

# Innviðafjárfestingar vátryggingafélaga



**Katrín  
Gunnarsdóttir,**  
fyrirverandi sérfræðingur  
í áhættugreiningu hjá  
Fjármálaeftirlitinu

Undanfarin misseri hefur umræða um þörfina á auknum fjárfestingum í innviðum á Íslandi farið vaxandi. Ástæðan er bæði uppsöfnuð þörf eftir litla innviðafjárfestingu á árunum eftir efnahagshrunið 2008 og fyrirsjáanleg þörf, meðal annars í vegakerfinu, vegna fjölgunar ferðamanna. Þessi aukna áhersla er einnig í takt við alþjóðlega spá en Efnahags- og framfarastofnunin, OECD, áætla árlega fjárfestingaþörf í innviðum fram að 2030 um 4,1% af vergri landsframleiðslu á heimsvísu<sup>1</sup>, sem er töluvert meira en núverandi hlutfall (um 2,5%).

## Innviðafjárfestingar settar í forgang í Evrópu

Innviðafjárfestingar hafa einnig verið ofarlega á baugi síðustu ár í Evrópu. Þar hafa orðið til ýmis verkefni<sup>2</sup> til að hvetja til innviðafjárfestinga, enda eru slíkar langtímafjárfestingar taldar mikilvægur þáttur í að stuðla að auknum hagvexti og fjármálastöðugleika í álfunni. Í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar voru CRD IV/CRR reglur innleiddar á bankamarkaði og gerir það regluverk bönkunum erfiðara um vik með langtímalánafyrirgreiðslu. Því hafa stofnanafjárfestar orðið virkari þátttakendur við að útvega langtímafjármögnun á markaði.

### Innviðafjárfestingar í Solvency II

**10. október 2014** Framseld (e. delegated) reglugerð 2015/35/ESB tekur gildi, innviðafjárfestingar beittar sama álagi og samsvarandi hlutabréf eða skuldabréf.

**30. september 2015** Framseld reglugerð 2016/467/ESB tekur gildi, innviðafjárfestingar (e. Infrastructure investments) skilgreindar sem eignaflokkur, fá á sig lægra álag í hlutabréfa- og vikáhættu.

**1. janúar 2016** Solvency II tilskipunin tekur formlega gildi.

**30. júní 2016** EIOPA gefur út álit, leggur til að innviðafjárfestingafélög (e. Infrastructure corporates) fái á sig lægra álag í staðalreglu Solvency II.

Innviðafjárfestingar ættu að vera áhugaverður valkostur fyrir stofnanafjárfesta eins og lífeyrissjóði og vátryggingafélög. Þær hafa fyrirsjáanlegt sjóðstreymi til langs tíma og geta skilað hærri ávöxtun en almennt gerist á skuldabréfamarkaði. Þá fylgja þeim ýmsir aðrir kostir, svo sem betri eigna- og skuldbindingajöfnun, verðbólguvernd og takmörkuð fylgni við aðra eignaflokka sem nýtist til að ná fram áhættudreifingu á eignasafninu.

Innviðafjárfestingar eru taldar bera minni áhættu og vera stöðugri en fjárfestingar í ýmsum öðrum geirum. Rannsóknir<sup>3</sup> benda til þess að endurheimturfærni af þessum fjárfestingum við greiðslufall séu betri en búast mætti við af fyrirtækjaskuldabréfum með sambærilegu láns hæfi. Þrátt fyrir þessar niðurstöður voru innviðafjárfestingar meðhöndlaðar á sama hátt og önnur fyrirtækjabréf í upphaflegri útgáfu staðalreglu<sup>4</sup> (e. standard formula) Solvency II samkvæmt framseldri reglugerð 2015/35 ESB<sup>5</sup>. Há gjaldþolskrafa reiknast á hlutabréfafjárfestingar í Solvency II, og hvað skuldabréf varðar hækkan krafan með lengri líftíma, en innviðafjárfestingar eru yfirleitt langtímafjárfestingar. Útlit var því fyrir að Solvency II regluverkið myndi gera vátryggingafélögum í Evrópu erfiðara um vik við slíkar langtímafjárfestingar og þar með fæla félögin frá því að fjárfesta í innviðum.

Í framhaldinu var EIOPA beðið um að koma með tillögur til framkvæmdastjórnar ESB varðandi meðferð innviðafjárfestinga í Solvency II. Þær tillögur fólust meðal annars í því að skilgreina fjárfestingar í innviðum með tilliti til eigna og skuldbindinga, skoða hvernig flokkarnir yrðu metnir í markaðs- og mótaðilaáhættu og koma auga á mögulegar hindranir í regluverkinu sem krefðust úrbóta. EIOPA ráðfærði sig við hagsmunaaðila í ferlinu og voru þessar tillögur síðan samþykktar af framkvæmdastjórn ESB og settar fram í framseldri reglugerð 2016/467 sem breytti reglugerð 2015/35/ESB að því er varðar útreikning gjaldþolskröfu vegna tiltekinna eignaflokka.

