



**Alternative finansieringsinstrumenter for
offentlig eide infrastrukturvirksomheter
FoU-prosjekt, mars 2006**

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | OPPSUMMERING..... | 3 |
| 2 | INNLEDNING | 6 |
| 3 | BAKGRUNN – AKKUMULERT INVESTERINGSBEHOV I OFFENTLIG INFRASTRUKTURVIRKSOMHET..... | 7 |
| 4 | OFFENTLIG INFRASTRUKTURVIRKSOMHET (VEKT PÅ NETTVIRKSOMHET OG VANN- OG AVLØPSVIRKSOMHET)..... | 8 |
| 4.1 | KARAKTERISTIKA OG UTVIKLINGSTREKK..... | 8 |
| 4.1.1 | <i>Energiforsyningen.....</i> | 8 |
| 4.1.2 | <i>Vann, avløp og renovasjon.....</i> | 10 |
| 4.2 | RAMMEBETINGELSER OG ORGANISERING | 11 |
| 5 | AKKUMULERT INVESTERINGSBEHOV FOR OFFENTLIG EID INFRASTRUKTUR | 16 |
| 5.1 | BESKRIVELSE OG ÅRSAKSSAMMENHENG..... | 16 |
| 5.1.1 | <i>Energidistribusjon.....</i> | 16 |
| 5.1.2 | <i>Vann og avløp.....</i> | 16 |
| 5.1.3 | <i>Renovasjon.....</i> | 16 |
| 5.2 | BETYDNING FOR VIRKSOMHETENES FINANSIERINGSSTRUKTUR | 17 |
| 6 | FINANSIERINGSINSTRUMENTER..... | 19 |
| 6.1 | INNLEDNING | 19 |
| 6.2 | OVERSIKT OG ANVENDELSE | 19 |
| 6.2.1 | <i>Banklån.....</i> | 19 |
| 6.2.2 | <i>Obligasjoner.....</i> | 20 |
| 6.2.3 | <i>Alternative instrumenter.....</i> | 20 |
| 6.3 | ØKONOMISKE EGENSKAPER..... | 21 |
| 6.3.1 | <i>Banklån.....</i> | 22 |
| 6.3.2 | <i>Obligasjoner.....</i> | 23 |
| 6.3.3 | <i>Alternative instrumenter.....</i> | 24 |
| 6.4 | LEGALE EGENSKAPER | 25 |
| 6.4.1 | <i>Banklån.....</i> | 25 |
| 6.4.2 | <i>Obligasjoner.....</i> | 26 |
| 6.4.3 | <i>Alternative instrumenter.....</i> | 26 |
| 6.5 | VURDERING AV EGNETHET | 27 |
| 6.5.1 | <i>Organisering.....</i> | 27 |
| 6.5.2 | <i>Inntektsregime.....</i> | 28 |
| 7 | ALTERNATIVE FINANSIERINGSINSTRUMENTER – NASJONALE ERFARINGER..... | 29 |
| 8 | ALTERNATIVE FINANSIERINGSINSTRUMENTER – INTERNASJONALE ERFARINGER..... | 30 |
| 9 | ALTERNATIVE FINANSIERINGSMODELLER..... | 31 |
| 9.1 | MÅLSETNINGER OG PREMISER | 31 |
| 9.2 | KARAKTERISTIKA, UTBREDELSE, OMFANG | 31 |
| 9.2.1 | <i>Overordnet beskrivelse.....</i> | 31 |
| 9.2.2 | <i>Utbredelse og omfang.....</i> | 32 |
| 9.3 | EGNETHET I FORHOLD TIL INFRASTRUKTUR | 33 |
| 9.3.1 | <i>Muligheter knyttet til bruk av OPS for offentlig eid infrastruktur.....</i> | 33 |
| 9.3.2 | <i>Begrensninger knyttet til bruk av OPS.....</i> | 34 |
| 9.4 | VURDERING AV FINANSIERINGSINSTRUMENTER RELATERT TIL FINANSIERINGSMODELL | 35 |
| 9.4.1 | <i>Finansiering av et klassisk OPS-prosjekt:.....</i> | 35 |
| 9.4.2 | <i>Finansieringskilder.....</i> | 36 |
| 9.4.3 | <i>Andre finansieringskilder.....</i> | 37 |
| 9.4.4 | <i>Hvilke typer finansieringsinstrumenter passer for hvilke investeringer?.....</i> | 37 |
| | VEDLEGG 1, OVERSIKT OVER FINANSIELLE INSTRUMENTER..... | 38 |

1 Oppsummering

Med utgangspunkt i en forutsetning om økt investeringsbehov, og derved også økt finansieringsbehov, for offentlig eid infrastrukturvirksomhet, har KS ønsket utredet og dokumentert alternative finansieringsinstrumenter for denne type virksomhet.

Gjennom samtaler med aktører i markedet, diskusjoner i prosjektets referansegruppe samt ved bruk av eget nasjonalt og internasjonalt nettverk, har PwC kartlagt hvilke finansieringsinstrumenter som finnes og drøftet ulike sider ved dem.

Offentlig eid infrastruktur er svært forskjellig i sin natur og derved også i forhold til hvordan den anses som investeringsobjekt – i forhold til:

- attraktivitet (i hvilken grad investorer finner denne type investeringer hensiktsmessige)
- egnethet (i hvilken grad realkapitalen er egnet som objekt for private investeringer)

I hovedsak faller offentlig eid infrastruktur inn i tre kategorier ut fra hvordan de er finansiert:

- offentlig eid kommersiell virksomhet (eksempler er bredbåndsselskaper, kraftproduksjon, konkurranseeksponert renovasjon)
- offentlig eid skattefinansiert virksomhet (veier, skoler)
- offentlig eid kost-plussfinansiert virksomhet (energidistribusjon, VA-virksomhet, monopolbasert renovasjon)

I tillegg er det av stor betydning hvorvidt selskapsform og kapitalstruktur åpner for privat eierskap eller ikke. Dette medfører et skille av virksomhetene i ytterligere to hovedgrupper:

- Aksjeselskap (med forskjellig grad av offentlig/privat eierskap)
- Øvrige kommunale organisasjons- og eierformer (kommunale foretak, interkommunale selskap etc.)

Disse inndelingene setter per i dag energidistribusjon i en spesiell situasjon, med et relativt forutsigbart og sikkert inntektssystem, og i stor grad aksjeselskap som eier- og organisasjonsform. Dette gjør at denne type virksomhet har et bredt spekter av finansielle instrumenter til sin disposisjon, fra vanlige banklån til hybridkapital.

For øvrig skattefinansiert og kost-plussfinansiert offentlig infrastruktur, organisert som virksomhet i kommunen, kommunale foretak eller interkommunale selskap, er det med utgangspunkt i finansieringskostnader ofte en fordel å finansiere sine investeringer med tradisjonelle låneinstrumenter, med enklest mulig struktur og kommunale garantier så langt det er mulig.

Bruk av instrumenter med mer komplekse strukturer vil ofte medføre høyere kostnader, av følgende årsaker:

- instrumenter som ikke er standardiserte er mindre transparente og kan enklere skjule ekstra lånekostnader
- instrumenter som ikke er standardiserte er vanskeligere å sammenligne med tilsvarende lån
- instrumenter som ikke er standardiserte og derfor mindre omsatt blir vanskeligere å selge/markedsføre i et mer effektivt og likvid marked (som obligasjonsmarkedet)
- etablering av avanserte instrumenter krever mer arbeid enn standardiserte instrumenter og tilrettelegger kan ta mer betalt for transaksjonen

Dersom instrumentet inneholder et element av egenkapital, i form av warrants¹ eller øvrige konverteringsretter på selskapets egne aksjer, vil det i tillegg per definisjon ligge et element av eierskifte i lånet. Denne type instrumenter forutsetter ikke minst at selskapet har aksjer som kan

¹ Rettighet til kjøp av verdipapir, ofte i form av aksjer

omsettes. Eierskifte, eller potensial for eierskifte, er ikke i seg selv nødvendigvis et problem, men dette er noe eiere og låntakere må være oppmerksomme på, og eventuelt utarbeide en strategi for.

