



Gísli Hauksson

Fjármögnun einkaaðila á innviðum samfélagsins

Umræða um þörf á innviðafjárfestingu gerist æ háværi og fjármálafyrirtækið GAMMA hefur metið uppsafnaða fjárfestingaþörf í innviðum á Íslandi um 250 milljarða króna. Sé litið til næstu sjö til tíu ára er það mat GAMMA að fjárfestingaþörfin nemi að minnsta kosti 500 milljörðum króna. Ætla má að þjóðhagslegt tap af því að hafa ekki ráðist í gerð Sundabrautar fyrir áratug nemi á bilinu 12-15 milljörðum. Fjölmörg tækifæri eru fyrir aðkomu einkaaðila að slíkum verkefnum.

Opinber fjárfesting hefur farið lækkandi sem hlutfall af vergri landsframleiðslu í Evrópu síðan á áttunda áratugnum, úr rúmlega 5% í um 2,5%. Efnahags- og framfarastofnunin, *OECD*, telur að fjárfestingarþörf í innviðum helmingi meiri eða 4,1% af vergri landsframleiðslu. Sívaxandi útgjöld til heilbrigðismála, menntamála og félagsþjónustu er ein ástæða fyrir takmörkuðum og minnkandi fjárfestingum opinberra aðila í hefðbundnum innviðum.

Í orðabók fjármálamarkaða eru innviðir sagðir tvennskonar; annars vegar efnahagslegir eða hefðbundnir innviðir og hins vegar félagslegir innviðir. Með efnahagslegum innviðum er til dæmis átt við samgöngur (hafnir, flugvellir, vegir, brýr, jarðgöng, bílastæði), veitur (veitufyrirtæki, orkudreifing, orkuvinnsla, vatn, skólp, sorp) og samskipti (miðlun, dreifing, samgöngumannvirki).

Félagslegir innviðir eru skilgreindir sem skólar og aðrar menntastofnanir, mannvirki og þjónusta tengd heilbrigðiskerfinu (svo sem hjúkrunarheimili fyrir aldraða), mannvirki og þjónusta tengd dómstólum, fangelsi og íþróttahús og -leikvangar.

Þegar kemur að fjárfestingum í innviðum rekumst við á töluverðar aðgangshindranir; stærðarhagkvæmni er mikil enda fastur kostnaður hár en breytilegur kostnaður hlutfallslega lægri, eftirspurn er óteygjin, rekstrarkostnaður lágur, reglugerðarumhverfi flókið og samningar ítarlegir með langan líftíma.

Er eftirspurn eftir aðkomu einkaaðila?

Skortur á innviðafjárfestingum virðist vera alþjóðlegt vandamál. Opinber fjárfesting hefur farið lækkandi sem hlutfall af vergri landsframleiðslu í Evrópu síðan á áttunda áratugnum, úr rúmlega 5% í um 2,5%. Efnahags- og framfarastofnunin, *OECD*, telur að fjárfestingarþörf í innviðum sé hátt í helmingi meiri eða 4,1% af vergri landsframleiðslu.

Sívaxandi útgjöld til heilbrigðismála, menntamála og félagsþjónustu er ein ástæða fyrir takmörkuðum og minnkandi fjárfestingum opinberra aðila í hefðbundnum innviðum. Til að fjármagna aukna fjárfestingu í innviðum geta stjórnvöld auðvitað hækkað skatta og aukið útgáfu ríkisskuldabréfa en

um leið átt það á hættu að lækka í láns hæfi.

Einnig geta stjórnvöld leitað nýrra leiða til uppbyggingar innviða og það hafa þau gert. Markmiðið er að lækka ríkisskuldir og draga úr hallarekstri, flyta uppbyggingu þjóðhagslega arðbærra verkefna, auka kostnaðarpátttöku þeirra sem nýta opinbera þjónustu og nýta almennt kosti einkaframtaks.

Aðkoma einkaaðila að innviðafjárfestingum hefur almennt reynst vel. Helsti kosturinn hefur verið sá að framkvæmdir með aðkomu einkaaðila taka skemmri tíma en opinber verkefni og eru oftast nálægt eða undir kostnaðaráætlun.

