en helhetlig styring av samlet markeds- og valutarisiko i fondet. Dersom departementet bestemmer seg for å åpne for unoterte investeringer i infrastruktur, kan banken komme tilbake til spørsmålet om hvordan risikoen ved eventuelle investeringer i unotert infrastruktur i praksis kan beregnes.

Fondets eventuelle investeringer i unotert infrastruktur vil være lite likvide og ha lang varighet. Hvis unotert infrastruktur ikke er en del av referanseindeksen, vil en beslutning om å investere i unotert infrastruktur representere et avvik fra referanseindeksen. Denne typen avvik er være av en annen karakter enn forvaltningen av fondets investeringer i noterte aksjer og obligasjoner. Bankens rapportering og vurdering av resultatene i forvaltningen vil ta høyde for disse forskjellene.

*Fondets investeringer i unotert infrastruktur bør reguleres etter samme modell som fondets investeringer i unotert eiendom. Det settes en øvre grense for hvor stor andel av fondet som kan investeres i unotert infrastruktur.*

### **Operativ gjennomføring**

Dersom departementet åpner for unoterte investeringer i infrastruktur vil banken, som vi skrev i vårt brev 2. desember 2015, tilnærme seg investeringsbeslutningene og bygge kompetanse gradvis, og på samme måte ble gjort for de første investeringene i unotert eiendom. Antallet eventuelle infrastrukturinvesteringer vil være få, fordrer en annen oppfølging enn noterte investeringer, men kan gjennomføres med vesentlig færre ansatte enn forvaltningen av unoterte eiendomsinvesteringer.

*Banken vil kunne bygge på eksisterende kompetanse og beslutningsstruktur i den operative gjennomføringen av unoterte investeringer i infrastruktur.*

### **Åpenhet**

Banken legger stor vekt på åpenhet om forvaltningen av fondet. Det er vårt mål at det norske folk og andre interessenter finner den informasjon de ønsker om fondet og alle fondets investeringer.

Den offentlige rapporteringen gir en rettvise og utfyllende oversikt over hvordan vi løser forvaltningsoppdraget. Bankens kvartals- og årsrapporter om forvaltningen består av en regnskapsdel og en beskrivende del. Regnskapet avlegges i henhold til den internasjonale regnskapsstandarden IFRS. I henhold til kravene i regnskapsstandarden gir vi i disse rapportene blant annet opplysninger om prinsippene som ligger til grunn for verdsettelsene av instrumentene i fondet, hvilke målemetoder vi benytter, resultatutviklingen og en vurdering av risikoen i fondet. Gjennom den offentlige rapporteringen søker banken å gi en bredest mulig redegjørelse for resultatene i forvaltningen.



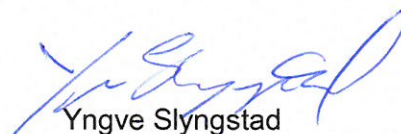
Banken offentliggjør også annen type informasjon og analyser som har til formål å øke den offentlige kunnskapen om hvordan vi gjennomfører forvaltningsoppdraget. Sentrale publikasjoner i denne sammenhengen er våre diskusjonsnotater, posisjonsnotater, forvalterperspektiver og forventningsdokumenter. Peterson Institute rangerer fondet som det mest åpne av alle statlige investeringsfond.

Vi vil i den offentlig rapporteringen søke å gi et bredest mulig bilde av hvilke forhold som driver avkastningen på infrastrukturinvesteringene og hvilke typer risiko investeringene eksponerer fondet mot. I 2016 publiserte vi for første gang en egen rapport om fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Vi vil etterstrebe å gi samme detaljerte informasjon om fondets unoterte infrastrukturinvesteringer.

*Banken vil gi samme detaljerte informasjon om fondets investeringer i unotert infrastruktur som om fondets øvrige investeringer.*

Med hilsen

  
Øystein Olsen

  
Yngve Slyngstad