Infrastruktur med faste og relativt sikre inntektsrammer er svært attraktive investeringsobjekter for langsiktige og internasjonale aktører, men det er tradisjonelt vanskelig for enkeltstående investorer å få innpass i markedet fordi:

- mye er organisert som offentlig virksomhet, og således ikke tilgjengelig
- det som er organisert som aksjeselskap er sjelden børsnotert i Norge

I forhold til riktig valg av finansieringsstruktur, eierskap og organisering for infrastruktur som i utgangspunktet er offentlig eid, er de viktigste vurderingene i henhold til flere aktører i finansmarkedet hvordan risikoen i virksomheten håndteres, vurderes og fordeles. Finansieringsbetingelser er nært knyttet til risiko, og både markedsmessige, regulatoriske og ikke minst operative forhold spiller inn på risikoen i virksomheten. I tillegg vil måten virksomheten er organisert på, og sammenhengen mellom finansiering og risikoallokering, kunne ha betydning for hvor effektivt virksomheten drives. I denne sammenheng viser erfaring fra utlandet at prosjektfinansiering og samarbeid mellom offentlige og private aktører kan gi effektivitetsgevinster.

Slikt samarbeid kan eksempelvis ta form av at en aktør overtar ansvaret for en isolert andel av infrastrukturen, forestår nødvendige utbygginger og utbedringer, og samtidig får rettigheter til kontantstrømmene som er knyttet til nettopp denne infrastrukturen.

Enkelte hevder at energidistribusjonsselskap per i dag er overkapitalisert, dvs. at egenkapitalandelen er for høy i forhold til hva den i praksis kan være og at det derfor er et potensial for å frigjøre egenkapital. De aktører som hevder det motsatte, at det er behov for mer kapital til energidistribusjonsvirksomheten, bygger til en viss grad sine antakelser på at eierne stiller og vil fortsette å stille store krav til fast årlig utbytte. I tillegg ser man en viss risiko knyttet til fremtidig inntektsregime for nettselskapene, og hvorvidt dette vil gi rom for nødvendig vedlikehold og reinvesteringer gitt dagens struktur i bransjen.

Et annet forhold som påvirker kapital situasjonen i energidistribusjonsselskapene² er hvorvidt kapital fra disse benyttes til å investere i annen offentlig infrastruktur, enten innenfor gruppen av kommersiell virksomhet, eller gruppen av skattefinansiert virksomhet, eventuelt også i kombinasjon med krav til fast årlig utbytte. For disse tilfellene kan spørsmålet stilles om slike investeringer bør administreres gjennom energidistribusjonsselskapet. Spørsmålet kan stilles både ut fra betraktninger om transparens i forhold til det enkelte prosjekts kommersielle potensial eller politiske motivasjoner, og ut fra juridiske betraktninger om at aksjeselskap ikke har anledning til å investere i prosjekter som ikke har potensial for bedriftsøkonomisk lønnsomhet.

Gjennomgangen viser:

- at kapitaltilgangen i markedet er god for offentlig infrastruktur, men at det er en fare for informasjonsskjevhet mellom långiver og låntaker
- at det på grunn av fare for slik informasjonsskjevhet ofte er hensiktsmessig å basere finansieringen på så enkle og transparente løsninger som mulig
- at instrumenter med egenkapitalkarakteristika ikke er aktuelt for virksomheter som er organisert som en del av kommunen

² Energidistribusjonsselskapene kan i mange tilfeller være en del av vertikalintegreerte energiselskaper

- at privat finansiering kan være aktuelt for kapitalintensive investeringer med elementer av drift og vedlikehold etter byggefasen
- at kommunalt eide kraftselskaper benyttes som instrument for operasjonalisering av kommunale målsetninger, og at dette kan medføre krysssubsidiering og mangel på transparens for aksjonærene

2 Innledning

Med utgangspunkt i en forutsetning om at offentlig eid infrastrukturvirksomhet står overfor store investerings- og finansieringsutfordringer i tiden som kommer, har KS initiert et prosjekt for kartlegging, analyse og dokumentering av alternative finansieringsinstrumenter for denne type virksomhet. Prosjektet har hatt som mandat å kartlegge og analysere alternative finansielle instrumenter i forhold til:

- økonomiske egenskaper ved det enkelte instrument
- legale egenskaper ved det enkelte instrument
- praktisk nasjonal og internasjonal erfaring med de ulike instrumenter
- hvordan de ulike instrumenter påvirker eierrollen og kontroll/styring

I tråd med mandatet er fokus for studien langt på energidistribusjon samt vann, avløp og renovasjon. Bakgrunn og rammebetingelser for de forskjellige virksomhetene vil ha stor betydning for hvilke finansielle instrumenter som er aktuelle og det er derfor lagt vekt på beskrivelse av disse premisene.

Studien legger opp til å etablere en generisk oversikt over hvilke alternative låneinstrumenter som finnes – i betydningen låneinstrumenter som skiller seg fra normale banklån og obligasjoner som inkluderer elementer av gjeld og egenkapital. For å sette disse instrumentene i perspektiv og gjøre fremstillingen komplett er også karakteristika ved mer tradisjonelle finansielle instrumenter beskrevet.

For å etablere denne oversikten er banker i Norge som har betydelige kapitalmarkedsavdelinger kontaktet, og det er gjennomført intervjuer med en del av dem. I intervjuene er det tatt sikte på å innhente informasjon om de enkelte instrumentene, samt en avklaring av om utvalget instrumenter er komplett.

På grunnlag av informasjon fra bankene om hva som karakteriserer de forskjellige finansielle instrumentene er det gjort vurderinger av de forskjellige instrumentene rundt egenskaper.

Gjennomgangen av nasjonale og internasjonale erfaringer knyttet til bruk av alternative finansielle instrumenter er, ut fra prosjektets mandat og rammer, begrenset til gjennomgang av erfaringer med bruk av hybridkapital.

Gjennomførte intervjuer med banker:

- Nordea
- DNBNor
- SEB
- Kommunalbanken

I tillegg er studien basert på samtaler med blant annet representanter for NRF (Norsk Renholdsverks Forening), EBL (Energibedriftenes Landsforening), Eqviteq Partners, Oslo kommune, Agder Energi, Hafslund ASA og prosjektets referansegruppe.

For innhenting av erfaring fra utlandet er PwCs internasjonale nettverk benyttet.

3 Bakgrunn – akkumulert investeringsbehov i offentlig infrastrukturvirksomhet

Denne studien søker å belyse finansielle utfordringer for offentlig eide infrastrukturvirksomheter som følge av behov for store investeringer i oppgraderinger og utvidelser av infrastruktur. Infrastruktur er blant annet definert som det nett av faste anlegg som er grunnlag for en virksomhet (eksempelvis veier, havner, flyplasser, kraftverk, og lignende).

I praksis vil infrastrukturvirksomhetene i stor utstrekning være vertikalt integrert virksomhet som foruten drift av infrastruktur også er engasjert i konkurranseutsatt virksomhet og i virksomhet knyttet til offentlige oppgaver som ikke nødvendigvis er direkte knyttet til infrastruktur slik det er definert ovenfor. Noe virksomhet kan også drives i åpen konkurranse med private.

Studien legger til grunn at det faktisk er et akkumulert investeringsbehov innenfor offentlig eid infrastrukturvirksomhet og dette er blant annet belyst gjennom diskusjoner med referansegruppen. Videre legges det til grunn at investeringsbehovet er så stort at eventuell overkapitalisering i dag kan komme til å snu seg til en situasjon med kapitalunderskudd i fremtiden. Det viser seg at utfordringene knyttet til finansiering i stor grad er knyttet til infrastrukturvirksomhet i bredt perspektiv. Håndtering av næringsavfall og kraftproduksjon er eksempler på virksomhet som betegnes som infrastrukturvirksomhet, men som er konkurranseutsatt og derfor underlagt andre rammebetingelser enn øvrig tradisjonell infrastrukturvirksomhet. Omsetning av kraft eller entreprenørvirksomhet kan vanskelig betegnes som infrastrukturvirksomhet.

