

Unoterte infrastruktur-investeringer



Ekstern vurdering av politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko

Rapport til Finansdepartementet
1. desember 2016

Denne rapporten ble utviklet utelukkende for intern bruk av Finansdepartementet og dets personell. Den er ikke tiltenkt å, og skal heller ikke, stoles på av en annen part, og derfor er alle andre personer eller enheter som kan motta denne rapporten eller informasjonen den inkluderer herved informert om at (i) de er ansvarlige for sine egne analyser og kan ikke stole på noe informasjon som er inkludert i rapporten, (ii) slik informasjon kan være subjektiv og / eller basert på forutsetninger som ikke er oppgitt her, (iii) det er ikke tillatt å kopiere eller distribuere denne rapporten til en tredjepart uten skriftlig samtykke fra McKinsey & Company og Finansdepartementet, og (iv) McKinsey & Company gir ingen løfter eller garantier, blant annet til nøyaktigheten eller fullstendigheten av informasjonen i dette dokumentet.

Denne rapporten utgjør ikke juridisk, regulatorisk, regnskapsmessig, skattemessig eller tilsvarende faglig råd som vanligvis blir levert av lisensierte eller sertifiserte aktører. McKinsey & Company er ikke en investeringsrådgiver, og dermed hverken kan eller vil McKinsey & Company gi investeringsråd. Ingenting i dette dokumentet er tiltenkt å være et investeringsråd, eller en anbefaling av en bestemt transaksjon eller investering, noen form for transaksjon eller investering, fortjenesten av å kjøpe eller selge verdipapirer, eller en invitasjon eller tilskyndelse til å delta i investeringsaktivitet.

Unoterte infrastruktur-investeringer

Ekstern vurdering av politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko

Innhold

Sammendrag	5
1. Innledning.....	8
2. Investeringslandskapet for unotert infrastruktur	10
3. Forskjeller mellom unoterte investeringer i infrastruktur og fast eiendom	14
4. Politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko og relaterte risikoreduserende tiltak	17
5. Hvordan ledende institusjonelle investorer håndterer risiko forbundet med unotert infrastruktur	23
6. Eksempler på hendelser som har skadet omdømmet til investorer i unotert infrastruktur	31
Referanser	32

Sammendrag

Infrastruktur er en stor og variert aktivaklasse med en verdi på om lag 32 000 milliarder norske kroner, hvorav 4 800 milliarder¹ består av privateide unoterte aktiva². De ulike infrastrukturaktiva spenner fra flyplasser og bomveier til solenergianlegg og sykehus. Ettersom infrastrukturinvesteringer er tett knyttet til realveksten i økonomiene de opererer i, kan investorer oppnå eksponering mot utviklingen i hele økonomier gjennom denne aktivaklassen. Langsiktige investorer tiltrekkes i tillegg av flere egenskaper som karakteriserer mange infrastrukturinvesteringer: en stabil avkastning og kontantstrøm, muligheter for tilpasning av renterisiko på langsiktige fordringer samt fordeler ved portefølje diversifisering. I tråd med dette ser vi at de fleste institusjonelle investorer med langsiktige investeringshorisonter investerer i infrastruktur og øker sine kapitalallokeringer til denne aktivaklassen, opp fra gjennomsnittlig tre prosent i 2012 til fire prosent i 2015. Mange institusjonelle investorer har uttalt en målsetning om en porteføljeandel på ti prosent eller mer i infrastruktur. Investorene er innforstått med at eksponeringen mot politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko er større for investeringer i infrastruktur enn i andre aktivaklasser, og at det er markante forskjeller på tvers av segmentene. For å styre risikoeksponeringen vurderer investorene nøye sine investeringssegmenter (og, tilsvarende, hvilke segmenter de ikke investerer i), avhengig av deres ønskede risikoprofil, kompetanse og evne til å håndtere relevant risiko. Effektiv risikostyring krever spesialkompetanse, og investorene velger forskjellige tilnærminger avhengig av deres investeringsstrategi. Indirekte investorer tyr som regel til eksterne parter, mens direkte investorer som oftest reduserer risiko gjennom en kombinasjon av tett samarbeid med utvalgte partnere og sterk internkompetanse³.

Risiko- og avkastningsprofilen varierer på tvers av segmenter

Investeringer i infrastruktur er utsatt for lignende typer risiko som andre aktiva, men eksponeringen mot politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko er noe større. Dette skyldes i hovedsak at infrastrukturinvesteringer har en viktig rolle for lokalsamfunn, hvilket medfører høyt engasjement fra interessenter. Ettersom aktivaklassen er mangfoldig varierer risikoeksponeringen stort mellom undersektorer, geografiske områder og faser i livssyklusen til anleggene. Risikoen knyttet til disse investeringene må derfor vurderes og håndteres på selvstendig grunnlag. I likhet med andre aktivaklasser er den forventede avkastningen på investeringer i infrastruktur avhengig av den tilhørende risikoeksponeringen, og avkastning og risiko varierer derfor på tvers av segmenter. Enkelte undersektorer, deriblant sosial infrastruktur (som inkluderer sykehus og skoler), vil som oftest tilby lavere risikoeksponering og lavere avkastning. På samme måte har investeringer i nye prosjekter (såkalt greenfield) en annerledes og høyere risikoeksponering og forventet avkastning enn investeringer i eksisterende anlegg (såkalt brownfield)⁴. Mens eksponeringen mot politisk, regulatorisk og omdømmemessig

1 Anslaget gjelder per midten av 2015, ifølge MSCI (2016). Bytteforholdet på 7,97 norske kroner per amerikanske dollar er benyttet gjennom hele rapporten. Dette reflekterer månedlig, gjennomsnittlig bytteforhold mellom valutaene i juni og juli 2015, som oppgitt av Norges Bank (u.å.).

2 Med unoterte aktiva menes aktiva som ikke er notert på en børs.

3 Med direkte investeringer menes investeringer der investorer investerer direkte i unoterte infrastrukturinvesteringer. Slike investeringer involverer som regel mindre enn ti aksjonærer (i noen tilfeller bare én eneste aksjonær), hvorav de fleste velger å ta en aktiv eierskapsrolle. Indirekte investeringer refererer imidlertid til investeringer gjort gjennom tredjeparter, for eksempel infrastrukturfond.

4 "Brownfield" er et begrep for eksisterende infrastrukturinvesteringer som er i driftsfasen i deres livssyklus, mens "greenfield" vanligvis refererer til nye prosjekter eller betydelige utvidelser eller oppgraderinger av eksisterende anlegg.

risiko kan være større for infrastruktur enn innen andre aktivaklasser, er hendelser med store negative konsekvenser for verdien av investeringene relativt sjeldne⁵.

Investorer velger sine investeringssegmenter nøye

Investorer vurderer nøye hvilke infrastruktursegmenter de investerer i, avhengig av hvilken risikoprofil de aksepterer og deres muligheter til å redusere relevant risiko. Redusering og håndtering av risiko krever dyp forståelse av både investeringsobjektet og den lokale konteksten for investeringen. Siden investorens styre ofte er aktivt involvert ved direkte infrastrukturinvesteringer (ettersom slike investeringer som regel er store og innebærer en aktiv eierskapsrolle), kreves det ekspertkunnskap blant investorens styremedlemmer.

Styrets arbeid inkluderer da blant annet utarbeidelse av rammeverk for risikohåndtering og rapportering. Risikoreducerende tiltak, ut over valg av investeringssegmenter, inkluderer å velge de riktige partnerne (for eksempel en partner med lokalkunnskap og et lokalt nettverk); opptre som en ansvarlig investor (eksempelvis ved å følge allment anerkjente prinsipper knyttet til miljø, samfunn og selskapsledelse); samt ha en god dialog med relevante interessenter. Det er også mulig å redusere politisk og regulatorisk risiko gjennom kontraktsutforming og forsikringer. I fremvoksende markeder kan investorer eksempelvis investere sammen med en multilateral utviklingsbank som tilbyr forsikringer, slik som risikogarantier, for en del av investeringen. Investorer kan også tegne en kommersiell forsikring, blant annet mot ufordelaktige endringer i reguleringer.

Tilnærming til risikostyring varierer med investeringsstrategi

Infrastrukturinvestorer kan deles inn i tre arketyper på grunnlag av deres investeringsstrategier: hybridinvestorer, direkte investorer og spesialister innen bestemte typer segmenter. Disse tre arketyperne har forskjellige tilnærminger til risikostyring. Hybridinvestorer investerer gjennom fond og i form av ko-investeringer. De er vanligvis mindre investorer eller mindre erfarne investorer i den relevante undersektoren sammenlignet med de andre to arketyperne. Siden deres direkte innflytelse på investeringsobjektene er begrenset, foregår risikostyringen typisk på porteføljenivå fremfor på nivået til den enkelte investeringen, og de må stole på partnernes kompetanse når det gjelder risikostyring på objektnivå. Direkte investorer har en partnerskapsdrevet tilnærming til risikostyring og velger samarbeidspartnere nøye fra investering til investering. Spesialister bygger opp dyp internkunnskap om infrastrukturinvesteringer og risikostyring innen utvalgte fokusområder. Direkte investorer og spesialister er typisk større eller har lengre erfaring med infrastrukturinvesteringer enn hybridinvestorer. Uavhengig av arketype organiserer investorer ofte direkte infrastrukturinvesteringer ved bruk av integrerte enheter for transaksjoner og forvaltning. Både direkte investorer og spesialister har ofte en stor, om ikke kontrollerende, eierskapsandel og fremmer verdiskaping og risikostyring gjennom aktivt eierskap, for eksempel gjennom å være representert i styret.

⁵ Intervjuer med bransjeksperter (2016)

1. Innledning

Finansdepartementet er ansvarlig for den langsiktige investeringsstrategien for det statlige investeringsfondet, Statens pensjonsfond utland (SPU). Dette inkluderer avgjørelser om risikorammer og rapporteringskrav. Per 1. desember 2016 forvalter fondet aktiva til en verdi på om lag 7 300 milliarder kroner, hvilket utgjør mer enn det dobbelte av Norges årlige BNP. Norges Bank Investment Management (NBIM), en avdeling i Norges Bank, står for den operative forvaltningen av fondet.

I 2015 vurderte Regjeringen om SPU burde åpnes for investeringer i unotert infrastruktur i utlandet. Som en del av denne utredningen konfererte Finansdepartementet med og mottok råd fra Norges Bank⁶ og en ekspertgruppe⁷. Mens Norges Bank og ekspertgruppen anbefalte å åpne for slike investeringer, bestemte Regjeringen seg for å ikke åpne opp for investeringer i unotert infrastruktur på daværende tidspunkt⁸. Regjeringen påpekte at slike investeringer kan være utsatt for stor politisk og regulatorisk risiko. I etterkant av dette ba Stortinget Regjeringen om å fortsette sitt arbeid ved å utrede politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko forbundet med slike investeringer. Regjeringen ble også bedt om å undersøke hvordan slike investeringer kan forvaltes med så stor grad av åpenhet som mulig dersom SPU skulle få mandat til å inkludere denne aktivaklassen i sin portefølje, og hvordan særskilte utfordringer og risikoer forbundet med investeringer i unotert infrastruktur blir håndtert av andre fond.

Finansdepartementet har gitt McKinsey & Company i oppdrag å støtte utredningen ved å utarbeide en faktabasert vurdering av særskilt risiko forbundet med investeringer i unotert infrastruktur, med særlig fokus på politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko. I tillegg skal rapporten undersøke hvordan store institusjonelle investorer håndterer denne typen risiko⁹. Investeringer i unotert infrastruktur i fremvoksende markeder og investeringer i fornybar energi skal vektlegges gjennom rapporten. Konkret inkluderer mandatet:

- Oversikt over størrelse og sammensetning av store institusjonelle investorers investeringer i unotert infrastruktur
- Oversikt over forskjeller mellom investeringer i unotert infrastruktur og fast eiendom med hensyn til kompleksitet, kostnader og åpenhet
- Diskusjon om spesielle utfordringer forbundet med politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko og deres betydning for den forventede avkastningen av investeringer i unotert infrastruktur
- Oversikt over hvordan store institusjonelle investorer organiserer sine investeringer i unotert infrastruktur og håndterer politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko forbundet med disse investeringene

6 Jf., for eksempel, Norges Bank (2015)

7 Van Nieuwerburgh, Stanton, & de Bever (2015)

8 Meld. St. 23 (2015-2016)

9 Politisk og regulatorisk risiko er begrunnet i regjeringers og myndigheters manglende stabilitet og deres evne til å påvirke investeringene, for eksempel gjennom endringer i lovgivning eller regulering (Weber, Staub-Bisang, & Alfen, 2016). Omdømmemessig risiko reflekterer muligheten for og alvorlighetsgraden av hendelser som kan skade en investors omdømme (Eccles, Newquist, & Schatz, 2007).