Lífeyrissjóðir og tryggingafélög voru áður fyrir einkum á skuldahliðinni þegar kom að innviðafjárfestingum. Það má segja að það hafi breyst með ríkisstjórn Margrétar Thatchers í Bretlandi á níunda áratugnum, með einkavæðingu og reglugerðarbreytingum sem miðuðu að því að lækka kuldir ríkissjóðs. Árið 1992 tóku stjórnvöld í Bretlandi upp á því að greiða tilgreindar greiðslur til einkaaðila sem fullnægðu fyrirfram skilgreindri þörf á innviðum. Þessi aðferð Breta við innviðafjárfestingar fékk síðar brautargengi í Ástralíu og Kanada. Nú er svo komið að fjöldamörg lönd, þar á meðal Spánn, Frakkland, Þýskaland, Bandaríkin, Ítalía, lönd í Skandinavíu og mun víðar, hafa tileinkað sér aðkomu einkafjármagns að innviðum.

Er áhugi einkaaðila á innviðafjárfestingum til staðar?

Áhuginn er vissulega til staðar og innviðafjárfestingar eru orðnar sérstakur eignaflokkur. Meginástæðan er breytt afstaða stofnana- fjárfesta til eignadreifingar og áhættu; þróun sem hófst í raun eftir alþjóðlegu niðursveifluna árið 2000. Þá kynnti fjármálagæirinn til sög-

unnar innviðafjárfestingar sem nýjan fjárfestingarkost, undir því sem venjulega er kallað „*alternative investments*“, eða óhefðbundnar fjárfestingar. Aðrar eignir undir óhefðbundnum fjárfestingum eru fasteignir, fyrirtækjaverkefni, vögunarsjóðir, hrávörur og gjaldeyrisafleiðuvarnir.

Þróunin á heimsvísu hefur verið sú að stofnanafjárfestar hafa síðasta áratuginn dregið jafnt og þétt úr vægi hlutabréfa í eignasafni, eða úr um 60% í um 47%. Í staðinn hefur vægi vægi óhefðbundinna eigna aukist. Stofnanafjárfestar hafa á undanförunum árum þurft að glíma við lækkandi ávöxtun eigna, auknar verðsveiflur og hækkandi skuldbindingar vegna lágra vaxta og hærri lífaldurs.

Fjárfestingar í innviðum ættu að vera áhugaverðar fyrir stofnanafjárfesta eins og lífeyrissjóði og tryggingafélög enda eignaflokkurinn með eiginleika sem hentar þeim, svo sem fyrirsjáanlega tekjustrauma til langs tíma, takmarkaða fylgni við aðra eignaflokka og litlar líkur á gjaldfalli, en á móti kemur að reglugerðarumhverfið getur flækt málið.

Áhugi fjárfesta á innviðum er einkum tilkominn vegna þriggja meginþátta:

- Verðbólguvörn (tekjur með beinni og óbeinni verðtryggingu, eignaverð þróast oftast í takt við verðbólgu),
- Tekjustraumar (fyrirsjáalegir greiðslustraumar, ábati oft tengdur hagkvæmum rekstri innviða, mætir langtímaskuldbindingum fjárfesta),
- Áhættusjónarmið (nýr eignaflokkur, takmörkuð fylgni við aðra eignaflokka og minni áhrif hagsveiflunnar á eignaverð).

Innviðafjárfestingar eru hins vegar ekki áhættulausar. Þeim fylgja verulegir áhættuþættir, einkum pólitískir. Aðrir áhættuþættir eru meðal annars byggingarkostnaður, rekstraráhætta og viðhaldsáhætta, eftirspurnaráhætta í sumum verkefnum, vaxta- og verðbólguáhætta, endurfjármögnunaráhætta, umhverfisáhætta, seljanleikáhætta, áhætta vegna tímasetningar fjárfestingar og orðsporsáhætta.