Vi begrenser i vår gjennomgang til virksomhet innen energiforsyning (energiverk) og vann og avløp samt renovasjon (VAR). Fokus på disse bransjene gir grunnlag for å belyse de mest sentrale problemstillingene.

4 Offentlig infrastrukturvirksomhet (vekt på nettvirksomhet og vann- og avløpsvirksomhet)

4.1 Karakteristika og utviklingstrekk

4.1.1 Energiforsyningen

Etter dereguleringen av energiforsyningen på begynnelsen av 90-tallet er i prinsippet verken kraftproduksjon, kraftomsetning eller netjtjenester nødvendigvis en kommunal oppgave. Oppdecknings-/forsyningsplikt for fylkene ble avvirket og markedet for kjøp og salg av kraft åpnet.

Produksjon av kraft er likevel sterkt regulert gjennom lovgivning og konsesjoner. Norge har i lang tid hatt store private kraftprodusenter ved siden av de offentlige, men alt vesentlig har dette dreid seg om produksjon til industrielt bruk (eget bruk). Tradisjonelt har produksjon samt sentral og regional nettoverføring vært utført av Statkraftverkene (nå Statkraft og Statnett) eller store interkommunale energiverk. Lokal distribusjon av kraft har vært forestått av kommunale (eller interkommunale) elektrisitetsverk. Grunnlaget for produksjon har vært anleggskonsesjoner, i det vesentlig fra første halvdel av 1900-tallet. Disse anleggskonsesjoner er i dag svært verdifulle. Konsesjonene for offentlig eide kraftverk er ikke en gang tidsbegrensede. Privat eide kraftverk har stort sett begrenset konsesjonstid med hjemfall til staten.

De samme energiverkene har gjerne hatt konsesjon for regional overføring via regionalnettet. Områdekonsesjon for lokal overføring var gitt til de kommunale energiverkene. Ved innføring av energiloven ble nettkonsesjon automatisk gitt for nye 30 år. Områdekonsesjon for nettoverføring er ikke betinget av offentlig eierskap.

Den nåværende energiloven ble vedtatt i 1991. I begynnelsen forventet man en ikke ubetydelig strukturendring og rasjonalisering i bransjen, men dette har ikke inntruffet i den grad mange hadde forventet. Den "privatisering" av bransjen, som noen spådde, har uteblitt. Staten og fylkene (kommunene) har åpenbart ønsket å beholde "arvesølvet" som ligger i produksjonsressursene. Der hvor kommunale eiere av produksjonsselskap har ønsket å selge seg ned eller ut, har Staten, gjennom Statkraft, i mange tilfeller kjøpt seg inn. Mange kommuner har valgt å selge seg ut av nettvirksomheten, men private og utenlandske interessenter har i praksis ikke kommet inn. Andre offentlig eide energiselskaper har vært kjøpere. Det er dog visse unntak, herunder børstnoterte Hafslund, som har kjøpt nettvirksomheten i Oslo og Akershus, og Fortum (notert på finsk børs) som har kjøpt seg inn i Østfold.

På den annen side åpnet dereguleringen for at fylke og kommuner som eiere av energiverkene kunne ta ut til dels betydelige midler som renter eller utbytte fra energiselskapene. Selskapene representerte allerede store verdier. Høye kraftpriser, som følge av økt knapphet på fornybar kraft, har i tillegg siden dereguleringen ført til økt inntjening for de kommunalt eide produksjonsselskapene.

Reformene i kraftbransjen og inntektsrammereguleringen har så langt ikke gitt sterke incitamenter for at kommunene som eiere skal investere i nettvirksomheten, snarere tvert i mot. I en del tilfeller kan det hevdes at utbyttebehovet har overskygget reinvesteringsbehovet.

Energiselskapene fremstår således i dag, 15 år etter dereguleringen, som kapitalkilder for de kommunale eierne. Utbytte fra energiselskapene representerer i dag i mange tilfeller et helt nødvendig tilskudd til andre kommunale oppgaver. Videre benyttes selskapene til lokal utvikling av virksomhet som det ikke nødvendigvis hadde vært grunnlag for å etablere med private midler, som for eksempel utbygging av bredbånd, bioenergi osv. Dette er virksomhet som ofte etableres med redusert krav til avkastning.

Et godt eksempel på den risiko kraftselskapene kan løpe ved å investere i annen virksomhet fikk en i teleselskapet Enitel. En tilsynelatende meget god forretningsidé om bruk av infrastrukturen til telekommunikasjon førte til at mange energiselskaper investerte betydelige midler i oppbygging av et telekomselskap. Satsningen var imidlertid mislykket og Enitel gikk konkurs.

Myndighetene har små muligheter til å regulere kraftproduksjon utover ved å skjerpe beskatningen. Etter dereguleringen av kraftmarkedet har man sett en stadig økende etterspørsel etter kraft, samtidig som produksjonskapasiteten innenlands bare i begrenset grad er økt. I tillegg har kostnadene for ikke gjenvinnbar kraft økt gjennom blant annet innføring av CO₂-kvoter, og fordi denne kraften omsettes i samme marked som den gjenvinnbare kraften, har også prisen for denne økt. Kraftproduksjon har således de senere årene gitt gode inntekter for eierne, herunder også de offentlige.

Før kraftreformen kom kraftressursene innbyggerne og industrien i kraftkommunene til gode gjennom lavere kraftpriser. Slik er det ikke lenger. Kraften handles i markedet og kraftselskapene, med sine primært kommunale eiere, forvalter selv de verdiene de genererer.

De store selskapene er således i mange tilfeller viktige hjørnesteinsbedrifter og industrielle drivkrefter i lokalsamfunnet. Selskapene benyttes som et økonomisk instrument utover det å vedlikeholde infrastrukturen knyttet til levering av kraft til innbyggerne. Dette gjelder både i grensesnittet mot løsning av lokale/kommunale samfunnsoppgaver og mot investering i risikoprosjekter som kan ha en samfunnsmessig begrunnelse ut fra for eksempel miljø- eller sysselsettingshensyn.

Når det derimot gjelder nettvirksomhet har sentrale myndigheter stilt stadig strengere krav til effektivisering av nettvirksomhetene. Nettselskapene er underlagt monopolkontroll og rammer for selskapenes inntekter fastsettes og kontrolleres av NVE³. Rammene justeres med krav til effektivisering. Konsekvensen for mange kommunalt eide nettselskaper kan være redusert inntjening. Her ligger også en utfordring knyttet til organisering av selskapene. Det ligger etter vårt skjønn stordriftsfordeler innen nettforsyningen som i dag ikke er tatt ut. Nettselskapene/nettvirksomhetene er underlagt sterk oppfølging og kontroll fra NVE, og også fra ekstern revisor.

Mange kraftselskaper velger også fortsatt å drive med kraftomsetning. Dette gjøres i åpen konkurranse. Erfaring har vist mange at kraftomsetning representerer stor risiko og svært små marginer. Mange kommunalt eide kraftselskaper har således hatt ikke ubetydelige tap på kraftomsetning.

Av ovenstående fremkommer at finansieringsbehovet innenfor energiforsyningen like mye kan være et resultat av selskapene benytter midler til andre formål eller at kommunene "tapper"

³ Norges Vassdrags- og energidirektorat

selskapene for midler, som at selskapene ikke har egen inntjeningssevne til å gjennomføre nødvendige reinvesteringer og oppgraderinger.

4.1.2 Vann, avløp og renovasjon

Vann og avløp er mange steder organisert gjennom interkommunalt samarbeid på produksjons- og overføringsleddet. Distribusjonen ligger fortsatt gjerne til kommunen. Når det gjelder renovasjon eller avfallshåndtering har det også vært en utvikling i retning av interkommunalt samarbeid. Her benyttes også i stor grad private underleverandører.