- Oversikt over åpenhet og rapporteringspraksis knyttet til investeringer i unotert infrastruktur
- Oversikt over eventuelle hendelser som har skadet omdømmet til investorer i unotert infrastruktur

Formålet med denne rapporten er å presentere en gjennomgang av eksterne kilder basert på offentlig tilgjengelig informasjon, intervjuer med bransjeeksperter, og intervjuer med noen av de store internasjonale og nordiske institusjonelle investorene. Mandatet for rapporten er definert slik at den ikke skal inkludere investeringsanbefalinger, men heller fungere som en faktabase for Regjeringen. Det bør bemerkes at denne rapporten ikke inneholder en uttømmende analyse av investeringer i unotert infrastruktur, ettersom rapporten ikke gir et fullstendig perspektiv på avkastning og risiko forbundet med slike investeringer. Rapporten inneholder blant annet ikke noe perspektiv på den potensielle effekten av slike investeringer på porteføljens samlede risiko og avkastning. Det vil si at rapporten ikke dekker eventuelle fordeler ved større diversifisering, og heller ikke risiko utover politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko (som for eksempel operasjonell, konstruksjons- og teknologirelatert risiko). En avgjørelse om å åpne for investeringer i unotert infrastruktur burde ta hensyn til alle disse aspektene.

I denne rapporten presenterer kapittel 2 investeringslandskapet for unoterte infrastrukturaktiva, inkludert noen av de viktigste internasjonale og nordiske institusjonelle investorene. Kapittel 3 drøfter hovedforskjellene mellom investeringer i unotert infrastruktur og unotert eiendom, spesielt med hensyn til kompleksitet, kostnader, åpenhet og rapportering. Kapittel 4 beskriver politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko forbundet med investeringer i unotert infrastruktur. I tillegg skisserer kapittelet mulige tiltak for å håndtere disse risikoene. Kapittel 5 sammenfatter hvordan institusjonelle investorer organiserer investeringer i unotert infrastruktur og styrer politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko forbundet med disse investeringene. Avslutningsvis beskriver kapittel 6 noen eksempler der omdømmet til investorer i unotert infrastruktur har blitt påført skade. Slike tilfeller er relativt uvanlige og forekommer hovedsakelig når investorer unnlater å sette seg grundig inn i risikofaktorer og implementere nødvendige forholdsregler.

2. Investeringslandskapet for unotert infrastruktur

Det følgende kapittelet presenterer investeringslandskapet for unoterte infrastrukturaktiva i store trekk. I tillegg inneholder kapittelet blant annet en oversikt over investeringer i unotert infrastruktur foretatt av de største internasjonale og nordiske institusjonelle investorene i aktivaklassen.

Den samlede verdien av globale infrastrukturaktiva ble estimert til om lag 160 billioner kroner i 2012¹⁰. Omtrent en femtedel av dette er i privat eierskap (dvs. om lag 32 000 milliarder kroner¹¹). Estimerer tilsier at markedet for unotert infrastruktur i privat sektor utgjorde rundt 4 800 milliarder kroner¹² i midten av 2015, fordelt omtrent likt på direkte og indirekte investeringer¹³ (for eksempel gjennom infrastrukturfond).

Unoterte infrastrukturinvesteringer skiller seg fra børsnoterte infrastrukturinvesteringer på en rekke måter. Et eksempel på dette er at verdivurderinger av børsnoterte investeringer er lett tilgjengelige i form av markedspriser, mens verdivurderinger av unoterte investeringer baserer seg på periodiske analyser av gjenanskaffelsesverdien¹⁴. I tillegg er unoterte investeringer mindre likvide, hvilket kan gi potensielle likviditetspremier for investorer som kan bære likviditetsrisiko¹⁵ (slik som langsiktige investorer med begrensede kortsiktige forpliktelser). Noterte infrastrukturinvesteringer har også høyere grad av åpenhet, fordi de er underlagt strenge krav for børsrapportering. Avslutningsvis kan styringsmodellene for notert og unotert infrastruktur være forskjellige. Børsnoterte infrastrukturinvesteringer har typisk styringsstrukturer der et styre representerer interessene til alle aksjonærer, og vanligvis er det ingen større aksjonærer i styret. I unotert infrastruktur representerer styret på samme måte interessene til aksjonærene, men det er mer vanlig at hovedaksjonærer også er representert direkte i styret.

Infrastruktur er en svært variert aktivaklasse som består av aktiva i en rekke undersektorer med vidt forskjellige egenskaper. Aktuelle undersektorer er blant annet: fornybar energi, transport (som flyplasser, kollektivtransport, motorveier og bomveier); ikke-fornybar energi (som ikke-fornybar kraftproduksjon, transmisjon og distribusjon); vann og avløp; sosial infrastruktur (som sykehus og skoler); og andre (som for eksempel telekommunikasjon)¹⁶. Heterogeniteten innen infrastrukturaktiva kan forstås bedre ved å se på forskjellige typer infrastrukturprosjekter. Prosjekter innen fornybar energi, for eksempel, involverer normalt sett ny produksjonsteknologi som fotovoltaiske systemer og solenergidreven katodisk beskyttelse. Disse prosjektene er som oftest privateid, men er i stor grad avhengig av offentlige støtteordninger med forskjellige typer garantier, slik som innmatingstariffer¹⁷ og skattefradrag for produksjon. Prosjekter i transportsektoren, som broer og bomveier, er derimot ofte naturlige monopoler. Denne typen aktiva har tradisjonelt vært eid av det offentlige og er som oftest strengt regulert gjennom konsesjoner, lisenser, tariff,er,

¹⁰ RARE Infrastructure (2013)

¹¹ MSCI (2016)

¹² MSCI (2016)

¹³ Preqin (2016)

¹⁴ Gjenanskaffelsesmodellen er en regnskapsbasert verdsettelsesmetode for ikke-likvide aktiva der det ikke finnes noen lett tilgjengelige markedspriser å lese markedsverdi fra.

¹⁵ Intervjuer med bransjeeksperter (2016)

¹⁶ Rapporten benytter seg av standarden for næringsgruppering brukt av Preqin (2016)

¹⁷ Såkalte feed-in-tariffs brukes ofte for å tiltrekke investeringer i fornybar energi.

regler for prissetting og spesifikasjoner for operativ ytelse. De siste fem årene har fornybar energi vært sektoren med flest transaksjoner, med en andel på om lag 40 prosent¹⁸ av samlet transaksjonsvolum, etterfulgt av transport, ikke-fornybar energi, vann og avløp, og aktiva innen sosial infrastruktur¹⁹.

Makroforholdene for vekst i markedet for infrastrukturinvesteringer synes å være gunstige (selv om hver enkeltinvestering må vurderes individuelt). McKinsey Global Institute (2016) har estimert det samlede globale behovet for infrastrukturfinansiering i perioden 2016-2030 til å være om lag 391 billioner kroner²⁰, kun for å holde tritt med anslått vekst i global BNP. Mens infrastruktur er nært knyttet til BNP, er utgifter for infrastruktur forventet å vokse raskere enn BNP i enkelte områder over samme tidsperiode. For eksempel estimerer McKinsey Global Institute at dersom all infrastruktur i USA skal oppgraderes til en god standard²¹, må infrastrukturutgiftene opp fra et gjennomsnittlig nivå på 2,4 prosent av BNP i perioden 2008-2013 til et gjennomsnittsnivå på 3,1 prosent av anslått BNP i perioden 2016-2030. Anslaget innebærer et gjennomsnittlig årlig finansieringsunderskudd på 1 080 milliarder kroner dersom utgiftsnivået holder seg stabilt på 2,4 prosent av anslått BNP²². Det globale finansieringsbehovet for infrastruktur er en mulig forklaring på hvorfor en stadig større andel av infrastrukturprosjekter blir privatisert. Privat finansiering kan være et godt supplement til offentlige midler i en situasjon med kontinuerlig behov for tjenester innen infrastrukturbygging og -rehabilitering. Privat sektor kan i enkelte tilfeller være godt rustet til å yte slike tjenester til befolkningen²³.

Infrastrukturinvesteringer har en rekke egenskaper som gjør dem attraktive for langsiktige investorer. Slike investeringer er ofte korrelert med BNP-veksten til et land (eller den økonomiske veksten i en region eller en by), hvilket betyr at investoren får eksponering mot utviklingen i landets økonomi i sin helhet²⁴. I tillegg er den lange tidshorisonten for disse investeringene attraktiv for institusjonelle investorer med langsiktige forpliktelser, som pensjonsfond og statlige investeringsfond, ettersom en lang tidshorisont kan utligne rentesensitiviteten på investorens forpliktelser, hvilket resulterer i lavere netto rentesensitivitet for investorens klienter (de som har krav på avkastning)²⁵. Infrastrukturinvesteringer kan bidra til å opprettholde og øke den reelle kjøpekraften til institusjonelle investorers klienter, siden infrastrukturinvesteringer kan tilby stabil og inflasjonsbeskyttet avkastning. Investeringene kan for eksempel generere forutsigbare kontantstrømmer fordi noen infrastrukturprosjekter er beskyttet fra konkurranse, og noen former for risiko kan reduseres gjennom kontraktsutforming eller et regulatorisk rammeverk som inkluderer mekanismer for inflasjonsjustering. Stabile kontantstrømmer gir anledning til en høy gjeldsgrad, og dermed er mange infrastrukturprosjekter høyt belånte investeringer²⁶. Dette resulterer i større utslag på både avkastnings- og risikosiden for egenkapitalinvestorer. Et siste poeng er at infrastrukturinvesteringer kan bidra til å bedre balansen mellom risiko og avkastning i investorers

18 Preqin (2016)

19 Preqin (2016)

20 Estimater er basert på 2015-priser og inkluderer ikke produktivitetsforbedringer. Analysen fra 2016 er et oppdatert perspektiv fra en omfattende studie utført av McKinsey Global Institute i 2013.

21 Definert som å oppnå B-standard, fra nåværende D+, i klassifiseringssystemet til American Society of Civil Engineers (ASCE).

22 McKinsey Global Institute (2016). Beregningene er gjennomført på grunnlag av en definisjon av infrastruktur som inkluderer veier, togbaner, havner, flyplasser, elektrisitet, vann og telekommunikasjon.

23 For eksempel kan private selskaper tilby en grad av spesialisering som kan resultere i et bedre tjenestetilbud for bestemte infrastrukturprosjekter. I tillegg kan den langsiktige investeringshorisonten til private investorer i en del tilfeller bety høy stabilitet i tjenestetilbudet for anleggets brukere.

24 Usikret valutakurseksponering kan påvirke den forventede avkastningen.

25 Denne effekten omfatter nøytralisering av porteføljens durasjon, det vil si tilpasning av renterisikoen på langsiktige fordringer. Skulle renten falle, vil nåverdien av den institusjonelle investorens fordringer øke. Dersom det (nåverdi-vektede) gjennomsnittlige tidspunktet for kontantstrømmene fra investorens aktiva er lik tilsvarende tidspunkt for kontantstrømmene til investors fordringer, vil nåverdien av aktivans kontantstrømmer øke med tilsvarende verdi etter rentefallet. Totaleffekten er lav rentesensitivitet for porteføljens nettoverdi.

26 Høyt belånte investeringer er investeringer hvor andelen gjeldsfinansiering er stor.

portefølje gjennom risikospredning, gitt at infrastruktur har en risiko-avkastningsprofil som ligger et sted mellom statsobligasjoner og noterte aksjer²⁷. Dette gjenspeiles i at institusjonelle investorer har økt sine kapitalallokeringer til unoterte infrastrukturaktiva fra gjennomsnittlig 3,3 til 4,3 prosent²⁸ i perioden 2012-2015. De fleste fond ligger imidlertid fortsatt under ønsket allokeringsmål, som er på 5,7 prosent i gjennomsnitt²⁹, hvilket indikerer økte kapitalallokeringer i fremtiden.

De fleste store institusjonelle investorer har infrastruktur i sine porteføljer og investeringsmandater. Allokeringen av kapital til infrastrukturinvesteringer varierer betydelig mellom de største institusjonelle investorene: fra én prosent av den totale forvaltningskapitalen til mer enn 15 prosent (se Figur 1 for ytterligere detaljer), selv om mange institusjonelle investorer har kommunisert en målsetning om å oppnå en porteføljeandel på ti prosent eller mer innen infrastrukturaktiva³⁰. Disse investorene investerer både direkte og indirekte (for eksempel gjennom infrastrukturfond), men fokuserer i økende grad på direkte investeringer, og bygger opp interne enheter og intern ekspertise. De fleste nordiske investorer allokerer noe mindre kapital til infrastruktur enn den gjennomsnittlige internasjonale institusjonelle investor. De investerer i infrastruktur primært gjennom fond, men også gjennom direkte kanaler. Det fremstår som nordiske investorer i den senere tid setter direkte investeringer på dagsorden i likhet med internasjonale institusjonelle investorer.