Í alþjóðlegum könnunum sem gerðar hafa



Fjárfestingar í innviðum ættu að vera áhugaverðar fyrir stofnanafjárfesta en þær eru ekki áhættulausar. Fram að þessu hefur hefðbundin fjármögnun innviðafjárfestinga verið að mestu bundin við bankafjármögnun og útgáfu skuldabréfa.

verið meðal stofnanafjárfesta kemur fram skýr vilji þeirra til að auka fjárfestingar sínar í innviðum. Samkvæmt gögnum frá OECD eru innviðafjárfestingar að meðaltali um 3% af eignum lífeyrissjóða. Meðal tryggingafélaga er sambærileg tala um 2%. Markmið þessara aðila eru mismunandi; 40% eru með markmið um 1-5% fjárfestingarhlutfall og 38% með markmið um 5-9,9% hlutfall. Hins vegar eru flestir vel undir þessum markmiðum sínum í dag eða um 60% þeirra.



Verkefnatengdri fjármögnun hefur vaxið fiskur um hrygg á síðustu árum. Algengasta form innviðafjárfestingar er svokallað *Public-Private Partnership* eða *P3*.

Engin slík markmið um fjárfestingar í innviðum er að finna hjá íslenskum stofnana-fjárfestum.

Hvernig er aðkomu einkaaðila að innviðafjárfestingum háttáð?

Aðkoma stofnanafjárfesta er svo sem ekki ný af nálinni þegar kemur að innviðum en hún hefur einkum verið í formi fjárfestinga í skráðum innviðafyrirtækjum, fjárfestinga í einkavæðingu innviðafyrirtækja, kaupum á skuldabréfum innviðafyrirtækja eða skulda-bréfum sveitarfélaga eða ríkis.

Fram að þessu hefur hefðbundin fjármögnun innviðafjárfestinga verið að mestu bundin við bankafjármögnun og útgáfu skuldabréfa. Áhrif lánsfjárfreppunnar, nýrra og þrengri

Uppsöfnuð fjárfestingarþörf í innviðum á Íslandi, bæði hefðbundnum og félagslegum, er um 12-15% af vergri landsframleiðslu, eða sem nemur að minnsta kosti 250 milljörðum króna. Fjárfestingarþörf í innviðum næstu 7-10 árin verður að minnsta kosti 500 milljarðar eða um 25% af vergri landsframleiðslu.

reglugerða hafa takmarkað möguleika bankastofnana til fjármögnunar á efnahags-reikningi sínum, einkum og sér í lagi til lengri tíma.

Verkefnatengdri fjármögnun hefur vaxið fiskur um hrygg á síðustu árum. Algengasta form innviðafjárfestingar er svokallað *Public-Private Partnership* eða *P3* sem skilgreina má sem langtíma, árangursmælanlega aðferð til að tryggja uppbyggingu þjóðhags-lega ábatasamra innviðaverkefna þar sem einkaaðilar taka stærstan eða stóran hluta áhættunnar þegar kemur að hönnun, fjármögnun, byggingu, rekstri og hagkvæmni verkefnisins á líftíma þess. Í Bretlandi eru til að mynda yfir áttahundruð slík verkefni. Í upphafi voru flest þeirra tengd samgöngum og spítölum, en síðar skólum og nú nýlega sorphreinsun.

Okkur Íslendingum er tamt að horfa til Norðurlandanna við allan samanburð. Þar sjáum við ýmis dæmi um samstarf einkaaðila og hins opinbera í samgöngumálum, til að mynda í Noregi og reynslan þar hefur verið góð af slíku samstarfi.

Til eru margar mismunandi útfærslur af *P3* samstarfi opinberra aðila og einkaaðila en helsti munurinn snýr að þeirri áhættu sem



Mynd: Pietro

Ekki hafa verið mörg skref stigin hér á landi í aðkomu einkaaðila að stórum innviðafjárfestingum. Hvalfjarðargöng koma upp í huga margra en aðkoma ríkisins þar var smávægileg eða undir 10% af fjárfestingunni og líklegt að mörg ár eða jafnvel áratugir hefðu liðið áður en göngin hefðu verið gerð ef ekki hefði komið til aðkoma annarra en ríkisins.

samningsaðilarnir taka, það er að segja hver ber áhættu á byggingarkostnaði og rekstri og hver ber áhættu á notkun mannvirkisins.