Levering av vann, rensing av avløp og privat renovasjon er kommunale oppgaver. Tjenestene er underlagt selvkostsregulering. Tilknytningsavgifter og årlige gebyrer baseres enten på stipulert volum eller ved bruk av måler. Selvkostreguleringen skal være til hinder for at kommunene skal kunne belaste disse tjenestene med kostnader fra andre oppgaver (krysssubsidiering). Reguleringen beskriver videre hvordan kapitalkostnader skal dekkes. Selvkostreguleringen har paralleller med inntektsrammereguleringen for nettselskaper innen energisektoren. Foreløpig er det ikke utviklet noen måling av eller krav til effektivisering, men det er initiert prosjekter med sikte på etablering av systemer for slik måling. Blant annet fikk Kommunal- og regionaldepartementet i 2003 gjennomført VARFIN-prosjektet for å utrede mulighetene for etablering av et nasjonalt målesystem for VAR-sektoren. Prosjektet skulle også utrede mulighetene og hensiktsmessigheten av et finansieringssystem for VAR-sektoren basert på tilsvarende prinsipper som inntektsrammeregimet for nettselskaper. I prinsippet har det siden 1999 vært mulig å sammenligne kostnader og effektivitet i sektoren kommunene imellom gjennom KOSTRA-rapporteringen. Det er også KOSTRA som ligger til grunn for det målesystemet som anbefales i VARFIN. Pr. i dag vil kommunenes kostnader (selvkost) kunne belastes abonnentene fullt ut.

Det er relativt stor politisk fokus på nivået for vann-, avløps- og renovasjonsgebyrer. Det er således klare begrensninger i hvor store investeringer og kostnadsøkninger som kan finansieres gjennom økte gebyrer.

Retningslinjene for beregning av selvkost er vesentlig utviklet i de senere år. Nye retningslinjer fra 2003⁴ har bidratt vesentlig til standardisering av slike beregninger og blant annet fastsatt bestemmelser om anleggsregister og lineære avskrivninger som grunnlag for kalkulasjon. For mange kommuner har dette nok ført til økt fokus og endret ettersom grunnlaget for kalkulasjon tidligere ofte var nokså varierende. Foreløpig er det ikke etablert kontrollordninger fra regulator utover at det pekes på at kommunerevisjonen skal kontrollere at reglene følges.

Flere forhold har ledet til etablering av selvstendige selskaper for håndtering av VAR-oppgavene. For det første har man i mange kommuner sett fordelene av større enheter for mer kostnadseffektiv drift. Videre er det ofte et poeng å formalisere en bestiller-utførerorganisering for å tydeliggjøre ansvarsfordeling samt synliggjøre kostnader og resultater. I enkelte sammenhenger kan det i tillegg være en målsetning å gjøre driften av virksomheten mindre bundet av omstendelige og til tider lite dynamiske politiske beslutningsprosesser. Det er i denne sammenheng snakk om både kommunale foretak (KF), interkommunalt samarbeid, interkommunale selskaper (IKS) og aksjeselskaper (AS).

⁴ Retningslinjer for beregning av selvkost for kommunale betalingstjenester (H 2140), Kommunal- og regionaldepartementet – Kommunalavdelingen, januar 2003

Eksempler på dette er renovasjonsselskaper med behandlingsanlegg for næringsavfall så vel som husholdningsavfall, forbrenningsanlegg, gjerne i kombinasjon med fjernvarmeanlegg.

Investeringer i og drift av virksomhet i åpen konkurranse med privat sektor innebærer også her en eksponering og risiko for kommunen(e) som eiere.

Forutsetningen om finansiering av lovpålagte oppgaver gjennom gebyrer og, ikke minst, hensynet til konkurranse når bedriftene beveger seg inn på bedriftsmarkedet, må selvsagt tas hensyn til ved vurdering av finansiering. En antar at VAR-sektoren representerer en målgruppe for banker og andre som vil tilby finansieringsmodeller og -løsninger, som gir muligheter for kommunene til å realisere målsettinger om utbygging av sektoren raskere enn hva som er mulig gjennom tradisjonelle bevilgninger.

Når en skal diskutere og vurdere finansiering og finansielle instrumenter vil det følgelig være viktig å skille mellom

Tabell 1, kategorier av offentlig virksomhet

| Konkurransetsatt virksomhet | Regulert virksomhet med inntektsrammer | Skattefinansiert virksomhet |
|-----------------------------------|--|-----------------------------|
| Kraftproduksjon | Energidistribusjon | Veier |
| Bredbåndsvirksomhet | Avfallsbehandling (husholdningsavfall) | Skoler |
| Avfallsbehandling (næringsavfall) | Vann- og avløp | Sykehus |
| Bredbånd | | Gatebelysning |
| Fjernvarme | | Park og idrett |
| | | Flyplass |

Långivere vil se på sikkerhet og vil fortsatt gjøre vurderinger uavhengig av lønnsomhet. Selskapene fremstår fortsatt som meget solide og fylke / kommuner står gjerne bak med garantier.

På den annen side gir en slik sondering mulighet til å vurdere finansieringen direkte avhengig av formål og prosjekt som skal finansieres. På denne måten vil også kommunen eller fylket, som eier, kunne få en test på risiko og lønnsomhet i de planer som energiselskapene måtte legge fram. Om prosjektet ikke lar seg finansiere eksternt, er det antakelig heller ikke økonomisk fornuftig å risikere kommunale midler.

4.2 **Rammebetingelser og organisering**

Offentlig eid infrastrukturvirksomhet innenfor energi og VAR er underlagt lovbestemmelser og forskrifter som også har betydning for organisering og finansiering.

Hva enten virksomheten er organisert som en del av kommunen, som et selvstendig foretak etter kommunelovens § 11 (KF/KS) eller som en interkommunal virksomhet (IKS) etter lov om interkommunale selskaper, vil virksomheten kunne dra nytte av de fordeler som kommunene har som låntakere. Norske Kommuner kan ikke gå konkurs og har i dag i praksis en rating i lånemarkedet på AA+. Virksomhet som drives gjennom IKS regnes også som "virksomhet som drives av kommunen selv" i forhold til garantibestemmelsene i Kommunelovens § 51. I lov om interkommunale selskaper er

det inntatt en egen paragraf som gir en selskapskreditor rett til å kreve den enkelte deltaker (kommune) for en pro rata andel av forpliktelser.

En slik organisering av virksomheten bør således være optimal i forhold til å kunne oppnå rimeligst mulig finansiering. Det burde da ikke være noen grunn til å vurdere særlig komplekse låneinstrumenter.

Mange fylker/kommuner har likevel valgt aksjeselskapsformen også for heleid kommunal infrastrukturvirksomhet. Aksjeselskapsformen ble sterkt anbefalt av Olje- og Energidepartementet i forbindelse med dereguleringen av energiforsyningen, da som en gjennomarbeidet styringsmodell for forretningsmessig virksomhet. Selv om man etter dette har utviklet lov om interkommunale selskaper og fått anledning til selskapsorganisering innenfor kommuneloven, er det fortsatt mange som velger aksjeselskapsformen. Dette gjelder også for virksomhet innenfor vann-, avløps- og renovasjonssektoren. Selskapsformen gir utvilsomt større handlingsfrihet da spesielt i forhold til kommunal forvaltning. Når aksjeselskapsformen benyttes gjelder i utgangspunktet ikke Kommunelovens regler. Selskapet har begrenset ansvar i forhold til innskutt kapital. Långivernes sikkerhet vil således være begrenset. Så lenge virksomheten begrenses til å drive regulert infrastrukturvirksomhet, bør likevel kredittverdigheten være tilnærmet like god som om kommunene drev virksomheten direkte. Virksomheten representerer gjerne et monopol og tjenester som alle er avhengig av. Nettvirksomhet innen energiforsyningen som er omdannet til aksjeselskaper, har da gjerne også en meget god egenkapitalandel. Låneavtaler vil i slike tilfeller likevel ofte inneholde bestemmelser som begrenser selskapets mulighet til å engasjere seg eller investere i annen virksomhet.