FIGUR 1:
STORE INSTITUSJONELLE INVESTORERS INVESTERINGER I INFRASTRUKTUR

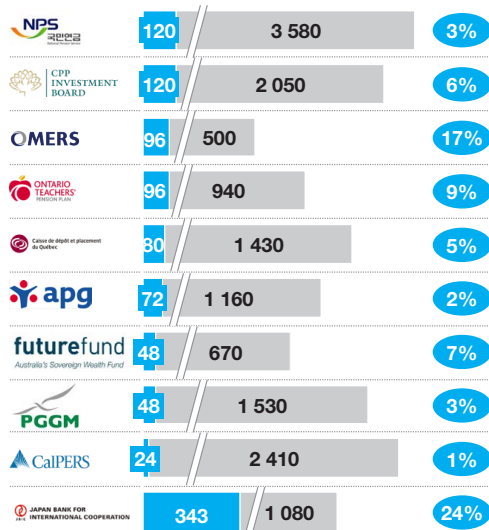
Kapital under forvaltning
Milliarder kroner¹ (2015)

XX% Andel infrastrukturaktiva av kapital under forvaltning

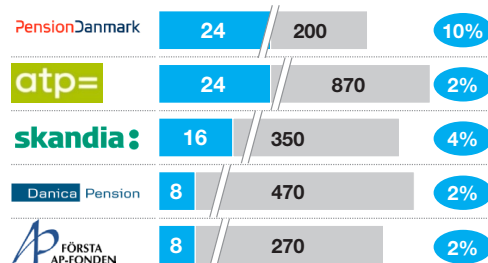
Infrastrukturaktiva

Andre aktiva

Internasjonale institusjonelle investorer



Nordiske institusjonelle investorer



¹ Valutakursen på 7,97 norske kroner per amerikanske dollar, hentet fra Norges Bank (u.å.), er benyttet gjennom hele rapporten. «Andre aktiva» er rundet av til nærmeste ti milliarder kroner.

Merknad: Disse investorene representerer eksempler på institusjonelle investorer med en internasjonal tilstedeværelse i unotert infrastruktur.

Kilder: Preqin (u.å.)

²⁷ Intervjuer med bransjeeksperter (2016)

²⁸ Preqin (2016)

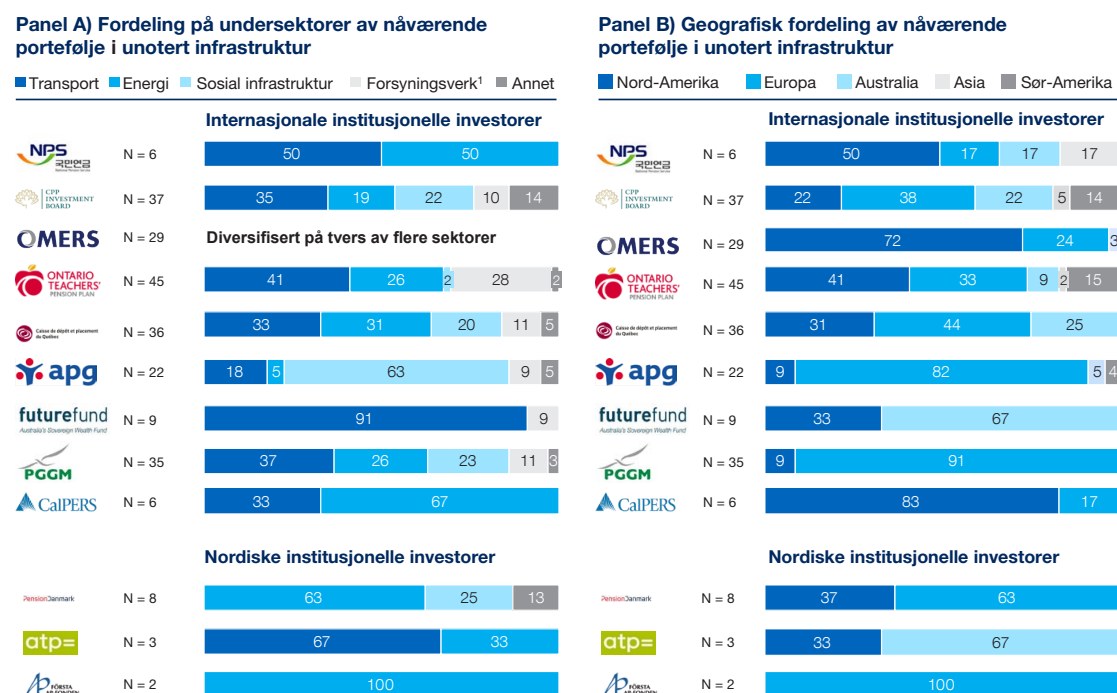
²⁹ Preqin (2016)

³⁰ Intervjuer med institusjonelle investorer (2016)

Direkte investeringer kan resultere i en høyere grad av kontroll og åpenhet for investoren, redusere utfordringer forbundet med motstridende interesser (for eksempel på grunn av ulike investeringshorisonter), og tilby lavere investerings- og forvaltningskostnader enn indirekte investeringer. Nesten tre fjerdedeler, 74 prosent, av de institusjonelle investorene som svarte på en undersøkelse fra McKinsey & Company³¹ sier at de 'mest sannsynlig' eller 'høyst sannsynlig' skal bygge kapasitet for direkteinvesteringer i infrastruktur før 2020. Dette er en trend vi også ser i eiendoms- og private equity-sektoren. Større investorer benytter seg i økende grad av direkteinvesteringer, fordi kostnadene ved å sette opp og drifte en intern enhet som investerer direkte er mindre enn kostnadene ved å benytte seg av eksterne kapitalforvaltere. Mindre investorer, derimot, tyr som regel til fond for å få tilgang til aktivaklassen og fordelene den tilbyr, fordi slike investorer har begrensede muligheter til å investere direkte.

Større institusjonelle investorer har svært varierte infrastrukturporteføljer, som vist i Figur 2. Flesteparten av disse investorene har eksponering mot flere undersektorer. De investerer hovedsakelig i aktiva innen transport (som flyplasser, bomveier og sjøhavner), ikke-fornybar energi (som kraftproduksjon fra gass, kraftoverføring, og midtstrøms naturgass), og fornybar energi (som produksjon av vindkraft). Mesteparten av deres aktivitet foregår i markeder som ligner på deres hjemmemarked. I tillegg virker det som om de fleste institusjonelle investorer fokuserer på investeringer i eksisterende anlegg (brownfield) heller enn nye prosjekter (greenfield). Det virker som det er en viss modenhetskurve ved at investorer ofte starter med å investere i eksisterende anlegg og deretter bygger spesialisert kunnskap, før de eventuelt tar steget mot investeringer i nye prosjekter.

FIGUR 2:
FORDELING AV DIREKTE, UNOTERTE INFRASTRUKTURINVESTETERINGER
Prosent



¹ Med forsyningsverk menes infrastruktur som omhandler levering og håndtering av vann og avfall, samt enkelte energiprosjekter grunnet forskjeller i rapportering.

Merknad: Disse investorene representerer eksempler på institusjonelle investorer med en internasjonal tilstedeværelse i unotert infrastruktur.

Kilder: Preqin (u.å.)

³¹ McKinsey & Company 2015 Global Institutional Investor Survey omfatter en undersøkelse med svar fra 40 ledere i 27 av verdens ledende pensjons- og statlige investeringsfond som forvalter en samlet kapital på 59 billioner kroner (McKinsey & Company, 2015).

3. Forskjeller mellom unoterte investeringer i infrastruktur og fast eiendom

Dette kapittelet drøfter de viktigste forskjellene mellom unoterte investeringer i infrastruktur og unoterte investeringer i fast eiendom, spesielt med hensyn til kompleksitet, kostnader og åpenhet.

Aktiva innen både infrastruktur og fast eiendom blir gjerne kalt “realaktiva”, men det finnes markante forskjeller. I utviklede markeder er flesteparten av infrastrukturinvesteringene eid av staten og andre offentlige virksomheter, og det private markedet innen infrastruktur er mindre i størrelse og mindre utviklet enn det er innen fast eiendom³². Infrastrukturinvesteringer som vannbehandlingsanlegg, broer og kraftnett opererer lokalt og har en viktig rolle for lokalsamfunn. Derfor har infrastrukturinvesteringer en høy grad av synlighet og blir ofte sett på som fellesgoder. Som et resultat av dette er de underlagt strengere statlig regulering og hyppigere statlige inngrep. Innenfor eiendomssektoren gjelder dette kun for bygg med spesiell betydning, for eksempel bygg som symboliserer kulturarven til et land eller er en del av bestemte urbaniseringsprosjekter³³. Disse særegenhetene øker kompleksiteten og kostnadene forbundet med å investere i og forvalte infrastrukturinvesteringer sammenlignet med fast eiendom. Gitt at infrastruktur er en svært variert aktivaklasse, finnes det imidlertid også segmenter med mindre kompleksitet enn innen fast eiendom. Mens offentlig oppmerksomhet fører til høye krav til åpenhet rundt infrastrukturinvesteringer, kan markedsdata være mangelfull og

FIGUR 3:
SAMMENLIGNING AV UNOTERTE INVESTERINGER I INFRASTRUKTUR OG FAST EIENDOM

		Unotert infrastruktur	Unotert eiendom
Marked	Størrelse	~4 800 mrd. kroner	~56 000 mrd. kroner
	Modenhetsgrad ¹	Lav	Høy
	Heterogenitet av aktiva	Høy	Lav
Kompleksitet	Viktighet for lokalsamfunnet	Høy	Lav
	Eksposering til politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko	Høy	Lav
Åpenhet	Eksterne opplysningskrav	Høy	Lav
	Kvalitet på markedsdata	Lav	Middels
	Informasjon til majoritetsiere	Investordrevet	Investordrevet

Merknad: Denne vurderingen er relativ og veiledende for det gjennomsnittlige segmentet i hver aktivaklasse.

¹ For eksempel i form av standardisering av praksiser og rammeverk for transaksjoner, i tillegg til antall tjenesteytere og deres grad av spesialisert ekspertise.

³² For eksempel når det gjelder standardisering av praksiser og rammeverk for transaksjoner, i tillegg til antall tjenesteytere og deres grad av spesialisert ekspertise.

³³ Intervjuer med bransjeeksperter (2016)

fragmentert fordi det er store forskjeller mellom de enkelte aktiva. Betydelige eiere kan imidlertid be om å få utlevert relevante data for enkelte investeringer. Figur 3 oppsummerer de viktigste forskjellene mellom investeringer i uotert infrastruktur og fast eiendom med hensyn til marked, kompleksitet og åpenhet. Oversikten er kun indikativ, og ettersom heterogeniteten innenfor aktivaklassen infrastruktur er stor, kan det forekomme unntak. Avkastningsegenskapene til de to aktivaklassene er ikke inkludert i figuren.

Mindre, mer komplekst og mindre utviklet marked

Det internasjonale markedet for infrastruktur er mindre, mer sammensatt og mindre utviklet enn markedet for fast eiendom. Mens det internasjonale, tilgjengelige kapitalmarkedet for infrastruktur er på 4 800 milliarder kroner, er uotert eiendom verdens største real-aktivaklasse, på om lag 56 000 milliarder kroner³⁴. Markedet for infrastruktur er mer variert og spenner fra kraftnett og broer til flyplasser og sykehus. I tillegg er aktiva innen infrastruktur mindre omsatt enn aktiva innen fast eiendom, som drar nytte av sterke sekundære markeder for et bredt spekter av egenkapital- og gjeldsinstrumenter. Markedet for privat infrastruktur har i hovedsak utviklet seg gjennom de siste 20 årene, og standardisering av praksis er begrenset. Det finnes for eksempel mange ulike rammeverk for transaksjoner, og disse varierer i stor grad mellom regulatorer på tvers av geografier og undersektorer. Slike rammeverk inkluderer Offentlig-privat samarbeid (OPS), Privat finans-initiativ (PFI), såkalt Alternative Financing and Procurement (AFP), direkte innkjøp og direkte salg. I tillegg varierer standardene for verdivurderinger av ikke-likvide infrastrukturaktiva (som vanligvis baserer seg på analyser av gjenanskaffelsesverdien), derfor kan investorer få forskjellige verdivurderinger for samme infrastrukturprosjekt når de har investert gjennom flere fond eller andre investeringskanaler. Avslutningsvis finnes det færre tjenesteytere på infrastrukturmarkedet enn i eiendomsmarkedet, og disse er vanligvis også mindre spesialiserte. Imidlertid finnes det noen segmenter innen infrastruktur med en lavere grad av kompleksitet, for eksempel når det gjelder markedspraksis for transaksjoner og spesialisert ekspertise hos tjenesteytere. Termisk produksjon av kraft (som for eksempel fra gasskraftverk) er en slik relativt moden undersektor. Teknologien er standardisert og den operasjonelle kompleksiteten er lav sammenlignet med for eksempel kjernekraft. Derfor er prosjektfinansiering for denne typen anlegg godt etablert, og prosjekter har blitt gjennomført mange steder i verden³⁵.

Fast eiendom, derimot, er en mer etablert aktivaklasse med en lang historie. Markedspraksis for transaksjoner (slik som kontraktsutforming) og eierskapsstrukturer (slik som Real Estate Investment Trusts, REITs) er i større grad standardisert, og det finnes et bredt spekter av spesialiserte tjenesteytere på markedet, slik som agenter, meglere, banker, andre typer finansielle tjenesteytere og spesialiserte niserådgivere.