<sup>1</sup> Sjá skýrslur OECD: Infrastructure to 2030 og Strategic Transport Infrastructure Needs to 2030

<sup>2</sup> Verkefni eins og Project Bond Initiative ESB, Juncker planið, Pension Infrastructure Platform, skattaafslættir í Bretlandi o.fl.

<sup>3</sup> Sjá t.d. Moodys Project Finance Default and Recovery study

<sup>4</sup> Útreikningur gjaldþolskröfu vátryggingafélaga byggist á svokallaðri staðalreglu. Staðalreglan samanstendur af einingum sem þýðir að krafa vegna hverrar áhættu er reiknuð sér og síðan eru þær lagðar saman.

<sup>5</sup> Framselda reglugerðin er um viðbætur við Evróputilskipun 2009/138/ESB um stofnun og rekstur fyrirtækja á sviði vátrygginga og endurtrygginga (Solvency II). Hún hefur þegar verið innleidd hér á landi með setningu reglugerðar um vátryggingastarfsemi nr. 585/2017.

### Innviðafjárfestingar sem eignaflokkur

Í áðurnefndri framseldri reglugerð hafa viðurkenndar innviðafjárfestingar (e. qualifying infrastructure investments) nú verið skilgreindar með tilliti til eigna og skuldbindinga. Um er að ræða fjárfestingar í fyrirtækjum sem mega ekki hafa aðra starfsemi en að eiga, fjármagna, þróa eða reka innviðaeignir<sup>6</sup> (e. infrastructure assets), þar sem greiðslur til lánardrottna og hlutabréfafjárfesta eru að mestum hluta fengnar með þeim eignum sem eru fjármagnaðar. Slík fyrirtæki í innviðafjárfestingum (e. infrastructure project entities) þurfa til viðbótar að uppfylla ýmis skilyrði sem snúa að álagsþoli, fyrirsjáanlegu sjóðstreymi og vernd með samningsákvæðum. Tilgangurinn er að takmarka eignaflokkinn við fjárfestingar þar sem fyrirtæki í innviðafjárfestingum sýna fram á betra áhættusnið en aðrir fjármálagjörningar.

Í þessum breytingum var ákveðið að innviðafjárfestingafélög (e. infrastructure corporates) myndu ekki falla undir skilgreiningu um viðurkenndar innviðafjárfestingar, en dæmi um slík félög eru t.d. fjarskiptafélög eða eignarhaldsfélög í orkugeiranum þar sem innviðafjárfestingar eru hluti af starfsemi. Þetta var hugsað til að tryggja að eingöngu innviðafjárfestingar fengju minna álag á sig í staðalreglunni, en ekki tengd starfsemi. Þetta fyrirkomulag hefur sætt nokkurri gagnrýni og bent hefur verið á að t.d. félög sem reka flugvelli og vatnsveitur en eru einnig í öðrum fjárfestingum geti þá ekki fallið undir skilgreininguna.

Í upphaflegri útgáfu Solvency II reglugerðarinnar voru óskráðar innviðafjárfestingar flokkaðar sem hlutabréf af gerð II (e. Type II) og fengu því á sig 49% álag í staðalreglunni. Eftir endurbætur á reglugerðinni eru innviðafjárfestingar skilgreindar sem sérstakur eignaflokkur. Fjárfestingar í innviðum fá nú á sig 30% álag og 77% af samhverfri aðlögun (e. symmetric adjustment). Reiknuð gjaldþolskrafa vegna vikáhættu (e. spread risk) á skuldabréf og lán í viðurkenndum innviðaverkefnum hefur einnig verið lækkuð umtalsvert eða um 30% fyrir skuldabréf af lánshæfisgæðum 3 og um meira en 40% í flokki skuldabréfa án lánshæfismats.

Eftir að þessar breytingar tóku gildi var haldið áfram að endurskoða reglugerðina varðandi innviðafjárfestingarfélög og nýtt álit til framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins var gefið út í júní 2016. Þar leggur EIOPA til að innviðafjárfestingafélög með gott lánshæfi verði beitt lægra álagi í staðalreglunni, eða 36% álagi í stað 39%-49% fyrir

hlutabréf, og fái mögulega einhverja lækkun á vikáhættu. Líklegt er að þessar breytingar verði innleiddar samhliða endurskoðun á Solvency II regluverkinu á næstu árum.

### Ný ákvæði í áhættustýringu

Nýjum reiknireglum fylgja einnig viðbætur og breytingar í áhættustýringu. Nýverið kom út reglugerð um váttryggingastarfsemi nr. 585/2017 sem byggir á áðurnefndum framseldum reglugerðum 2015/35/ESB og 2016/476/ESB. Í reglugerð nr. 585/2017 er vikið að ýmsum atriðum er varða áhættustýringu og fjallar 8. gr. sérstaklega um áhættustýringu innviðafjárfestinga (sjá ramma)<sup>7</sup>.