Kommuneloven og forskrifter gitt med hjemmel i kommuneloven (garantiforskriften) gir kommunene som eiere anledning til å gi garantier for lån i slike aksjeselskaper. Betingelsene er at selskapet ikke driver næringsvirksomhet. Næringsvirksomhet er i den sammenheng forstått som konkurranseutsatt virksomhet. Monopolregulert infrastrukturvirksomhet rammes ikke av bestemmelsene. En annen sak er at garantiforskriften stiller en del krav til slike garantier som innebærer at "modellen" ofte ikke er like fleksibel som om kommunen selv drev virksomheten for eksempel gjennom et IKS. Fortsatt burde det likevel være mulighet til å oppnå lånebetingelser og å velge enkle låneformer som tilsvarende for kommuner.

Utfordringene oppstår når kommunene gjennom egne selskaper velger å satse på næringsvirksomhet og/eller om kommunene, for eksempel for å realisere utbyggingssjekter, velger å trekke andre – også långivere – inn på eiersiden.

Tabell 2, organisasjonsformer for offentlig eid infrastruktur

| Type organisering | Forkortelse | Eierskap | Finansiering |
|---|-------------|--|---------------------------|
| Kommunal virksomhet | - | Kommunalt | Kommunale lån og tilskudd |
| Kommunal virksomhet, egen enhet (bestiller/utfører) | - | Kommunalt | Kommunale lån og tilskudd |
| Kommunalt foretak | KF | Kommunalt | Kommunale lån og tilskudd |
| Interkommunalt samarbeid | - | Kommunalt – hver kommune eier sin virksomhet | Kommunale lån og tilskudd |
| Interkommunalt selskap | IKS | Kommunalt – hver | Kommunale lån og |

| Type organisering | Forkortelse | Eierskap | Finansiering |
|-------------------|-------------|---|--|
| Aksjeselskap | AS | kommune eier sin andel av den felles virksomhet Kommunalt eller privat | tilskudd Egenkapital, kommunale eller private lån |

Næringsvirksomhet

Virksomhet som ikke er lovpålagte kommunale oppgaver eller hvor inntektene er sikret gjennom monopolregulert brukerfinansiering, vil bli å regne som næringsvirksomhet. Her vil kommunene være forhindret fra å gi garantier til selvstendige aksjeselskaper. Det samme vil i prinsippet også gjelde for aksjeselskaper som driver med regulert virksomhet og næringsvirksomhet i et og samme selskap for eksempel vertikalt integrert energivirksomhet. I slike tilfeller vil det ikke være mulig å oppnå kommunale garantier for lån. Disse bestemmelsene er således et godt argument for å skille ut nettvirksomhet i eget aksjeselskap. Utfordringen vil for eksempel også gjelde for kommunale og interkommunale renovasjonsselskaper som satser på å tilby håndtering av næringsavfall.

Eiersamarbeid

Et argument for valg av aksjeselskapsformen er ofte mulighetene til eiersamarbeid. IKS begrenser seg til eiersamarbeid mellom kommuner. Her ser vi eksempler på at kommuner har solgt deler av infrastrukturvirksomhet til private både for å sikre verdier til alternative formål, men samtidig beholde kontrollen. I flere sammenhenger forutsettes også at privat sektor kan tilføre industrikompetanse. Det finnes eksempler på slikt eiersamarbeid både innen energi, for eksempel entreprenørvirksomhet, og innen renovasjon, for eksempel gjenvinning. I slike tilfeller må selvsagt kredittverdighet og finansiering vurderes uavhengig av kommunen som garantist. En slik organisering vil også være aktuelt når kommunal infrastrukturvirksomhet satser på nye områder, for eksempel bioenergi eller fjernvarme.

Avanserte låneformer – med eierskap eller rett til eierskap

Kommuner og kommunal infrastrukturvirksomhet er attraktive låneobjekter for nasjonale og internasjonale finansinstitusjoner. Disse disponerer ofte store "pensjonsformuer" som skal plasseres sikkert og langsiktig. Vi ser således at det markedsføres mer avanserte låneinstrumenter også overfor norsk kommunal infrastrukturvirksomhet. Disse markedsføres gjerne med høy likviditet og lave inngangskostnader. De markedsføres gjerne også som en mulighet til å realisere investeringer som det ikke er bevilgninger til på de kommunale budsjettene. Dette er gjerne låneinstrumenter som på mange måter kan virke attraktive, men som også har kostnader i form av opsjoner med opsjonspremier som vil kunne sikre långiver eierskap og en vesentlig del av fremtidig verdistigning på infrastrukturen. I denne sammenheng konstateres kun at disse ikke bør være aktuelle for kommunal infrastrukturvirksomhet.

Sikkerhet for fremtidige inntekter

Kraftproduksjon er i prinsippet konkurranseutsatt virksomhet, men likevel underlagt svært omfattende regler og konsesjonsbestemmelser. For vannkraftproduksjon vises til Energiloven, Vannressursloven, Vassdragsreguleringsloven og Industrikonsesjonsloven. I praksis er det likevel slik at gamle vannkraftverk gir meget sikre inntekter. Dette sies selv om vannkraftproduksjonen er underlagt et regime med meget sterk beskatning. Vi nevner ordinær inntektsskatt, grunnrenteskatt, eiendomsskatt, konsesjonsavgifter og plikt til å levere rimelig konsesjonskraft. Finansiering representerer således liten eller ingen risiko for långivere. I praksis har norske kraftprodusenter en betydelig finansieringsreserve

knyttet til vannkraftproduksjon. For egenkapitalinvestorer vil dette resonnementet være annerledes, fordi kravet til avkastning knyttes til prisen som er betalt for produksjonsmidlene (alternativt hva man ellers kunne investert pengene i). I dette perspektivet vil kraftproduksjon, på grunn av svingningene i kraftprisene være en investering det knytter seg betydelig risiko til. Dette gjelder selv om kraftproduksjon isolert sett representerer en relativt sikker inntektskilde,

Ved satsning på nye energikilder som vind/gass, bioenergi og fjernvarme vil det knytte seg betydelig risiko til kontantstrømmene. Når det for eksempel gjelder fjernvarme støtter også gjerne lokale myndigheter til med tilknytningsplikt osv. Selv om sentrale myndigheter har oppfordret, også gjennom ulike støtteordninger, til slike investeringer, er det få energiverk som, så langt, har fått særlig lønnsomhet i slik utbygging. Slik virksomhet vil selvsagt representere en større risiko i forhold til finansiering.

Infrastrukturvirksomhet så vel innen energinett som vann og avløp er sikret inntekter gjennom monopolregulering og lovbestemt rett til å belaste kundene for kostnader knyttet til virksomheten.

For nettvirksomhet i energisektoren har det vært en slik regulering siden 1993. Det vises til Energiloven og til Forskrifter om nettregulering med fastsettelse av inntektsrammer for nettselskapene. NVE har likevel, som regulator, stor fokus på krav til effektivisering av nettvirksomhetene og går fra 2007 et skritt i retning av en normert regulering. Det er en frykt for at dette kan få som resultat at mindre lønnsomme nettselskaper ikke vil få tilstrekkelig inntekter til å kunne finansiere nyinvesteringer og reinvesteringer i nettet. Risiko for finansiering, gjennomføring av tilstrekkelig vedlikehold og reinvesteringer og oppnåelse av effektiviseringskrav, vil ligge på nettselskapet. Det vises likevel til kommentarene foran om kommunen som låntaker og garantist.

For infrastrukturvirksomhet innen vann og avløp er kommunen sikret inntekter gjennom regler for innkrevning av kommunale avgifter og retningslinjer for beregning av selvkost. Kommunene kan viderebelaste kostnadene fullt ut til abonnentene. På dette området er det i dag ingen regulator som fastsetter gebyrene. Disse er gjenstand for politisk fastsettelse i den enkelte kommune. Det er likevel en adgang til å sette gebyrene for lavt til å sikre full kostnadsdekning og på den måten subsidiere vann- og avløpsvirksomheten med øvrige skattemidler. Dette kan i neste omgang påvirke evnen til betjening av lån. Virksomhetens evne til å løfte nye investeringer er også avhengig av politisk vilje til å regulere avgiftene.