Heterogenitet og risikoeksponering driver økt kompleksitet

Den offentlige funksjonen og den store betydningen til infrastrukturprosjekt (som veier, vannanlegg og t-banesystemer) for lokalsamfunn kan øke politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko. Greenfield-prosjekter medfører som oftest betydelige forstyrrelser i status quo og har et betydelig høyere verdi-skapingspotensial for lokalsamfunn enn et hvilket som helst enkeltprosjekt innen fast eiendom. En ny flyplass, for eksempel, beslaglegger store arealer og skaper betydelig støyforurensning, men samtidig fører den til en stor økning i økonomisk vekst, flere lokale arbeidsplasser og bedre transportmuligheter for store grupper av mennesker. På lik linje med en ny flyplass skaper også en ny t-banelinje store forstyrrelser under byggetiden, men når den er ferdig stiger naboeiendommene i verdi og t-banen bringer økonomisk vekst og nye jobber langs t-banekorridoren. Lokalsamfunn er spesielt følsomme for driften av bestemte typer infrastrukturprosjekt, slik som vannbehandlingsanlegg

³⁴ MSCI (2016)

³⁵ Intervjuer med bransjeeksperter (2016)

og sykehus. Gitt deres samfunnsmessige betydning er nivået av offentlig koordinering og regulering rundt denne typen anlegg naturligvis svært høyt. Mens eiendomsmarkedet for det meste er konkurranseutsatt, er infrastrukturprosjekt ofte naturlige monopoler eller kvasi-monopoler, som kraftnett, flyplasser og bomveier. For tjenester levert av disse anleggene kan ikke lokalsamfunn simpelthen bytte til en bedre leverandør. Enkelte infrastrukturprosjekt, spesielt de med mye internasjonal trafikk (som flyplasser og havner), skaper strategiske konkurransefortrinn for regioner og til og med hele land. Rørledninger for råolje og gass kan eksempelvis øke diversifiseringen i energiforsyningen og gjøre et land mer uavhengig av andre land. Generelt sett er infrastrukturinvesteringer eksponert mot et bredere spekter av risiko og underlagt strengere regulering enn aktiva innen eiendomssektoren. Investeringer i fast eiendom innebærer begrenset regulatorisk risiko, som hovedsakelig går ut på bankreguleringer.

Både brownfield- og greenfield-investeringer innen infrastruktur innebærer som regel mer komplekse risikoer enn investeringer i fast eiendom. Eksisterende infrastrukturprosjekt er vanligvis utsatt for operasjonell risiko, kapitalrisiko, miljø- og omdømmemessig risiko, samt teknologisk og motpartsrisiko, mens eksisterende aktiva innen fast eiendom kan struktureres gjennom trippel netto leieavtaler slik at leietakerrisiko er den eneste risikoen eier trenger å bære³⁶. Når det gjelder nye prosjekter er investeringer i infrastruktur og fast eiendom utsatt for lignende typer risiko. Risiko forbundet med lokalisering, konsesjonering, konstruksjon og miljø kan imidlertid være større for infrastrukturinvesteringer, ettersom nye prosjekter kan ha vesentlige konsekvenser for lokalsamfunn både i form av omfang og varighet. I tillegg spenner noen greenfield-prosjekt innen infrastruktur over kommune-, delstats- eller til og med landegrenser. Siden reguleringer av lokalisering, konsesjonering og miljø er forskjellige i disse jurisdiksjonene pleier risikoen å være større ved greenfield-investeringer. Utbyggingsprosjekt innen fast eiendom krysser ikke kommune-, delstats- eller landegrenser og er derfor ikke utsatt for disse typer risikoer.

Allmenn interesse krever økt åpenhet

Infrastrukturprosjekt tilbyr som regel større åpenhet rundt operasjonell, finansiell og miljømessig informasjon til lokalsamfunn enn prosjekter innen fast eiendom. Et statseid kraftselskap kan for eksempel publisere detaljerte data (rundt strømpriser og kostnader, strømforbruk, kapitalplanlegging og driftsresultater) til sine brukere og lokalsamfunn. Den offentlige interessen for infrastrukturprosjekt driver krav og forventninger om offentlig opplysning³⁷. Innen eiendomssektoren er informasjonen ofte bare tilgjengelig for investorene; graden av både offentlig oppmerksomhet og opplysningsplikt er begrenset. Selv om det offentliggjøres mer informasjon enn innen eiendomssektoren, kan eksterne rapporteringskrav for infrastrukturprosjekt variere betydelig (selv for børsnoterte aktiva). Som en følge av dette er markedsdata for infrastruktur ofte fragmentert og mindre enhetlig enn data for eiendomsmarkedet. Majoritetsinvestorer i begge aktivaklassene har like mye effektiv kontroll over informasjonsflyten og kan implementere rapporteringsstrukturer og rutiner etter behov. Aktiva innen infrastruktur krever imidlertid overvåkning av et bredere utvalg av indikatorer, siden disse aktivaene kan være mer komplekse.

Alt i alt kan aktiva innen infrastruktur innebære høyere forvaltningskostnader enn aktiva innen fast eiendom på grunn av en mindre standardisert praksis for transaksjoner, høyere grad av kompleksitet og strengere krav rundt åpenhet. For eksempel vil en grundig gjennomgang i forkant av en investering, en såkalt due diligence, for et kraftverk vanligvis være mye mer omfattende enn for et boligkompleks. Forvaltningskostnader delt på størrelsen på investeringene blir imidlertid ofte delvis oppveid av at investeringer i unotert infrastruktur pleier å være større enn investeringer i fast eiendom. Mens forvaltningskostnadene for infrastruktur avhenger sterkt av den enkelte investeringen, er den typiske kostnaden for ekstern forvaltning noe høyere enn for fast eiendom³⁸.

³⁶ En trippel netto leieavtale er en leieavtale hvor leietakeren har sagt seg villig til å bære alle utgiftene for vedlikehold, byggningsforsikring og eiendomsskatt i tillegg til husleie og utgifter for strøm, vann og avløp o.l.

³⁷ Intervjuer med bransjeeksperter (2016); Intervjuer med institusjonelle investorer (2016)

³⁸ Intervjuer med bransjeeksperter (2016); Intervjuer med institusjonelle investorer (2016)

4. Politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko og relaterte risikoreduserende tiltak

Dette kapittelet diskuterer spesifikke utfordringer i forbindelse med investeringer i unotert infrastruktur, med fokus på politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko. I tillegg skisserer kapittelet mulige tiltak for å håndtere disse risikoene.

Som omtalt i forrige kapittel kjennetegnes investeringer i unoterte infrastrukturaktiva vanligvis av en betydelig grad av dialog med interessenter, som følge av anleggenes betydning for lokalsamfunn og investorenes kontrollerende posisjoner. Derfor er infrastrukturinvesteringer generelt utsatt for større politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko enn andre aktivaklasser³⁹. Infrastrukturaktiva og deres risiko er heterogene, og risikoeksponeringen må derfor vurderes separat for hver enkeltinvestering. En bomvei i USA, hvor privateide og -drevne bomveier ofte er gjenstand for debatt, vil ha en annen type risiko- og avkastningsprofil med hensyn til politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko enn en bomvei i Italia eller Frankrike, hvor bompenger er en akseptert del av transportinfrastrukturen⁴⁰. Til tross for disse ulikhetene er fellesnevneren for hele aktivaklassen at interessenter har betydelig påvirkning på den realiserede avkastningen fra investeringene. Selv om det forekommer sjeldent, kan en regulator endre en regulert tariff uten forvarsel, noe som kan medføre en lavere avkastning for investoren. I disse tilfellene blir virkningen på investorens avkastning ofte forsterket fordi investeringen normalt har en høy grad av gjeldsfinansiering. Næringer i privat sektor preget av markedsbestemte priser kan imidlertid være utsatt for større prisrisiko enn regulerte infrastrukturaktiva, fordi prisene kan svinge kontinuerlig og betydelig. For å redusere politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko relatert til investeringer i unotert infrastruktur kan investorer vurdere og styre disse risikoene på fem nivåer: land eller region, regulator, samfunn, driftsenhet og partner.

Politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko omfatter et bredt spekter av mulige problemstillinger

Politisk og regulatorisk risiko drives av regjeringers og myndigheters instabilitet og deres evne til å påvirke investeringer, for eksempel gjennom endringer i lovgivning eller regulering⁴¹, mens omdømmemessig risiko er hendelser som potensielt er skadelige for hvordan investoren blir oppfattet⁴². Politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko forbundet med investeringer i unotert infrastruktur omfatter et bredt spekter av mulige problemstillinger (jf. Figur 4). Disse nedsiderisikoene kan i noen tilfeller være større enn oppsidepotensialet fra driftsforbedringer, kapitalplassering eller prisendringer. Oppsidepotensialet for infrastrukturinvestorer er i mange tilfeller begrenset gjennom regulatoriske eller kontraktsmessige modeller, som ofte spesifiserer inntekter eller hvilken andel av drifts- og kapitalkostnadene som skal erstattes⁴³. Politisk og regulatorisk risiko kan til en viss grad reduseres gjennom utformingen av disse kontraktene. For eksempel

³⁹ Infrastrukturinvestorer er også utsatt for andre typer risiko, som teknisk risiko, utførelsesrisiko, markedsrisiko, og organisatorisk risiko; mange av disse er de samme som for andre aktivaklasser. Disse risikoene er ikke dekket i denne rapporten.

⁴⁰ Intervjuer med bransjeeksperter (2016)

⁴¹ Weber, Staub-Bisang, & Alfen (2016)

⁴² Eccles, Newquist, & Schatz (2007)

⁴³ Intervjuer med bransjeeksperter (2016); Intervjuer med institusjonelle investorer (2016)

kan en regjering garantere en bestemt tariff for produksjon av fornybar energi til en investor, eller en fast minsteinntekt for å tilby tjenester relatert til en bomvei uavhengig av hvor mange brukere den faktisk har. Muligheten til å gi investorer slike garantier varierer imidlertid mellom regjeringer og undersektorer.

Siden de fleste infrastrukturinvesteringer er langsiktige investeringer, er de utsatt for politisk risiko knyttet til endringer i den politiske retningen eller regjeringsskifter. For eksempel bestemte et stort europeisk land seg for å endre sin atomenergipolitikk i månedene etter Fukushima Daiichi-katastrofen i Japan i 2011, og å stenge ned alle kjernekraftverk innen et tiår av miljø- og sikkerhetsmessige hensyn. Investorene i disse kjernekraftverkene er nå i en situasjon hvor det er mulig at de må bære kostnadene ved å fase ut reaktorene tidligere enn forventet, og fremtidige inntekter vil kunne gå tapt.

Regulatoriske risikoer kan oppstå på bakgrunn av forskjellige faktorer, som rammeverk og støtteordninger som kan være utformet med en kortsiktig tidshorison⁴⁴. I noen sjeldne tilfeller kan det være slik at disse rammeverkene eller støtteordningene ikke fanger opp potensielle langtidsvirkninger på markedet eller betaleren av subsidiene (dvs. myndighetene). Skulle regulatoren eller myndighetene bli klar over at rammeverket er lite effektivt eller resulterer i uforholdsmessig høy verdiskaping for investorene, er det mulig at regulatoren endrer rammeverket (for eksempel ved å endre garantert minimumspris for produksjon av fornybar kraft) eller til og med reviderer eksisterende kontrakter. Kontraktsbetingelser som offentligheten mener er for gunstige for investoren kan resultere i en politisk motreaksjon og endringer av den opprinnelige kontrakten. Av den grunn ønsker investorer ofte å forstå troverdigheten og stabiliteten i reguleringsordninger ved å analysere deres langsiktige gjennomførbarhet ut ifra regulatorens og regjeringens synspunkt.

Et felles tema for politisk og regulatorisk risiko er at både politikere og regulatorer kan ha vesentlig innvirkning på investorens avkastning. Blir denne påvirkningskraften brukt på en uforutsigbar og negativ måte, kan dette imidlertid svekke myndighetenes forhandlingsposisjon når det gjelder igangsetting av nye prosjekter. I anbudsfasen, for eksempel, vil investorer kunne kreve en høyere avkastning for å kompensere for risiko forbundet med myndighetenes dårlige historikk hva gjelder revideringer av kontrakter. Selv om slike politiske og regulatoriske hendelser kan forekomme, skjer dette ganske sjeldent i segmenter som tiltrekker seg privat kapital.

Siden infrastrukturprosjekter er samfunnsviktige aktiva som tiltrekker seg betydelig offentlig oppmerksomhet, er spekket av og sannsynligheten for omdømmemessig risiko større enn for andre aktivaklasser og virksomheter⁴⁵. Investorer i slike aktiva kan for eksempel i noen sjeldne tilfeller bli gjenstand for politisk debatt, for eksempel ved at de får skylden for strømbrudd. Noen typer anlegg, som rørledninger og kjernekraftverk, kan være utsatt for interessentaktivisme og blokader. Siden de fleste infrastrukturinvesteringer er både langsiktige og har en høy grad av synlighet i deres lokalsamfunn, er risikoen for å bli assosiert med tvilsomme handlinger fra andre- eller til og med tredjeparter høyere. Driftspartnere, for eksempel, kan bli gjenstand for kritikk på grunn av tette forbindelser med en tidligere regjering som er under mistanke for korrupsjon. For investorer som investerer på vegne av skattebetalere kan det å reise et erstatningssøksmål ha særskilte negative omdømmeeffekter – spesielt når investorens klienter er mer velstående enn de som står i et avhengighetsforhold til den saksøkte (for eksempel et statlig investeringsfond mot mindre velstående lokalsamfunn i et fremvoksende marked). Som et siste poeng nevner bransjeeksperter vi har intervjuet at investorer også ser på aspekter rundt skatteoptimering – dette på bakgrunn av at investeringene er store, langvarige og involverer forskjellige

44 Intervjuer med bransjeeksperter (2016)

45 Intervjuer med bransjeeksperter (2016)

lokale jurisdiksjoner. Investorer bør være oppmerksomme på den omdømmemessige risikoen forbundet med assosiering til slike handlinger.