Í samgönguverkefnum, svo sem vegagerð og brúargerð, geta einkaaðilar tekið áhættu á hvoru tveggja, byggingarkostnaði og rekstri annars vegar og notkun hins vegar. Félagslegir innviðir, eins og spítalar, skólar og fangelsi, fela hins vegar yfirleitt ekki í sér áhættu einkaaðila á notkun innviðarins.

Hvernig verkefni mætti hugsa sér í einkaframkvæmd hér á landi?

Þörfin á uppbyggingu innviða á Íslandi í viðum skilningi er mikil. Uppsöfnuð fjárfestingarpörf í innviðum á Íslandi, bæði hefðbundnum og félagslegum, er metin af fjármálafyrirtækinu GAMMA um 12-15% af vergri landsframleiðslu, eða sem nemur að minnsta kosti 250 milljörðum króna. Fjárfestingarpörf í innviðum næstu 7-10 árin verður samkvæmt sömu greiningu að minnsta kosti 500 milljarðar eða um 25% af vergri landsframleiðslu

Ekki hafa verið mörg skref stigin hér á landi í aðkomu einkaaðila að stórum innviðafjárfestingum. Hvalfjarðargöng koma upp í huga margra en aðkoma ríkisins þar var smávægileg eða undir 10% af fjárfestingunni og líklegt að mörg ár eða jafnvel áratugir hefðu liðið áður en göngin hefðu verið gerð ef ekki hefði komið til aðkoma annarra en ríkisins.

Það eru hins vegar allnokkur tækifæri fyrir einkaaðila til að koma að innviðum á Íslandi. Flest það sem skilgreina má sem innviði hér á landi er í nú í eigu opinberra aðila. Vel mætti hugsa sér að opinberir aðilar seldu hluta af eign sinni í fjölmörgum þessara eigna og fengju einkaaðila til liðs við sig. Má þar meðal annars nefna Landsvirkjun, Orkuveituna, Landsnet, Leifsstöð og hafnarmannvirki og rekstur þeirra. Hægt væri að telja upp mun fleiri dæmi.

Varðandi ný verkefni í svokölluðu *public-private partnership* má benda á fyrirhugaða stækkun Leifsstöðvar og aðra uppbyggingu á Keflavíkurflugvelli. Þar gætu einkaaðilar komið að verkefninu og síðan væri félag um flugvöllinn skráð í kauphöll. Stór ástæða nauðsynlegrar stækkunar Leifsstöðvar snýr að tengiflugi einkarekinna flugfélaga milli Evrópu og Bandaríkjanna og því nauðsynlegt að ræða hvort skattgreiðendur hér á landi eigi að bera áhættuna af tugmilljarða fjárfestingu í stækkun flugstöðvarinnar. Fjöldamargir stórir flugvellir í evrópskum borgum eru í eigu einkaaðila að öllu eða hluta og nægir þar að nefna flugvöllina í Kaupmannahöfn, París, Róm, London, Frankfurt, Zürich og Brussel.

Varðandi fjárfestingar í samgöngum þá er það staðreynd að úthlutun framkvæmdafjár til samgöngumála hefur dregist saman um 70% frá hrúni. Sundabraut er líklega eitt

Þjóðhagslegt tap vegna Vaðlaheiðarganga er að minnsta kosti 4,3 milljarðar. Með kostnaðar aukum og töfum þá er tapið komið vel á sjöunda milljarð króna. Þjóðhagslegt tap af því að hafa fremur ráðist í gerð Vaðlaheiðarganga og látið Sundabraut sitja á hakanum er komið vel yfir 20 milljarða króna. Ítrekað hefur verið bent á að forgangsröðun samgönguframkvæmda hér á landi þurfi að taka í meira mæli mið af kostnaðar- og ábatagreiningu.

skýrasta dæmið um vegaframkvæmd sem hentar mjög vel í einkafjármögnun og einkaframkvæmd og má búast við að hægt væri að hefjast handa nú þegar við framkvæmd þess verkefnis.

Áætlað þjóðhagslegt tap af því að hafa ekki hafist handa við Sundabraut fyrir tíu árum, þegar það stóð til, er á bilinu 12-15 milljarðar króna, samkvæmt mati GAMMA.