Risiko knyttet til investering i konkurranseutsatt virksomhet vil selvsagt måtte vurderes særskilt av långivere. Det er i denne sammenheng viktig å være klar over at kommunalt eide aksjeselskaper med både regulert og konkurranseutsatt virksomhet i samme selskap lett kan unngå en kritisk vurdering av den reelle risikoen knyttet til den konkurranseutsatte delen. Dette har bakgrunn i at store og sikre inntekter fra den regulerte virksomheten gir sikkerhet for lån knyttet til den konkurranseutsatte delen. På den ene siden kan dette være en måte å utnytte den totale lånekapasiteten virksomheten besitter, men på den annen side bidrar dette til å skjule den reelle risikoen knyttet til låneobjektet.

Spesielt om løsning av kommunale infrastrukturoppgaver

Flere eierkommuner har gjort seg svært avhengige av utbytter spesielt fra energiselskapene. Disse inntektene benyttes til løsning av andre kommunale oppgaver. Videre er det en utvikling i retning av at de kommunalt eide selskapene benyttes som instrument for å løse andre kommunale infrastrukturoppgaver. Utbygging av fjernvarme for bolig og næringsutbygging i kommunen er som

tidligere nevnt et eksempel. Slike prosjekter er ikke nødvendigvis initiert med tilsvarende krav til avkastning som for annen forretningsmessig virksomhet.

I forhold til vurdering av kredittverdighet, finansiering og låneinstrumenter er det viktig å peke på at en forutsetning for all virksomhet som drives i aksjeselskapsform er krav til forretningsmessighet. Långivere må ha tiltro til at virksomheten drives på et slikt grunnlag og til at utbytte til eierne tas ut som utbytte og ikke på annen måte.

Når en vurderer ulike finansieringsformer og ulike finansieringsinstrumenter, er det avgjørende at den virksomheten som skal finansieres kan vurderes enten i forhold til risiko for et forretningsmessig prosjekt, i forhold til markedsrisiko (for eksempel kraftomsetning) eller i forhold til at det er etablert et regulatorisk regime.

5 Akkumulert investeringsbehov for offentlig eid infrastruktur

5.1 Beskrivelse og årsakssammenheng

5.1.1 Energidistribusjon

NVE har med bistand fra SINTEF gjennomført levetidsanalyser for og reinvesteringsbehov i norske elektrisitetsnett⁵. Dagens reinvesteringsbehov i distribusjonsnettet ligger på i underkant av 400 mill NOK. Dette vil imidlertid øke til en topp som er nesten fire ganger så høy om 15-20 år. Årlig gjennomsnittlig reinvesteringsbehov er estimert til ca 1.250 mill NOK for de neste 40 år. For sentral- og regionalnettet ligger dagens behov for reinvesteringer på om lag 1.400 mill NOK per år, og det er beregnet at dette vil øke til ca 2.200 mill NOK om 15-20 år.

5.1.2 Vann og avløp

Norske vannledninger har i mange tilfeller et lekkasjetap på opp mot 50 %, noe som skyldes at vannledningsnettet er gammelt og har varierende standard. På grunn av rikelig tilgang på vann i Norge er dette ikke et stort problem ut fra for forsyningssituasjonen. I følge Folkehelseinstituttet er imidlertid årlige kostnader til produksjon av lekkasjevann anslagsvis 500 mill NOK, og behovet for oppgradering av ledningsnettet er således betydelig⁶.

Endringer i bosettingsmønster har medført økt tilflytting til byene, med tilsvarende økt press på avløpsnettene. Videre har endrede fritidsvaner og økt turisme medført økt utbygging av feriehus og hytter, noe som sammen med økte krav til komfort også medfører utfordringer knyttet til avløpshåndtering. Disse forholdene har blant annet medført et nytt avløpsregelverk med strengere krav til rensing, hvilket vil medføre krav om oppgradering av en del avløpsanlegg.

5.1.3 Renovasjon

To forhold spiller i særlig grad inn på investeringsbehovet i sektoren:

1. Endringer i reguleringer og forskrifter (internasjonale og nasjonale) medfører redusert mulighet for deponering av avfall (spes. våtavfall) og økning i mengden avfall som må forbrennes eller biobehandles. Dagens deponier må i stor grad nedlegges etter en periode med etterdrift og nye deponier må tilfredsstillende strengere miljøkrav enn tidligere.
2. Forurensningsloven er endret slik at en større del av avfallsinnsamling og -behandling er gjenstand for konkurranse enn tidligere⁷.

Det første forholdet innebærer at mer avfall enn tidligere må forbrennes. Dette kan enten løses ved utbygging av forbrenningskapasiteten i kommunene eller ved å eksportere avfallet til Sverige, som har tilstrekkelig forbrenningskapasitet per i dag til å håndtere det norske avfallet.

Alternativt må forbrenningskapasiteten i Norge utvides ved bygging av flere forbrenningsanlegg. For at slike forbrenningsanlegg skal være regningsssvarende må de bygges så store at de når kritisk masse. Forutsetningen om størrelse knytter seg til stordriftsfordeler, avsetning på energi som produseres etc.

⁵ NVE-rapport 8, 2005 – Aldersfordeling for komponenter i kraftsystemet

⁶ www.fhi.no

⁷ Avfallsdefinisjonene i forurensningsloven er endret slik at det som før var produksjonsavfall nå kalles næringsavfall og omfatter avfall fra en langt større gruppe offentlige og private virksomheter enn tidligere. Innsamling og behandling av slikt avfall er konkurranseeksponert, i motsetning til husholdningsavfall som er kommunenes ansvar og som finansieres gjennom et selvkostregime.

Dette forutsetter at flere kommuner slår seg sammen om å levere sitt avfall til det samme anlegget. Alternativt, og i noen tilfeller i tillegg, forutsetter det at forbrenningsanlegget også påtar seg å behandle næringsavfall. Spesielt det siste forholdet medfører at de deltagende kommunene ikke lenger kan påberope seg at avfallet forbrennes i egen regi, og forbrenningsanlegget må følgelig konkurrere om avfall til forbrenning. I en slik situasjon vil det bedriftsøkonomisk mest lønnsomme alternativet kunne være å transportere avfallet til Sverige og forbrenne det der. Med det som forutsetning vil inntektsstrømmene fra et konkurranseutsatt forbrenningsanlegg i Norge kunne anses å være relativt usikre, og derfor tilsvarende vanskelige å finansiere. Inntektsstrømmene sikres til en viss grad ved at noe av inntektene til anlegget skrives seg fra salg av energi. Disse inntektene utgjør imidlertid en så vidt liten andel at forbrenningsanleggene uansett er avhengig av solide og jevne inntekter fra avfallsbehandlingen.

Det faktum at lovverket og rammebetingelsene for sektoren ikke legger tilstrekkelig til rette for at kommunene selv forestår behandlingen av avfallet fører altså til usikkerhet knyttet til finansiering.

Transport av avfallet til Sverige for behandling kan i mange tilfelle være det som er bedriftsøkonomisk mest hensiktsmessig. Det er likevel enkelte, øvrige forhold som må vurderes:

- prinsippet om nærhet til behandling
- risikofaktorene (forurensning, smitte etc.) ved transport av avfall og organisk materiale over landegrensene

Et annet problem i sektoren er deponier som må avsluttes, og som ikke har satt av tilstrekkelige midler til å dekke avslutningskostnadene. Til en viss grad kan slike kostnader dekkes gjennom økning av renovasjonsgebyrene. Deponiene har imidlertid også tatt i mot næringsavfall (tidligere produksjonsavfall) og for de kostnadene denne virksomheten representerer har man ikke hjemmel for å kreve inn ekstra midler gjennom avfallsgebyrer. I denne sammenheng er det en underfinansiering. Til en viss grad er det også slik at avslutningsansvar tilsløres til en viss grad der hvor man har etablert nye selskapskonstruksjoner (IKS, AS etc.). Behovet per i dag til avslutning av eksisterende og planlagte deponier anslås til 300 mill NOK⁸.