FIGUR 4:
EKSEMPLER FOR UTVALGTE RISIKOER FORBUNDET MED INFRASTRUKTURINVESTETERINGER

Risikokategori	Underkategori	Eksempler på problemstillinger
Politisk risiko	Sikkerhet og ustabilitet	- Sosial uro - Terrorisme - Krig
	Juridisk	- Nasjonalisering - Oppheving eller revidering av eksisterende avtaler - Retningsendringer i politikken for forvaltning av infrastruktur
	Ledelse og regime	- Valg (f.eks. demokratisk eller kvasi-demokratisk) - Statskupp
	Politikk og policyer	- Skattelovgivning - Arbeidsrett - Miljøkrav - Grad av åpenhet for direkte investeringer fra og handel med utlandet
Regulatorisk risiko	Regulatorisk forutsigbarhet	- Reforhandling av eksisterende avtaler - Endringer i rammeverket for offentlig-private partnerskap - Plutselige og uventede kutt i støtteordninger - Endringer i regulerte tariffer, f.eks. i fastsatte priser, rentesatser og kapitalbase - Begrensninger for prisendringer - Handelsbegrensninger (f.eks. for viktige reservedeler), slik som handelstariffer, krav om lokalt innhold, kvoter for import/eksport eller inspeksjoner som skaper forsinkelser - Inkonsistente definisjoner og håndheving
	Regulatorisk effektivitet	- Uklare krav - Forsinkelser i beslutningsprosesser og tidsskjema
Omdømmemessig risiko	Miljø-, samfunns- og styringsmessige faktorer (ESG)	- Miljøskader, f.eks. luft- og støyforurensning, kjemikalieutslipp - Omlokalisering av mennesker og lokalsamfunn - Mangel på lokalt innhold eller mangfold - Korrupsjon - Lederlønninger og frynsegoder
	Helse, miljø og sikkerhet (HMS)	- Skader - Langsiktige funksjonshemninger eller kroniske tilstander - Dødsfall
	Konflikter mellom interessenter	- Energiforsyning vs. forstyrrende teknologi - Lokale næringer og minoritetsinteresser vs. utenlandsk teknologi
	Rettstvister	- Tiltale (f.eks. i forbindelse med ESG- eller HMS-relaterte forhold) - Ufrivillig medsaksoker (f.eks. om sluttinvestor blir implisitt medsaksoker)
	Annen negativ publisitet	- Påstander eller negative pressekampanjer, f.eks. om uberettiget profittering, korrupsjon eller underslag - Gjenstand for politisk debatt, dvs. falske anklager om negative hendelser, f.eks. strømbrydd og konflikter med lokalsamfunnet - Blokader fra interessegrupper, f.eks. fagforeninger, ledere i lokalsamfunnet eller miljøaktivister - Tilknytning til annenpart, f.eks. partner som er anklaget for korrupsjon - Tilknytning til tredjepart, f.eks. partner som har hatt tette bånd til en regjering som er anklaget for korrupsjon

Kilder: Intervjuer med bransjeeksperter (2016); Intervjuer med institusjonelle investorer (2016); McKinsey Investment Readiness Assessment (MIRA); Verdensbanken: Det multilaterale garanti-instituttet (MIGA); GRESB Infrastructure

Risikoeksponering må forstås på selvstendig grunnlag

Ettersom infrastrukturaktiva er veldig ulike, varierer eksponeringen mot politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko for hver enkeltinvestering. Det er tre hovedfaktorer som kan forklare noen av disse forskjellene: undersektor, geografisk område og livssyklusfase.

Når det gjelder undersektorer oppfyller infrastrukturanlegg veldig mange ulike behov, fra transport, energiforsyning og vann og avløp til sosial infrastruktur, som sykehus og fengsler. Hvert anlegg har en

individuell risikoprofil, derfor er det lite hensiktsmessig å se på den samlede risikoeksponeringen for den relevante undersektoren som sådan. Det finnes imidlertid noen felles prinsipper som går på tvers av de enkelte undersektorene. Først og fremst er noen infrastrukturprosjekter naturlige monopoler, fordi det ville vært veldig ineffektivt å duplisere tjenestene de tilbyr. For eksempel er det veldig få (om noen) lokalsamfunn som tilbyr flere forskjellige kraftnett eller avløpssystemer til sine innbyggere. Samfunn i utviklede land betrakter dessuten ofte tjenestene fra slike anlegg som nødvendigheter. Lokalsamfunn kan reagere negativt på prisøkninger fra monopoler, selv om disse er begrunnet i forretningsdynamikk, fordi det er få eller ingen alternativer. Denne typen aktiva er vanligvis underlagt detaljerte, men stabile reguleringsregimer, og innebærer økt omdømmemessig risiko for investorer.

Dess flere direkte brukere anlegget har, dess høyere er politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko. Vannverk kan for eksempel være spesielt følsomme for leveringsproblemer. I tillegg skiller noen undersektorer seg ut når det gjelder deres såkalte «social license to operate», det vil si aksepten i samfunnet. Investorer forsøker ofte å vurdere dette aspektet for hele den forventede levetiden til investeringen⁴⁶. For eksempel kan det være mulig at kraftproduksjon basert på fossilt brensel vil være utsatt for høyere politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko i tiden fremover enn investeringer innen fornybar energi. Avslutningsvis er noen undersektorer, slik som prosjekter innen fornybar energi, mer avhengige av finansiell støtte og mer utsatt for politisk risiko. Et eksempel på dette er fornybar kraftproduksjon: Siden en rekke metoder for produksjon av fornybar kraft er i ferd med å bli mer kostnadseffektive, kan det forventes en nedskalering av støtteordninger. Dette innebærer politisk risiko i form av hvor fort og på hvilke områder støtten vil fases ut.

Som ved de fleste investeringer har risikonivået til infrastrukturinvesteringer en tydelig påvirkning på den forventede avkastningen, og det virker som om investorer som regel kan kreve en kompensasjon som gjenspeiler dette når de forhandler om prosjekter eller andre infrastrukturaktiva. I undersektorer der risikoen er mindre er også forventningene til avkastning lavere, forutsatt at alle andre faktorer er like⁴⁷.

Fra et geografisk synspunkt er infrastrukturaktiva lokale virksomheter, og anleggene påvirker i all hovedsak lokalsamfunn. Den typiske tilnærmingen til en inndeling på basis av geografisk beliggenhet er å dele inn etter grad av økonomisk status, det vil si i kategorier som «utviklede markeder» og «fremvoksende markeder». Denne inndelingen kan forklare noen av forskjellene i risikoeksponering. Imidlertid kan noen forskjeller også være begrunnet i at andelen av nye prosjekter (greenfield) er høyere i fremvoksende markeder. I tillegg vil det, innenfor ethvert nasjonalt marked, være regionale og til og med kommunale forskjeller i hvordan infrastrukturmarkedet opererer. Som sådan må risiko vurderes på lavest mulig detaljnivå; dette er som regel på kommunalt nivå. Dessuten er det flere unntak fra segmenteringen, og den resulterende risikoeksponeringen, i utviklede kontra fremvoksende markeder, noe som indikerer at investorer ikke kan stole på dette kriteriet alene for å trekke konklusjoner om politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko. I stedet, ettersom infrastruktur er svært avhengig av offentlig politikk og regelverk, er den politiske stabiliteten og regulatoriske forutsigbarheten i en bestemt geografi viktige drivere for graden av risikoeksponering. Det er ikke nødvendigvis slik at utviklede markeder tilbyr høyere stabilitet og konsekvent håndheving av regelverket. For eksempel kan investeringer i indiske bomveier være mer forutsigbare enn samme type investering i USA⁴⁸. I enkelte stater i India garanterer regjeringen et minimumsnivå av brukere, og skulle bomveien bli nasjonalisert, vil gjeld til investorer tilbakebetales i sin helhet, mens aksjeinvestorene har rett på minimum fem prosent avkastning på egenkapitalen. I USA finnes det vanligvis ingen slik beskyttelse for private investorer. Kort sagt er det slik at graden av politisk

⁴⁶ Intervjuer med institusjonelle investorer (2016)

⁴⁷ Intervjuer med bransjeeksperter (2016)

⁴⁸ Intervjuer med bransjeeksperter (2016)

stabilitet og regulatorisk forutsigbarhet i en bestemt geografi er mer presise indikatorer for forskjeller i risikoeksponering enn en segmentering i utviklede eller fremvoksende markeder.

Den siste faktoren som påvirker en infrastrukturinvesterings eksponering mot politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko er livssyklusfasen. Investeringsrisikoen forbundet med nye prosjekter (greenfield) skiller seg vesentlig fra risikoen forbundet med eksisterende anlegg (brownfield). Et eksisterende anlegg er allerede i den operative fasen, noe som innebærer operasjonell risiko, for eksempel rundt forsyningskjede, værforhold, og arbeidskraft, mens nye prosjekter er utsatt for risiko forbundet med lokalisering, tillatelser, miljøgodkjenning og konstruksjon. Nye prosjekter innebærer nye og uforutsigbare forstyrrelser for lokalsamfunn, noe som kan resultere i økt omdømmemessig risiko. Hvis anlegget benytter seg av teknologier som er helt nye i regionen, kan regelverket være mindre utviklet og stabilt. Dette øker regulatorisk risiko.

Risikostyring på fem forskjellige nivåer

Investorer har muligheten til å vurdere og påvirke politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko på fem forskjellige nivåer: nasjonal (land) eller regional forvaltning; regulerende myndigheter; lokalsamfunn; driftsenhet og partner (eksempelvis investeringspartner, driftspartner og underleverandør). Risiko kan være tilstede på alle disse nivåene. Endringer i politikken vil for eksempel utspille seg på nasjonalt nivå, mens uhell i forbindelse med et anleggs vedlikehold kan skje på partnernivå. Risiko kan styres på forskjellige måter på tvers av disse fem nivåene.

På nasjonalt eller regionalt nivå er det viktig å utvikle en forståelse av stabiliteten til det politiske og forvaltningsmessige systemet, prioriteringene til regulatorer og tjenestemenn, og den generelle oppfatningen av private investeringer fra utenlandske investorer. Det kan for eksempel være tilfelle at regjeringer foretrekker bestemte typer infrastrukturprosjekter fremfor andre, eller at graden av åpenhet for utenlandsk privat kapital i infrastrukturektoren varierer. Det finnes en rekke etablerte rammeverk og kvantitative indekser som kan brukes til å vurdere politisk stabilitet⁴⁹. Når det gjelder infrastruktur er det spesielt viktig å vurdere stabiliteten i det private eierskapet av samfunnsviktige aktiva over tid og gjennom perioder med forskjellige regjeringer, i tillegg til å utvikle en god forståelse av rettssystemet, lovgivningen, og kontraktsstrukturen. Noen investorer velger å begrense seg til investeringer i land og regioner med stabile politiske forhold. I tillegg finnes det en rekke risikoreduserende tiltak. Hvis investeringen er av betydelig størrelse i forhold til BNP, kan det i noen land være mulig å etablere en posisjon som strategisk investor for regjeringen. Slike partnerskap kan innebære lokale forpliktelser, som å skape arbeidsplasser og arbeide med kapasitetsbygging. Investorer har også mulighet til å tegne en kommersiell forsikring, for eksempel for å beskytte seg mot uønskede politiske eller regulatoriske endringer. En annen mulighet er å investere sammen med multilaterale utviklingsbanker, som kan tilby forsikringsprodukter (for eksempel i form av en delvis risikogaranti). Slike garantier blir som oftest brukt til å sikre langsiktige inntektsavtaler med myndighetene i fremvoksende markeder. Utviklingsbanken kan sette opp en struktur der regjeringen til det aktuelle landet garanterer at inntektsavtaler vil bli innfridd. Om garantien skulle bli brutt, er regjeringen da faktisk i mislighold overfor utviklingsbanken. Utviklingsbankene spiller en viktig rolle for fremvoksende markeds behov for langsiktig vekstfinansiering og tilgang til internasjonale markeder. I tillegg skader brudd av slike garantier landets omdømme som avtalepartner.

På regulatornivå kan investorer se på reguleringsprosessen, hvor avansert det relevante rammeverket for offentlig-private partnerskap er, og erfaringer med hvordan regulatoren har administrert nåværende og tidligere rammeverk og kontrakter. Det viktigste risikoreduserende tiltaket her er å konsentrere seg om investeringer på områder hvor reguleringen er konsekvent og forutsigbar. For eksempel er regulatorer som definerer og håndhever bestemmelser på en konsekvent måte mer forutsigbare og en fordel

⁴⁹ Som for eksempel Economist Intelligence Unit sin indeks for politisk stabilitet

for investoren. Infrastrukturanlegg er viktige for lokalsamfunn, og det kan være nødvendig å koordinere med lokale myndigheter, for eksempel når det gjelder å bli enige om lokalisering av anlegget og nivået på tjenester. Proaktivt samarbeid med regulatoren kan redusere regulatorisk risiko, for eksempel ved hjelp av regelmessige møter for å sikre at investoren til enhver tid har en korrekt forståelse av reguleringsforskrifter.