Nefna má ýmis önnur smærri samgönguverkefni sem henta vel í einkafjármögnun.

Þá eru fjölmörg tækifæri til staðar í tengslum við aðkomu einkaaðila að félagslegum innviðum. Ísland er eftirbátur landa í Vestur-Evrópu þegar kemur að fjárfestingum einkaaðila í heilbrigðisþjónustu, hjúkrunarheimilum, og íþróttamannvirkjum.

Til ihugunar fyrir opinbera aðila

Möguleg aðkoma einkaaðila að samgönguverkefnum má hins vegar ekki verða til þess að stjórnámálmenn sjái sér leik á borði og komi verkefnum á koppinn á pólitískum forsendum.

Ítrekað hefur verið bent á að forgangsröðun samgönguframkvæmda hér á landi þurfi að taka í meira mæli mið af kostnaðar- og ábatagreiningu. Við getum til dæmis lært af Dönun í þeim efnum en danska samgönguráðuneytið notast við aðferðafræði sem nefnd er TERESA til að meta forgangsröðun



samgöngufjárfestinga.

Í meistarařitgerð Vilhjálms Hilmarssonar í hagfræði sem GAMMA verðlaunaði árið 2012 var þjóðhagslegt tap Vaðlaheiðarganga metið á að minnsta kosti 4,3 milljarða. Með kostnaðar aukum og töfum er þjóðhagslega tapið nú komið vel á sjöunda milljarð króna.

Samtals má því segja að þjóðhagslegt tap af því að hafa ekki ráðist í Sundabraut en að hafa ráðist í gerð Vaðlaheiðarganga sé komið yfir 20 milljarða króna.

Almennt er nauðsynlegt að löggjafinn sé hliðhollur aðkomu einkaaðila að innviðafjárfestingum og löggjöfin eða ramminn utan um slíkar framkvæmdir sé skýr og taki ekki breytingum.

Nauðsynlegt er að huga almennt að innviðaumhverfinu, jafnt lagalega sem pólitískt. Reglugerðarumhverfi og stofnanaumhverfi innviðafjárfestinga þarf að vera skýrt og skattaumhverfi fyrirsjáanlegt og stöðugt, og nauðsynlegt er að móta langtíma áætlanir á vegum stjórnvalda um ný verkefni og einkavæðingu og sem og

langtímaáætlanir um aðkomu hins opinbera, styrki og meðfjárfestingar.

Mikilvægi innviðafjárfestinga einkaaðila mun aukast

Sívaðandi umræða á sér stað um þörfina á fjárfestingum í innviðum, bæði upp- safnaða þörf og fyrirsjáanlega þörf vegna mannfjöldaþróunar og komu ferðamanna. Opinberi geirinn mun varla einn geta komið að öllum þeim verkefnum sem framundan eru. Ríkið mun eflaust alltaf verða ráðandi í innviðafjárfestingum eða að minnsta kosti gegna veigamiklu hlutverki, svo sem í krafti löggjafarvalds um innviði, í tengslum við einkavæðingu eigna, sem eftirlitsaðili, sem kaupandi eða greiðandi eða sem meðfjárfestir.

Innviðafjárfestingar einkaaðila, sem voru áður lítill og sérhæfður markaður, eru í dag viðurkenndur eignaflokkur sem mætir vel

þörfum stofnanafjárfesta. Mikilvægi slíkra fjárfesta í innviðum mun klárlega aukast á komandi árum en enn eru þó ýmsar hindranir í veginum, jafnt pólitískar sem lagalegar.

Hér á landi eru nokkur stór verkefni í samgöngumálum sem vel myndu falla að kostum einkafjármögnunar, auk fjölmargra tækifæra í einkavæðingu og félagslegum innviðum.

Vandaðir útreikningar á þjóðhagslegri aðsemi einstakra verkefna þurfa að liggja fyrir og val verkefna þarf að taka mið af þeim. Eitt er þó alveg ljóst, að Ísland getur ekki búið við því að verða aftur land með A láns hæfi en með D innviði.

Gísli Hauksson er hagfræðingur að mennt. Hann er forstjóri og stofnandi fjármálafyrirtækisins Gamma.