5.2 **Betydning for virksomhetenes finansieringsstruktur**

Disse utfordringene vil medføre at kommunene som utfører infrastrukturoppgavene beskrevet i avsnittene ovenfor i egen virksomhet, vil måtte øke de direkte investeringsbevilgningene, ta opp ytterligere lån og i neste omgang enten øke gebyrer, eller omallokere budsjettmidler til den aktuelle virksomheten.

For renovasjon av husholdningsavfall må hele kostnadsøkningen dekkes over gebyrene, og for renovasjon av næringsavfall må alle investeringer dekkes gjennom inntekter fra næringskundene.

For nettvirksomhet vil økte investeringer medføre en gebyrøkning iht. inntektsrammesystemet, og hvorvidt dette er tilstrekkelig til å drive nettvirksomheten lønnsomt i fortsettelsen vil blant annet være avhengig av hvordan inntektsrammene til enhver tid beregnes.

De virksomhetene som får dekket sine kostnader gjennom inntektsrammer og selvkost (nettvirksomhet, VA-virksomhet og renovasjon av husholdningsavfall) vil i prinsippet kunne finansiere

⁸ NRF

opp økte investeringer med sikkerhet i fremtidige inntekter, selv i de tilfeller der denne virksomheten ikke er organisert som en del av kommunen. I disse tilfellene vil långivers krav til andel risikokapital vil være lavere og det er mulig å lånefinansiere en større andel av virksomheten. En forutsetning vil imidlertid være at långiver kan ha tillit til inntektssystemet, enten det er basert på inntektsrammer eller selvkost. På den annen side vil ikke verdien av, eller inntektene knyttet til, eksempelvis et eldistributionsnett, forsvinne dersom eieren ikke klarer å drive tilstrekkelig kostnadseffektivt. Det kan hende at endringer i regulering fremtvinger reorganiseringer eller transaksjoner. Infrastrukturvirksomheten vil måtte opprettholdes, om enn i en ny organisasjon, og långivers krav må kunne antas å være godt fundert også i en eventuell ny organisasjon.

6 Finansieringsinstrumenter

6.1 Innledning

Med finansieringsinstrumenter menes i denne sammenhengen låneprodukter. Det er altså en distinksjon mellom finansieringsinstrumenter og finansieringsmodeller. Med "finansieringsmodell" siktes det til måten å strukturere en investering; med total finansieringsplan, forhold mellom privat og offentlig kapital, gjeld og egenkapital, samt evt. organisering av prosjektet. I det følgende er det gitt en redegjørelse for hvilke finansieringsinstrumenter som kan være aktuelle som fremmedkapitalfinansiering av virksomhet, samt hva som karakteriserer de enkelte.

6.2 Oversikt og anvendelse

6.2.1 Banklån

Vanlig banklån

Når en långiver yter penger eller eiendeler til en låntaker, med en avtale om tilbakebetaling av pengene eller eiendelene med renter på avtalte tidspunkt i fremtiden. Vanlige banklån kan brukes til å finansiere de fleste selskaper og prosjekter, men er mer anvendt av mindre til mellomstore bedrifter. Banklån ytes mot sikkerhet i form av pant i eiendom, eiendeler eller annet, eller i form av kausjon eller garantier.

Ansvarlig lån

Ansvarlig lån er lånekapital som har lavere prioritet enn øvrig gjeld men høyere prioritet enn eierne av selskapet. Dette innebærer at ansvarlige lån og renter på slike betales først etter at øvrige lån er betjent. Lånet kan være evigvarende med f.eks. overskuddsavhengig rente eller det kan være avtalt rente og tilbakebetalingstid. Lånekapitalen har ikke eierrettigheter og kan ikke betraktes som egenkapital. Ansvarlig lån anvendes ofte der investorer som allerede har investert egenkapital investerer ytterligere, men gjennom et ansvarlig lån med for eksempel avtalt rente. Ansvarlige lån er i stor grad anvendt i kraftsektoren, hvor eierkommuner har redusert egenkapitalandelen i selskapene og økt fremmedkapitalandelen i form av ansvarlige lån. Dette har den fordelen at selskapet får skattefradrag på gjeldsrentene, mens kommunene ikke betaler skatt på renteinntektene fra de samme lånene. Videre vil renteinntekter fra et ansvarlig lån være mer forutsigbare i forhold til kommunal budsjettering enn, enn utbytte fra eierandeler i samme selskapet.

Syndikert lån

Syndikerte lån er lån på linje med øvrige banklån, men med den forskjell at lånebeløpet er fordelt ut på flere långivere. Dette har sin bakgrunn i lånets størrelse, og långivernes behov for å spre sin risiko. Vanligvis er det en ansvarlig bank som tilfører en del av kapitalen og deretter henter ytterligere kapital fra de andre bankene i gruppen. Anvendt ved veldig store lånebeløp der risikoen er for høy for en bank alene, eller at banken ikke har tilstrekkelige midler til å finansiere lånebeløpet.

Øvrige banklån

Øvrige typer banklån omfatter forskjellige trekkfasiliteter, kassekreditter, byggelån og øvrige instrumenter kjennetegnet av at låntaker til enhver tid låner det beløp det er behov for og løpende nedbetaler lånebeløpet ved innskudd. Slike lån er hensiktsmessige i situasjoner hvor det er uforutsigbarhet rundt eller varierende hvor stor likviditet det er behov for.

6.2.2 Obligasjoner

Obligasjonslån

Obligasjoner er lån tilrettelagt som omsettelige verdipapirer og blir tegnet i andeler. Hensikten er å distribuere gjelden på flere investorer i stedet for å låne penger i banken, og dessuten for å skape et effisient annenhåndsmarked for lånekapitalen. En slik løsning gjør det mulig å avhende tilgodehavender med karakteristika (løpetid, rente og nedbetalingsprofil) som ikke passer i egen investeringsportefølje, og anskaffe andre som passer bedre. De fleste obligasjoner er notert på Oslo Børs og handles gjennom bankene og private meglerforetak. Utstedelse av obligasjoner medfører visse transaksjonskostnader og forutsetter en viss soliditet hos utsteder. Obligasjoner kan utstedes med fast eller flytende rente.

Sertifikater

Sertifikater har de samme karakteristika og egenskaper som obligasjoner men har kun opp til 12 måneders varighet.

High yield obligasjon

Høy risiko-obligasjoner har veldig høye renter som skal gjenspeile den ekstra risikoen investoren bærer. Utsteder av høy risiko-obligasjoner er selskaper med relativt lav kredittvurdering. Sjansen for at selskapet ikke oppfyller sine rentebetingelser er høye. Anvendt av selskaper i uføre eller selskaper som befinner seg i en omstrukturingsfase etter operative eller finansielle problemer.

6.2.3 Alternative instrumenter

Konvertibel obligasjon

En konvertibel obligasjon er en obligasjon som gir eieren av obligasjonen en rettighet til å konvertere eller veksle parivertien av obligasjonen til aksjer hos lånetaker på en forutbestemt vekslingskurs i en forutbestemt tidsperiode. En konvertibel obligasjon er således i utgangspunktet fremmedkapital, men kan omgjøres til egenkapital. Anvendes ofte av selskaper i en vekstfase som har liten kontantstrøm men potensiell fremtidig merverdi.

Mezzaninlån

Mezzaninlån har lavere prioritet og derved høyere risiko enn øvrig fremmedkapital. Hvordan et mezzaninlån struktureres vil variere langs flere parametere, slik som løpetid, rentenivå, rentebetaling, nedbetaling og warrants. Et mezzaninlån kan eksempelvis ha en løpetid på rundt 7 år med løpende renter som skal betales hver sjette måned. Lånet kan videre være strukturert som et avdragsfritt lån inntil tidspunktet for forfall. I tillegg kan lånet inneholde en struktur som tilsier at bare 50-60% av de påløpte rentene blir betalt ved forfallsdato mens resten blir akkumulert og betalt ved forfall av hele lånet.