Siden lokalsamfunn typisk både påvirker utformingen av infrastrukturanlegg og opplever å bli påvirket av disse, kan det være en fordel å legge til rette for en aktiv involvering av lokalsamfunnet. Involvering av lokalsamfunn kan hjelpe investorer med å forstå lokale prioriteringer, bekymringer og forbehold rundt anlegget, eller å identifisere muligheter for å forbedre anleggets ytelse. Viktige relasjoner som bør utvikles inkluderer ofte den lokale lederen eller ordføreren, fagforeningsledere, grunneiere og lokale leverandører av varer og tjenester. Når det gjelder konkrete, praktiske tiltak kan en ansvarlig investor velge å påta seg samfunnsmessige forpliktelser, for eksempel ved å skape nye arbeidsplasser for faglært arbeidskraft med tilbud om formelle opplæringsprogrammer samt lyse ut enkelte stillinger i ledergruppen for prosjektet. Ved investeringer i nye prosjekter som kan føre til betydelige forstyrrelser i status quo, kan investorene sørge for å etablere en sterk kommunikasjonsavdeling og aktivt involvere interessenter, for eksempel ved å opprette et dedikert kontaktnummer for klager og gjennomføre periodiske åpne møter med lokalsamfunnet. Overordnet gjelder det å omfavne og ikke ignorere lokalsamfunnet når det kommer til risikostyring på lokalt plan. Det er også viktig å sørge for at alle forpliktelser blir oppfylt.

På driftsenhetsnivå gjelder de samme hensyn som for andre real-aktivaklasser når det kommer til miljø-, samfunns- og styringsmessige spørsmål (ESG)⁵⁰, og problemstillinger rundt helse, miljø og sikkerhet (HMS). Men fordi innflytelse fra samfunn og regulator spiller en større rolle for infrastrukturaktiva, er viktigheten av å vurdere og ta opp bekymringene til lokalsamfunn og myndigheter ofte også større. Et risikobegrensende tiltak er å sikre troverdig og hyppig rapportering om de mest relevante risikomålene og indikatorene, slik som håndtering av ESG-spørsmål. Dersom anlegget er et naturlig monopol, kan investorene redusere risiko ved å innføre policyer som forsøker å hindre atferd som kan oppfattes som monopolistisk, og agere mer som en ville gjort i et konkurranseutsatt marked. Skulle prisøkninger bli nødvendige, kan investorene vurdere å utarbeide en åpen og veldokumentert oversikt over hvordan og hvorfor prisene vil øke, og kommunisere dette god tid i forveien. I tillegg kan investoren sørge for å ha en kompetent kommunikasjonsavdeling og en solid kommunikasjonsplan i tilfelle alvorlige hendelser skulle oppstå. Når en slik hendelse inntreffer, er det en viktig del av enhver strategi for risikostyring å kommunisere proaktivt, raskt og nøyaktig om forhold rundt hendelsen. Investorene uttalte også at de jobber aktivt med ledelsen i driftsselskapet, både med tanke på å øke verdiskapingen og å redusere mulige risikoer⁵¹.

På nivået til investerings- og driftspartnere er det viktig å utføre en grundig gjennomgang (due diligence) av mulige partnere for å få en omfattende forståelse av deres bakgrunn og historikk, inkludert erfaringer med ESG-spørsmål, forhold rundt etterlevelse og kompetanse innen risikostyring. For en utenlandsk investor kan det være en god strategi å hovedsaklig velge lokale partnere som har fokus på involvering av lokalsamfunn og samarbeid med regulatorer. En annen strategi kan være å kun samarbeide med partnere som har en lang erfaring med ESG- og HMS-spørsmål; her kan man for eksempel se på hvordan partneren har håndtert samfunnsrelaterte problemstillinger tidligere. Investorer har også mulighet til å strukturere kontrakten på en slik måte at det blir et interessesammenfall for partene, for eksempel ved å knytte betalinger til et forhåndsbestemt sett av ESG-indikatorer. I eierperioden (gjennom hele tidsperioden investoren er investert) kan investor følge tett med på nøkkelindikatorer og ansvarliggjøre partnere og ledelse. Investorer har også mulighet til å stille spørsmål til og kvalitetskontrollere rapporter fra partnere og ledelse ved hjelp av uavhengige rådgivere.

50 ESG er en forkortelse for "Environment, Social and Corporate Governance".

51 Intervjuer med institusjonelle investorer (2016)

5. Hvordan ledende institusjonelle investorer håndterer risiko forbundet med unotert infrastruktur

Dette kapittelet sammenfatter hvordan andre store institusjonelle investorer organiserer investeringer i unotert infrastruktur, og hvordan de håndterer politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko forbundet med slike investeringer. Kapittelet diskuterer også rapporteringspraksis og graden av åpenhet mellom driftsselskaper og infrastrukturinvestorer.

Analysen er basert på intervjuer med om lag ti forskjellige fond og mer enn ti bransjeeksperter, supplert med offentlig tilgjengelig informasjon⁵². De institusjonelle investorene som ble intervjuet utgjør en representativ og mangfoldig gruppe når det kommer til deres tilnærming til investeringer, størrelse og fokus på bestemte geografier og undersektorer. Disse investorene forvalter mellom om lag 400 milliarder og 4 000 milliarder kroner hver, hvorav infrastrukturinvesteringer utgjør fra åtte til 120 milliarder kroner. Alle disse investorene har en betydelig andel direkte infrastrukturinvesteringer, og noen av dem har også betraktelige investeringer i infrastrukturfond. Flesteparten av investorene har allokert kapital til infrastrukturaktiva innen fornybar energi, og noen til fremvoksende markeder.

Tre arketyper av investorer

Basert på bildet som kommer frem i intervjuene med investorene, finnes det tre arketyper av investorer. Investorene skiller seg fra hverandre når det gjelder deres driftsmodeller, blant annet deres tilnærming til investeringer og forvaltningen av disse. Hver investor kan primært klassifiseres som tilhørende en av arketyperne, men i noen tilfeller benytter investorer seg av andre modeller for bestemte investeringer. Alle arketyperne investerer som regel i både egenkapital og gjeld, men egenkapital er langt mer vanlig. De tre arketyperne kan beskrives som følger:

Hybridinvestorer investerer hovedsakelig gjennom infrastrukturfond eller andre kapitalforvaltere. Noen ganger gjør disse investorene også direkte ko-investeringer sammen med fond de investerer i. Derfor er deres direkte eksponering mot og kontroll over enkeltobjekter som oftest begrenset. Hybridinvestorene velger å ha begrenset internkompetanse innen forvaltning, fordi fondet har hovedansvaret for denne funksjonen. Hybridinvestorer er ofte mindre eller mindre modne investorer innen infrastruktur. Siden de er for små eller mangler erfaringen som trengs for å opprettholde internkompetanse og et nettverk av partnere, har de en tendens til å velge fondsløsninger for å diversifisere sin portefølje.

Direkte investorer velger som oftest å investere i infrastrukturaktiva direkte, i tillegg til noen ko-investeringer med infrastrukturfond. Sammenlignet med hybridinvestorene har direkteinvestorene bredere og mer spesialisert internkompetanse innen investeringer og forvaltning. Imidlertid er denne internkompetansen som oftest ikke dypt spesialisert på bestemte typer undersektorer eller geografier. Derfor pleier direkte investorer å stole på investerings- og driftspartnere når det gjelder å fylle gap i egen kompetanse. På grunn av dette er det svært viktig for dem å velge de rette partnerne for hver investering. Noen investorer tar sikte på å utvikle strategiske partnerskap med noen få partnere (typisk design-, innkjøps- og

⁵² Som selskapsrapporter, bransjerapporter, bærekraftsrapporter, og data fra dataleverandører (for eksempel Preqin)

konstruksjonsselskaper (EPC-selskaper) eller andre investorer) over flere investeringsprosjekter for å samle opp og ha bedre muligheter til å styre partnerrisiko. Direkte investorer tilstreber vanligvis en betydelig eierandel i sine investeringer, men ikke nødvendigvis majoritetskontroll. Når det gjelder livssyklusfase, fokuserer direkte investorer som regel på eksisterende anlegg (brownfield), fordi disse er mindre komplekse å forvalte. Investeringer i nye prosjekter (greenfield) utføres bare sammen med sterke partnere med rett type kompetanse og som kan drive prosjektene. Direkte investorer pleier å være større investorer eller investorer som har gjennomført et betydelig antall tidligere investeringer innen infrastruktur, ettersom en viss størrelse eller erfaring kreves for å utvikle nødvendig kompetanse og strategiske partnerskap.

Spesialister investerer direkte i infrastrukturaktiva og foretrekker ofte å ha majoritetskontroll. Som sådan prioriterer de ikke investeringer i fond eller ko-investeringer. De har sterk intern investerings- og forvaltningskompetanse innen utvalgte segmenter og samarbeider aktivt med driftsselskapene, for eksempel gjennom driftsselskapets styre. Spesialister investerer også i nye prosjekter (greenfield) når de har den nødvendige kompetansen, som for eksempel innen lokalisering, konsesjonering og konstruksjon. Ettersom de spesialisere seg innen ulike felt er det ofte viktig å ha et klart fokus på utvalgte undersektorer og geografier. Spesialister er typisk større internasjonale investorer med lengre erfaring med å investere i unotert infrastruktur enn de andre arketyperne.

Alle tre arketyper har til felles at gjeldsinvesteringer ikke ser ut til å spille noen større rolle i deres investeringstilnærming (selv om det finnes unntak). Noen av investorene som ble intervjuet mener at gjeld innen infrastruktur skiller seg tydelig fra egenkapital innen infrastruktur, fordi førstnevnte ikke har de typiske særtrekkene som mange investorer bruker for å begrunne sine investeringer i denne aktivaklassen. Infrastrukturgjeld gir for eksempel ikke inflasjonsbeskyttet avkastning, eller tilbyr de samme mulighetene for risikospredning og den samme graden av operativ kontroll som egenkapitalinvesteringer i infrastruktur. Større gjeldsinvestorer innen infrastruktur pleier som regel å være multilaterale utviklingsbanker, som investerer sammen med egenkapitalinvestorer.

FIGUR 5:
ARKETYPEN AV INVESTORER – DRIFTSMODELLER



¹ Driftspartnere

Alle tre arketyper av investorer har ulike tilnærminger til risikostyring

Hybridinvestorenes tilnærming til risikostyring baseres på partnernes kompetanse og på vurderinger på porteføljenivå. Som indirekte investorer er deres håndtering av politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko mer porteføljeorientert enn tilnærmingen til de andre arketyperne. Hybridinvestorer velger som oftest å ha begrenset internkompetanse på risikostyring og -reduisering på nivået til den enkelte investeringen, fordi den eksterne forvalteren innehar den nødvendige kompetansen på vegne av hybridinvestoren. Hybridinvestorene mottar rapporter fra infrastrukturfond og holder fondene ansvarlige; det praktiske ansvaret for risikostyring på enkeltinvesteringens nivå er delegert til fondsforvalteren. Derfor er valget av fond eller partnere avgjørende for både risikoeksponering og forvaltning av investeringer.

I investeringsfasen omfatter screeningen av fondsforvaltere en grundig gjennomgang av hvordan forvalteren har agert i forhold til spørsmål rundt både etterlevelse og risikostyring. For eksempel har en rekke infrastrukturinvestorer signert GRESB-rammeverket for evaluering av oppnåelse av ESG-relaterte indikatorer innen infrastruktur⁵³. I tillegg sørger hybridinvestorene for at viktige risikoreduerende tiltak, slik som rapporteringsrutiner og styringsstrukturer for fond, blir kontraktsfestet, fordi de kan være utfordrende å endre i løpet av eierperioden. Gjennom eierperioden overvåker hybridinvestorene fondene og holder dem ansvarlige for nøkkelindikatorer på driftsselskapsnivå⁵⁴.

Direkte investorers tilnærming til risikostyring er hovedsakelig partnerskaps-drevet. De er mer eksponert mot risiko på nivået til den enkelte investeringen enn hybridinvestorer, men de har også mulighet til å påvirke risikoene direkte. Eksempelvis reduserer disse investorene risiko ved å samarbeide tett med partnere som de vet vil gjennomføre risikoreduerende tiltak, slik som å samarbeide med regulatorer og involvere lokalsamfunn. Derfor er valg av rett partner en nøkkelfaktor for suksess. Direkte investorer har typisk noe spesialisert internkompetanse, som for eksempel dyp bransjekunnskap, som gjør det mulig for dem å forstå og stille spørsmål til den praktiske risikohåndteringen rundt deres investeringer. I tillegg er direkte investeringer vanligvis av en slik karakter at investoren må ha spesialkompetanse og systemer for risikostyring for å kunne håndtere problemstillinger forbundet med rapportering, etterlevelse av skatteregler, interaksjon med regulatorer, og mer detaljert overvåking av styringsparametere på nivået til enkeltinvesteringen.