#### 8. gr.

#### Áhættustýring við fjárfestingar í viðurkenndum innviðaverkefnum.

Váttryggingafélag skal gera áreiðanleikakönnun áður en fjárfest er í viðurkenndum innviðaverkefnum, sem felur í sér:

Skjalfest mat um hvernig fjárfestingarverkefnið fullnægir viðmiði 164. gr. a reglugerðar 2015/35/ESB. Matið skal staðfest af aðila sem er óháður þeim sem framkvæmir áreiðanleikakönnunina og án mögulegra hagsmunaárekstra á milli þeirra,

staðfestingu á því að skipulag á flæði fjár í verkefninu hafi verið metið af aðilum sem eru óháðir þeim aðilum sem þróa skipulag fjárfestingarinnar og án mögulegra hagsmunaárekstra á milli þeirra.

Váttryggingafélag sem hefur fjárfest í viðurkenndum innviðaverkefnum skal reglulega framkvæma álagspróf á flæði fjár og virði veða sem styðja fyrirtækið vegna innviðafjárfestingarinnar. Álagspróf skal vera í samræmi við eðli, umfang og margbreytileika áhættunnar sem felst í innviðaverkefninu.

Þegar váttryggingafélag hefur fjárfest í viðurkenndu innviðaverkefni skal það hafa skriflega stefnu skv. 39. gr. laga um váttryggingastarfsemi þar sem fram kemur hvernig innviðaverkefni eru vöktuð meðan þau eru byggð upp og hvernig endurheimt fjármagns er hámarkuð ef verkefnið gengur ekki upp.

Váttryggingafélag sem hefur fjárfest í viðurkenndu innviðaverkefni með skuldabréfum og lánum skal hafa eigna- og skuldastýringu til að tryggja að þau geti átt fjárfestinguna meðan verkefnið varir.

Ákvæði þetta byggir á 261. gr. a reglugerðar 2015/35/ESB.

<sup>6</sup> Innviðaeignir: Ápreifanlegar byggingar eða búnaður, kerfi og net sem veita eða styðja við nauðsynlega opinbera þjónustu.

<sup>7</sup> Þessi ákvæði eru til viðbótar við varfærnisregluna í fjárfestingum (e. Prudent Person Principle) sbr. 113 gr. laga nr. 100/2016 um váttryggingastarfsemi

Þar kemur fram að váttryggingafélag skal gera áreiðanleikakönnun áður en fjárfest er í viðurkenndum innviðaverkefnum og framkvæma reglulega álagspróf á flæði fjár og virði veða sem styðja fyrirtækið vegna innviðafjárfestingarinnar. Þá skal félagið hafa skriflega stefnu um áhættustýringu og hafa eigna- og skuldastýringu til að tryggja að þau geti átt fjárfestinguna á meðan verkefnið varir. Síðastnefnda ákvæðið kemur til vegna þess að rökin fyrir því að lækka álagið á skuldabréf og lán byggir meðal annars á þeirri forsendu að flestum innviðafjárfestingum er haldið út líftímann.

### Lokaorð

Í alþjóðlegum könnunum sem gerðar hafa verið meðal stofnanafjárfesta kemur fram að þeir hafa áhuga á að auka fjárfestingar sínar í innviðum. Miðað við gögn frá OECD eru innviðafjárfestingar að meðaltali um 3% af eignum lífeyrissjóða, og um 2% af eignum váttryggingafélaga. Á Íslandi eru ýmis félög sem skilgreina mætti sem innviðafjárfestingafélög (e. infrastructure corporates), svo sem Landsvirkjun, Orkuveita Reykjavíkur, HS veitur, Spölur

o.fl. Íslensk váttryggingafélög hafa sum fjárfest með beinum eða óbeinum hætti í slíkum félögum, en hafa hingað til ekki fjármagnað einstök innviðafjárfestingaverkefni. Þekking á innviðafjárfestingum er mikilvæg forsenda fyrir árangri og því er líklegt að váttryggingafélög myndu kjósa að fjárfesta óbeint í gegnum sérhæfða fjárfestingasjóði og í samstarfi við fleiri aðila, til dæmis lífeyrissjóði.

Ljóst er að áðurnefnd innviðafjárfestingafélög sjá fram á mikla fjárfestingaþörf í innviðaverkefnum á komandi árum og ýmis verkefni bíða í samgöngu- og orkumálum. Nýliðnar og yfirstandandi breytingar á Solvency II regluverkinu miða að því að gera innviðafjárfestingar að álitlegum kosti fyrir váttryggingafélög. Áhugavert verður að fylgjast með því hvort slíkar fjárfestingar muni aukast, bæði hér á landi og erlendis.

<sup>8</sup> Dæmi um innviðafjárfestingaverkefni eru Hvalfjarðargöngin, þar sem lífeyrissjóðir komu meðal annars að langtímafjármögnun.