Under investeringsfasen (når man finner frem til, bestemmer seg for og begynner å strukturere et investeringsprosjekt) fokuserer direkte investorer på nøye valg av partnere, uansett om disse er fra privat eller offentlig sektor, og sørger for at det er samsvar mellom partenes interesser, for eksempel ved å skape en balanse gjennom kontraktsstruktur og incentiver, eller ved å inngå et strategisk partnerskap med regjeringen. I tillegg er det svært viktig å gjennomføre en grundig gjennomgang (due diligence) som utnytter partnernes kunnskap. Direkte investorer nevner at de implementerer flere viktige risikoreduerende tiltak på regulatornivå, som en omfattende gjennomgang av forutsigbarheten i det regulatoriske rammeverket (både med hensyn til utforming og håndheving), dialog med ledende regulatorer og assistanse fra lokale, spesialiserte advokatfirmaer til å gjennomføre uavhengige vurderinger av regulatorisk overensstemmelse⁵⁵. Faktisk har verdens ledende store infrastrukturinvestorer opprettet en egen organisasjon, Global Infrastructure Investors Association (GIIA), for å støtte disse praksisene.

⁵³ GRESB-rammeverket er et verktøy for rangering og benchmarking som brukes til å evaluere ESG-resultater for infrastrukturprosjekt og -fond innen infrastruktur (GRESB Infrastructure, u.å.). Verktøyet for vurdering av fond baseres på ti indikatorer som adresserer grunnleggende ESG-planlegging og policyer, ansvarliggjøring av ledelse, strategier for involvering av lokalsamfunn, kommunikasjons planer med mer.

⁵⁴ For eksempel gjennom helse- og sikkerhetsmål samt indikatorer for engasjement med lokalsamfunn.

⁵⁵ Intervjuer med institusjonelle investorer (2016)

Direkte investorer etterstreber å sette opp definerte kontrakter som balanserer ansvar og risiko mellom partene for å redusere politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko. Kontraktene varierer på tvers av undersektorer og geografier, men inneholder nesten alltid en definisjon av inntektsmodell, krav til servicenivå, prosedyrer for konfliktløsning samt hvordan man kan respondere på signifikante endringer i forutsetningene anlegget opererer under. En rekke investorer benytter seg også av GRESB-rammeverket for evaluering av ESG-faktorer⁵⁶. Investorene bruker rammeverket til å evaluere ESG-indikatorene til det enkelte prosjektet både i investeringsfasen og gjennom eierperioden. Når det gjelder forsikringer, benytter noen investorer seg av garantier fra multilaterale utviklingsbanker for å begrense eksponering mot politisk og regulatorisk risiko når de investerer i fremvoksende markeder. I tillegg har direkte investorer mulighet til å tegne kommersielle forsikringer for å beskytte seg mot bestemte hendelser, som for eksempel politisk uro.

Spesialister har dyp kompetanse innen strategisk utvalgte satsningsområder. De må typisk ha en viss størrelse for å kunne utvikle sterk internkompetanse innen risikostyring og lokal tilstedeværelse, som de bruker for å få en direkte forståelse av og kontroll over risiko. For å kunne opprettholde dybdekunnskapen er denne typen investor nødt til å ha klart definerte fokusområder, som oftest spesifisert på undersektorer eller geografier.

Som for direkte investorer er det et viktig risikoreduserende tiltak for spesialister å utføre en grundig gjennomgang (due diligence) av hvert investeringsprosjekt i forkant av en investeringsavgjørelse. Imidlertid trekker spesialister mer på interne ressurser, i kombinasjon med kompetanse fra partnere (som EPC-selskaper eller andre investorer) og de beste eksterne ekspertene (som tekniske rådgivere, konsulenter og personer med erfaring fra arbeid i bransjen eller hos den regulerende myndigheten). Dette suppleres med lokal innsikt. Kontraktsutforming er like viktig for dem som for direkte investorer, men spesialister tar et større ansvar i forhandlingsprosessen. I eierperioden er spesialister kontinuerlig involvert i prosedyrene for risikostyring ved å engasjere seg aktivt i driftsselskapets styre. Investorene pleier å balansere styrets sammensetning mellom medlemmer av deres egen infrastrukturenhet og eksterne styremedlemmer med omfattende erfaring fra relevant bransje eller arbeid hos regulerende myndigheter. Selv om deres investeringsmandater og strategier er forskjellige, understreker de fleste investorene som ble intervjuet at representasjon i selskapsstyret og innspill fra investorens side er viktige virkemidler når det gjelder å maksimere verdier og håndtere risiko i direkte investeringer⁵⁷. Som i private selskaper samarbeider styremedlemmene tett med ledelsen, for eksempel ved å etterspørre periodiske førstehåndsanalyser av risiko, stille spørsmål til planer for risikostyring, ansvarliggjøre ledelsen for risikoreduserende tiltak, og gjennomføre sporadiske befaringer. I tillegg allokterer investorer noen ganger interne konsulenter til å støtte driftsselskapets aktiviteter innen risikostyring, og gjennomfører regelmessige møter med interessenter for å skaffe seg en førstehåndsførståelse av lokale forhold.

På tvers av alle arketyper hender det at investorer foretar gjeldsinvesteringer i infrastrukturaktiva. En gjeldsinvestors tilnærming til risikoeksponering og risikostyring skiller seg markant fra tilnærmingen til en egenkapitalinvestor på flere måter. For det første har gjeldsinvestorer mindre direkte risikoeksponering og er mer beskyttet på grunn av den prioriterte stillingen av gjeld foran egenkapital. For det andre har de ikke mulighet til å påvirke risikostyringen direkte. Som en følge av dette styrer gjeldsinvestorer risiko hovedsakelig ved å velge basert på etterlevelse og egnethet i investeringsfasen. I eierperioden fokuserer deres risikostyring på driftsresultater og regulatorisk etterlevelse.

Uansett hvilken arketype de tilhører, gjennomfører de fleste investorer som ble intervjuet en eller

56 GRESB-rammeverket for infrastrukturbygg er strukturert rundt åtte sentrale aspekter: ledelse, policy og opplysningsplikt, risikoer og muligheter, gjennomføring, overvåknings- og miljøstyringsystemer, resultatindikatorer, sertifiseringer og utmerkelse, og dialog med interessenter.

57 Intervjuer med institusjonelle investorer (2016)

annen form for kvantitativ risikoanalyse, spesielt for politisk risiko og delvis også regulatorisk risiko. Driftsselskaper lager som oftest pragmatiske risikoanalyser som baserer seg på førstehåndskjennskap til risikoene, mens investorens sentrale risikostyringsfunksjon normalt utfører omfattende kvantitative risikoanalyser. Slike analyser benytter seg typisk av sannsynlighets-alvorlighetsgrad varmekart, risikomålet Value-at-Risk eller faktorprismodeller for risiko. Det kan imidlertid være vanskelig å tallfeste den potensielle virkningen til disse risikoene nøyaktig, spesielt når det gjelder omdømmemessig risiko. Investorer påpeker at det er utfordrende å fange opp alle aspekter av risikodynamikken når man kvantifiserer risikoene.

FIGUR 6:
OVERORDNET RISIKOREDUSERENDE TILNÆRMING PER ARKETYPE

	Investeringsfase	Eierperiode
1 Hybrid-investor	▪ Klare kriterier for risikoeksponering og investeringsvalg på porteføljnivå ▪ Nøye utvalg av fond, inkludert en vurdering av ESG-standarder (f.eks. ved hjelp av GRESB-rammeverket)	▪ Krav om relevant, troverdig og kontinuerlig rapportering fra fondene til investoren ▪ Vurderinger av fonds nøkkeltall for viktige risikoreduserende tiltak ▪ Befaringer og dialog med interessenter for de viktigste infrastrukturaktiva (dvs. ko-investeringer)
2 Direkte investor	▪ Fokus på seleksjon av partnere ▪ Grundig gjennomgang (due diligence) av infrastrukturprosjekt der en utnytter partnerens dype kompetanse ▪ Samordning av interesser med partnerne, f.eks. gjennom kontraktsstrukturer og insentiver	▪ Ansvarliggjøring av partnere mht. viktige resultatindikatorer for risikostyring, spesielt dialog med interessenter ▪ Aktive bidrag i selskapsstyrene, dyp innsikt i analyse av infrastrukturprosjektens avkastning og risiko
3 Spesialister	▪ Førsteklasses selskapsgjennomgang, hvor egne ressurser blir komplementert med den beste tilgjengelige spesialistkompetansen ▪ Førstehåndsføring med lokale forhold og interessenter på ulike nivåer ▪ For nye prosjekter: Nøye seleksjon av de rette partnere for design-, konsesjons- og byggefasene ▪ For fremvoksende markeder: Investeringer med multilaterale utviklingsbanker for å redusere eksponeringen mot politisk og regulatorisk risiko	▪ Kontinuerlig dialog og involvering av de viktigste interessentene ▪ Relevant, troverdig og kontinuerlig rapportering fra ledelsen i driftsselskapene ▪ Aktive bidrag i selskapsstyret og samarbeid med ledelsen i driftsselskapene ▪ Systematiske prosesser for risikostyring i driftsselskapet, f.eks. forsikringer og kontrakter

Investorer benytter seg av ekskluderende og inkluderende tilnærminger til screening

Alle tre arketyper av investorer tar hensyn til eksponeringen mot politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko når de velger hvilke infrastrukturaktiva de skal investere i. Flesteparten av investorene som ble intervjuet benytter seg av både negative og positive tilnærminger til utvalget av investeringsprosjekter for å styre sin risikoeksponering.

Ved negativ seleksjon kan det være slik at investorer utelukker bestemte segmenter (undersektorer, geografier, livssyklusfaser) i sin helhet, avhengig av ønsket risiko-avkastningsprofil. Som en del av screeningprosessen kan investorer også ekskludere infrastrukturaktiva som ikke oppfyller deres ESG-standarder (og lignende), med mindre de tror at de kan iverksette korrigerende tiltak raskt. Noen investorer har for eksempel tatt en bevisst beslutning om å ha mindre fokus på nye (greenfield) prosjekter, siden disse er utsatt for høyere risiko og krever spesialkompetanse hva gjelder forvaltning. Land med svakere reguleringsmessige strukturer eller politisk ustabilitet medfører også høy risiko. Flere av investorene som ble intervjuet unngår å investere i slike land, med mindre de har spesialkompetanse på å håndtere

risikoene eller kan redusere eksponeringen mot politisk og regulatorisk risiko ved å investere sammen med multilaterale utviklingsbanker. Som en følge av dette er investoren mindre utsatt for slike risikoer. Flere av investorene ønsker å vurdere i hvilken grad en investering vil få aksept i samfunnet gjennom hele investeringshorisonten. Eksempelvis har det såkalte «social license to operate» endret seg for kullkraftverk over de siste tiårene, ettersom mange samfunn nå foretrekker fornybare energikilder. Investorer søker å forutse langsiktige endringer som kan komme til å påvirke politisk, regulatorisk og omdømmemessige risiko⁵⁸.

Når det gjelder positiv seleksjon, favoriserer investorer land med en positiv holdning til privat kapital. I tillegg ser de etter infrastrukturaktiva med konsistent og forutsigbar regulering, hvilket reduserer usikkerhet rundt langsiktige kontantstrømmer. De foretrekker også omfattende kontrakter med detaljerte bestemmelser for uforutsette hendelser, og tydelige, fordelaktige risikoallokeringer. Videre foretrekker de ofte infrastrukturanlegg som er knappe eller uerstattelige, beskyttet fra konkurranse (for eksempel gjennom regulering eller betydelige etableringshindringer) og hvor det finnes grunnleggende etterspørsel fra kunder også på lang sikt (som innen transport og energi). Ikke overraskende foretrekker investorer ofte å investere i geografier de har kjennskap til eller som ligner på deres hjemmemarked. De fleste investorer påpeker at det er viktig å inneha en omfattende oversikt over den lokale konteksten til infrastrukturanleggene, både gjennom egne ansatte og lokale partnere, når man skal forstå og håndtere risiko. I disse geografier foretrekker investorene undersektorer de har vært eksponert mot tidligere og som de har erfaring med. I tillegg søker investorene å samordne sine interesser med interessene til regjeringene i landene de investerer i; dette kan blant annet skje i form av at regjeringene enten får et tilbud eller et krav om å ko-investere.

I tillegg fastlegger investorer sine mål for kapitalallokeringer innen infrastruktur basert på tilgangen til relevante investeringsmuligheter som passer investorens størrelse og kompetanseprofil. Det virker som om transportsektoren er sterkt representert i porteføljene til ledende investorer, sannsynligvis fordi private transportprosjekter er store, og forholdene rundt regulering og kontrakter er stabile. Fornybar energi er sektoren med størst antall transaksjoner, og er godt representert i porteføljene til investorene som ble analysert. Flere av investorene har eierandeler innen vindkraft, spesielt i nærheten av deres hjemmemarkeder. De ledende investorene har en relativt liten og konsentrert eksponering gjennom direkteinvesteringer i fremvoksende markeder. Det virker som om de velger ut noen få relevante geografier og muligens noen undersektorer hvor de har kompetansen til å forvalte investeringer. Noen investorer har ikke tatt steget ut i fremvoksende markeder ennå, selv om deres investeringsstrategi ikke eksplisitt utelukker dette.

Investorer har typisk integrerte transaksjons- og forvaltningsenheter

Det organisatoriske oppsettet for infrastrukturinvesteringer varierer mellom de forskjellige investortypene på flere måter. For eksempel har investorer enten en liten forvaltningsenhet for infrastruktur, eller en større integrert enhet for både transaksjoner og forvaltning. Avdelingen for risikostyring inkluderer i noen tilfeller egne spesialister for infrastruktur som følger med på og gir råd om risikoer forbundet med infrastrukturinvesteringer. I tillegg involverer infrastrukturinvesteringer typisk flere støtteenheter i investorens organisasjon utenom selve infrastrukturenheten, for eksempel en intern rådgivningsgruppe, den sentrale avdelingen for risikostyring, fagpersoner for skatt og regnskap – som regel er også investorens styre aktivt involvert i flere store direkteinvesteringer.

Hybridinvestorer har typisk en forvaltningsenhet for deres infrastrukturportefølje som investerer i eller sammen med fond og følger med på risiko og resultater. Siden de gjennomfører få direkteinvesteringer,

⁵⁸ For eksempel kan den videre utviklingen innen automatisert transport komme til å få en positiv eller negativ innvirkning på risikoprofilen til bonveier.

har de sjeldent kompetanse for forvaltning av direkte investeringer (slik som spesialisert bransjekunnskap og styrekompetanse) i deres infrastrukturenheter. Størrelsen på enheten i forhold til investert kapital er mindre enn hos direkte investorer.

Direkte investorer har som oftest integrerte enheter for transaksjoner og forvaltning innen infrastruktur. De integrerte enhetene er ansvarlige for å identifisere investeringsmuligheter, gjennomføre investeringer og aktivt forvalte infrastrukturanleggene, for eksempel gjennom representasjon i styret til driftsselskapene. Aktivt eierskap gjennom driftsselskapets styre virker å være vanlig blant direkte investorer. Derfor sikter slike investorer på å ha bransje- og forvaltningskompetanse i deres investeringsenheter, eller å få tak i denne kompetansen gjennom eksterne styremedlemmer. Infrastrukturenheten er ofte atskilt fra enheter som arbeider dedikert med andre realaktiva, på grunn av infrastrukturanleggenes spesielle egenskaper. Ansvarsområdene innenfor enheten er ofte delt inn etter undersektorer eller geografi, avhengig av investorens fokusområder (på lik linje med den typiske organisasjonsformen innen private equity).

Ettersom infrastrukturinvesteringer som regel er store, krever investeringsbeslutninger ofte (avhengig av investorens mandat og styringsprinsipper) godkjenning av investorens styre⁵⁹. Slike investeringer kan derfor medføre nye utfordringer for styret, herunder etablering av nytt rammeverk for risikostyring og rapportering samt tilegning av grunnleggende kunnskap om aktivatyper og geografiske områder. Siden styret kan være nødt å forstå og ta avgjørelser om komplekse problemstillinger rundt mange av investorens unoterte investeringer i infrastruktur, ønsker investorer å ha relevant infrastrukturkompetanse blant sine styremedlemmer.

Når det gjelder støttefunksjoner for infrastrukturenhetenes arbeid, samarbeider enhetene vanligvis med en sentral enhet for risikostyring samt med eksperter for skatte- og regnskapsmessige spørsmål. Den sentrale avdelingen for risikostyring bidrar med risikovurderinger og finansielle modeller. Avdelingen for skatt og etterlevelse samarbeider enten med internasjonale eksperter eller har egen kompetanse som er spesialisert på den juridiske delen av investeringsobjektet er lokalisert i. Behovet for denne spesialkompetansen kan medføre økte kostnader i eierperioden. Men fordi transaksjonsfrekvensen ofte er lavere enn i andre aktivaklasser og fordi de enkelte investeringene er store, er det mulig for direkte investorer å forvalte infrastrukturaktiva med en relativt slank organisasjon.

Spesialister organiserer seg på en lignende måte som direkte investorer, men det finnes noen forskjeller. For det første er enhetene mer spesialiserte på utvalgte geografier eller undersektorer. For det andre har spesialister som oftest kontorer i større nærhet til deres infrastrukturaktiva; dette betyr at de har anledning til å dra på befaring oftere, bygge tillit og holde tett kontakt med selskapsledelsen og lokalsamfunn. For det tredje vil de i noen tilfeller kunne tilby støtte fra andre enheter når det gjelder å optimere anleggene og dermed øke verdiskapingen, eller spesialiserte enheter som kan bistå i forhandlinger med regulatorer. For det fjerde er de mer aktive enn direkte investorer i deres interaksjon med driftsselskapet, for eksempel gjennom styret. Det mest typiske er at en til to medlemmer av driftsselskapets styre kommer fra investorens egen infrastrukturenhet, mens resten blir utnevnt eksternt for å sikre tilstrekkelig bransjekunnskap og andre typer kompetanse.

Investorer har bedre kontroll over resultatmål og rapportering når de er direkte involvert

De institusjonelle investorene som ble intervjuet følger med på mange forskjellige indikatorer for deres infrastrukturinvesteringer. Noen typiske indikatorer er: finansielle mål (for eksempel avkastning på investeringen, inntekter og lønnsomhet); operasjonelle mål (som ressursutnyttelse, effektiv drift, servicenivå og kundetilfredshet); og risiko- og ESG-relaterte mål (som ledende indikatorer på ulykker,

⁵⁹ Intervjuer med institusjonelle investorer (2016)

dialog med interessenter, og politiske og regulatoriske forhold). Mens disse indikatorene som regel følges av alle investortyper, varierer investorenes evne til å påvirke rapporteringsinnhold og -hyppighet avhengig av hvilken arketype de tilhører.

Hybridinvestorer mottar vanligvis standard fonsdrapporter som inneholder ulike risikomål, avhengig av typen infrastrukturprosjekt i fondenes porteføljer. For eksempel er de typiske risikoindikatorene som blir rapportert for vindmølleparker uforutsett driftsstans (prosentandel av tiden), brudd av turbinblad, timer per dag uten strømleveranse, antall ulykker og personskader (inkludert de som involverer underleverandører). Hybridinvestorenes evne til å skreddersy rapportering utover standard fonsdrapportering kan være begrenset. Imidlertid kan betydelige fonsdinvestorer styre rapporteringen til en viss grad og be om ytterligere informasjon. Hybridinvestorer som er ko-investorer har fordelen av større fleksibilitet og bedre informasjonsflyt i tillegg til en viss tilgang til styremateriale og ledelsesrapporter. Verdivurdering av infrastrukturaktiva blir vanligvis gjennomført en til to ganger per år i form av analyser av gjenanskaffelsesverdien levert av eksterne regnskapsførere.

Den vanligste og viktigste informasjonskanalen for direkte investorer er ledelsesrapporter og styremateriale. Prosedyrer for informasjonsflyt blir ofte definert gjennom investorenes konsortium, slik at en enkel minoritetsinvestor ikke har mulighet til å ta avgjørelser om viktige rapporteringsmål på egen hånd. Flyten av informasjon har en tendens til å være avhengig av partnere når det gjelder førstehåndsinformasjon. Dette kan redusere investorers evne til å sjekke og verifisere primærkildene. Derfor innhenter noen investorer ytterligere uavhengige rapporter for å verifisere informasjonen de får fra sine partnere. Minoritetsinvestorer opplever ofte begrensninger rundt hvilken informasjon de kan publisere i sin egen rapportering på grunn av konfidensialitetsavtaler.

Spesialister er den investortypen som vanligvis har mest kontroll over rapporteringen, og nyter derfor den beste tilgangen til informasjon på grunn av sine majoritetsposisjoner i infrastrukturprosjektene. De har mulighet til å implementere ulike rapporterings- og resultatmål for driftsselskapet via dets styre, og står friere til å definere hvilken informasjon som skal publiseres til deres interessenter.

6. Eksempler på hendelser som har skadet omdømmet til investorer i unotert infrastruktur

Dette kapittelet skisserer noen anonymiserte eksempler på hendelser som har skadet omdømmet til investorer i unotert infrastruktur. Eksempler på slik skade er relativt uvanlige og driftsselskapene synes å ha fått størsteparten av den negative publisiteten⁶⁰. Tilfeller av omdømmeskade forekommer hovedsakelig når investorer unnlater å sette seg grundig inn i risikofaktorer og implementere risikoreduserende tiltak.

Hendelse 1:

Prisøkninger i monopolistisk kraftnett utløste negativ forbrukerreaksjon i Europa

Et kraftselskap i et europeisk land solgte distribusjonsnettet til et investorkonsortium bestående av nasjonale og internasjonale investorer. Nettselskapet annonserte en betydelig økning i distribusjonsprisen, i samsvar med gjeldende ordning for prisregulering. Like fullt utløste prisøkningen en opphetet offentlig debatt, ettersom forbrukerne følte at driftsselskapet misbrukte sin posisjon som monopolistisk infrastrukturselskap. Hoveddelen av kritikken var rettet mot driftsselskapet for sin monopolistiske oppførsel og mot politikerne for å ha utformet en mangelfull reguleringsordning. Investorene mottok også noe negativ publisitet. Driftsselskapet bestemte seg til slutt for å moderere og utsette prisøkningene.

Hendelse 2:

Bekymringer rundt økonomisk livsgrunnlag og arealbruk førte til betydelige forsinkelser for et prosjekt innen fornybar energi i et fremvoksende marked

En europeisk investor investerte i et større prosjekt innen fornybar energi i et fremvoksende marked med et relativt stabilt politisk styresett og forutsigbart regulatorisk rammeverk. Prosjektet møtte sosial og politisk motstand fordi lokalsamfunn var bekymret for deres økonomiske livsgrunnlag og urfolks rettigheter. Byggingen av prosjektet ble forsinket med flere år. Prosjektet og investoren fikk negativ publisitet i nasjonal og internasjonal presse. Den europeiske investoren bestemte seg for å trekke seg fra prosjektet og har stilt seg tvilende til investeringer i fremvoksende markeder siden denne hendelsen.

Hendelse 3:

Økte priser for tjenester og bruk av kontraktsfestet rett til erstatningsdekning fra en by skadet omdømmet til private investorer

En storby i et utviklet marked privatiserte en del av sine transporttjenester til investorer. Driftsselskapet oppgraderte servicenivået og økte prisene for sine tjenester betydelig, men i samsvar med det regulatoriske rammeverket. I tillegg benyttet driftsselskapet seg aktivt av sin kontraktsfestede rett til å kreve erstatningsbetalinger av byen for flere tiltak fra byens side med potensiell negativ effekt på brukerinntektene. Økningen i tjenestepriiser og kravene mot byen frembrakte en vedvarende negativ diskusjon i offentligheten og i pressen, og førte til andre negative effekter slik som boikott og hærverk. Kritikken var hovedsakelig rettet mot investorenes kontrakt med byen, som ble ansett som ubalansert og urettferdig. Til slutt ble investoren også kritisert for å utnytte driftsselskapets monopolstilling.

⁶⁰ Intervjuer med bransjeeksperter (2016); Intervjuer med institusjonelle investorer (2016)

Referanser

Eccles, R. G., Newquist, S. C., & Schatz, R. (Februar 2007). Reputation and Its Risks. *Harvard Business Review*. Innhentet oktober 2016, fra <https://hbr.org/2007/02/reputation-and-its-risks/>

GRESB Infrastructure. (u.å.). Innhentet oktober 2016, fra <https://www.gresb.com/infra/home/>

Intervjuer med bransjeeksperter. (Oktober 2016). Unoterte infrastruktur infrastrukturinvesteringer – Ekstern vurdering av politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko. (McKinsey & Company, Intervjuer)

Intervjuer med institusjonelle investorer. (Oktober 2016). Unoterte infrastruktur infrastrukturinvesteringer – Ekstern vurdering av politisk, regulatorisk og omdømmemessig risiko. (McKinsey & Company, Intervjuer)

McKinsey & Company. (2015). *McKinsey & Company 2015 Global Institutional Investor Survey*.

McKinsey Global Institute. (2013). Infrastructure productivity: How to save \$1 trillion a year. Innhentet fra <http://www.mckinsey.com/industries/capital-projects-and-infrastructure/our-insights/infrastructure-productivity/>

McKinsey Global Institute. (Juni 2016). Bridging global infrastructure gaps. Innhentet november 2016, fra <http://www.mckinsey.com/industries/capital-projects-and-infrastructure/our-insights/bridging-global-infrastructure-gaps/>

MSCI. (2016). "Global markets and return drivers", Analysis for Ministry of Finance.

Norges Bank. (2. desember, 2015). Government Pension Fund Global - Investments in infrastructure. Innhentet oktober 2016, fra <https://www.nbim.no/en/transparency/submissions-to-ministry/2015/government-pension-fund-global--investments-in-infrastructure/>

Norges Bank. (u.å.). Innhentet november 2016, fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/USD/>

Preqin. (2016). *2016 Preqin Global Infrastructure Report*. Preqin.

Preqin. (u.å.). Infrastructure Database. Innhentet oktober 2016

RARE Infrastructure. (2013).

Van Nieuwerburgh, S., Stanton, R., & de Bever, L. (2015). *A review of real estate and infrastructure investments by the Norwegian Government Pension Fund Global (GPFG)*.

Verdensbanken: Det multilaterale garanti-instituttet (MIGA). (u.å.). Performance Standards. Innhentet oktober 2016, fra <https://www.miga.org/projects/environmental-and-social-sustainability/performance-standards/>

Weber, B., Staub-Bisang, M., & Alfen, H. (2016). *Infrastructure as an Asset Class: Investment Strategy, Sustainability, Project Finance and PPP* (2 ed.). Wiley.