I tillegg vil det vanligvis være tilknyttet warrants til lånebeløpet. En warrant gir rettigheter til kjøp av verdipapir, som oftest aksjer, og blir lagt til lånet for å kompensere for den ekstra risikoen långiver tar som ikke er reflektert i rentene. Disse warrants gir som oftest rettighet til å kjøpe 2-4 % av egenkapitalen. Dette gjør at långiver for eksempel kan øke sin gjennomsnittlige avkastning fra 10 % til 15 % p.a. der 10 % er renteinntekter mens de resterende 5 % er egenkapitalavkastning.

Ofte investeres mezzaninlån bare i selskaper og prosjekter som har positiv kontantstrøm.

Hybrid

Hybrider er kapital som i prioritet ligger mellom egenkapital og gjeld. Løpetiden for slik kapital er svært lang; i noen tilfeller 100 år, i andre tilfeller 1000 år og ofte uendelige. Instrumentet er i andre land skatteeffektivt i den forstand at man får skattefradrag for rentene, som på øvrig gjeld. Den skattemessige behandlingen i Norge vil bero på en konkret vurdering av om kapitalen skal vurderes som egenkapital eller gjeld. Lånet er gjerne karakterisert av en såkalt step-up etter en viss periode, typisk 10 år. Dette innebærer at renten på lånet øker betydelig på datoen for denne step-up'en. Utsteder har anledning til å innfri lånet på denne datoen og med jevne intervaller i tiden etter. I enkelte tilfeller legges inn en forutsetning i låneavtalen om at gjelden må erstattes av egenkapital eller kapital som er mer lik egenkapital enn hybridkapital er. Utsteder kan velge å la være å betale renter, men vil da typisk ikke ha anledning til å betale utbytte heller. I noen tilfeller vil det også ligge en forpliktelse til å utsette rentebetaling dersom låntaker eksempelvis kommer i en mer anstrengt finansiell eller likviditetsmessig situasjon. Renteforpliktelsene vil enten akkumuleres for senere betaling, eller slettes. Disse forholdene og betingelsene varierer mellom de enkelte avtaler.

Step-up-forutsetningen medfører i praksis at lånet blir så kostbart at låntaker under normale omstendigheter vil innfri det. Selv om det i teorien ikke ligger noen reell forpliktelse om betaling av hovedstolen, i og med at lånet er evigvarende (eller har svært lang løpetid), vil altså en rasjonell låntaker søke å innfri lånet idet renten øker i henhold til låneavtalen (step-up). Videre er det ikke noen formell forpliktelse til å betale renter heller i og med at denne kan forskyves utover i lånets løpetid. Dersom selskapet skal betale utbytte må imidlertid gjerne rentene betales først.

Hybridlån har altså flere karakteristika av egenkapital;

- de er prioritert lavere enn all annen fremmedkapital
- det hviler i praksis ingen forpliktelse om tilbakebetaling, idet løpetiden enten er svært lang eller uendelig
- rentebetalinger kan (og i noen tilfelle må) utsettes dersom låntaker opplever betalingsvansker (det vil altså ikke påhvile betalingsforpliktelser på hybriden så lenge låntaker er i en vanskelig finansiell situasjon)

Hybridlån er i utgangspunktet tilgjengelig for selskaper som har en god kredittrating. I tidlige transaksjoner var det en forutsetning at låntaker etter utstedelsen av hybriden fremdeles kunne forsvare investment grade-rating. I det senere har man sett at dette kravet fravikes, blant annet som følge av instrumentet er mer brukt og bedre kjent enn tidligere. Fondsobligasjoner er en variant av et hybridinstrument⁹.

6.3 Økonomiske egenskaper

Beskrivelse av de økonomiske egenskaper ved instrumentene følger hovedgruppene som inndelt i forrige avsnitt:

- I. Banklån: vanlig banklån, syndikert lån, ansvarlige lån, øvrige banklån
- II. Obligasjoner; obligasjonslån, sertifikater, high yield obligasjoner
- III. Alternative instrumenter; konvertible obligasjoner, mezzaninlån, hybridlån

Videre er de økonomiske egenskapene for de enkelte gruppene av instrumenter beskrevet langs følgende dimensjoner:

⁹ Jfr. NOU 2000:9 – Konkurranseflater i finansnæringen

- Kostnader – ved etablering og i form av renter og øvrige gebyrer:
- Skattemessige forhold – i hvilken grad vil de enkelte instrumentene påvirke skatteposisjoner og kostnader¹⁰.
- Risiko – risiko bestemmes av hvor sikker kontantstrømmen som skal dekke nedbetalingene, er, hvilken gjeldsbetjeningsevne låntaker har, eller hvorvidt gjelden er pantsatt eller forsikret (dette elementet vil på lik linje med prioritet være nært knyttet til prisen).
- Opplånings- og nedbetalingsstruktur – hvilke forutsetninger legges til grunn for utbetaling av midlene til låntaker og hvordan er nedbetalingsprofilen planlagt (herunder hvor fleksibel den eventuelt vil kunne være).
- Tilgjengelighet i markedet/tilbydere – hvorvidt det er et fungerende marked for de enkelte instrumentene slik at prissettingen for instrumentene kan bli effektiv.

6.3.1 Banklån

Kostnader

Banklån kan være enkelt strukturerte lån med transparente etableringskostnader og gebyrer. Dette gir lånetaker gode muligheter for å sammenligne tilbud fra forskjellige institusjoner og velge det mest konkurransedyktige tilbudet prisene ned. Det er imidlertid også mulig å strukturere banklån svært sofistikert, og de blir da tilsvarende vanskelige å sammenligne mot andre tilbud. Banklån er ofte høyt prioritert i forhold til andre kapitalkilder og bærer derfor mindre risiko, noe som gjenspeiles i lave rentekostnader. Trekkfasiliteter vil typisk belastes med en kredittprovisjon basert på at beløpet er tilgjengelig for låntaker, i tillegg til renter og andre gebyrer.

Skattemessige forhold

For vanlige banklån er det normalt skattefradrag for rentekostnader.

Risiko

Risikoen for vanlige banklån er normalt lave. Som nevnt over er vanligvis vanlige banklån høyest prioritert av fremmedkapitalen, og bærer dermed mindre risiko. I tillegg har ofte banklån prioritet i eiendeler eller utstedte garantier fra for eksempel kommunene. Allikevel, et banklån kan være strukturert som et underordnet lån, der annen fremmedkapital har høyere rang. Dette øker selvfølgelig risikoen og dermed rentekostnadene.

Opplånings- og nedbetalingsstruktur

Banklån kan være strukturert dynamisk der lånetaker har ulike opplånings- og nedbetalingsstrukturer. Det vil allikevel være normalt med full utbetaling av lånebeløp, men lånebeløpet kan selvfølgelig utbetales over tid. Nedbetaling er normalt fordelt over låneperioden, men kan struktureres der lånebeløpet blir tilbakebetalt med en større andel utover i låneperioden. Et banklån strukturert som et bullet-lån (med nedbetaling av hele hovedstolen i ved lånets forfall) er uvanlig. Trekkfasiliteter vil trekkes ned og betales tilbake ut fra låntakers behov.

Tilgjengelighet i markedet/tilbydere

Tilgjengeligheten for banklån i markedet er stor. Det er i tillegg stor interesse fra bankene for å finansiere infrastruktur med kommunale garantier eller infrastruktur med sikker kontantstrøm.

¹⁰ Eksempelvis har kommuner finansiert ASer de selv eier i kraftsektoren med så stor grad av (ansvarlig) lån som mulig. Fordi kommunen ikke er skattepliktige vil renteinntekten fra slike lån være skattefri på kommunens hånd, samtidig som ASer kan fradragføre rentekostnadene skattemessig.

Prissettingen i markedet kan sies å være relativt effektivt, spesielt fordi det er mange tilbydere og enkle instrumenter samtidig som det er relativt god kunnskap om banklån fra lånetakers side.

6.3.2 Obligasjoner

Kostnader

Normale obligasjoner er forholdsvis enkelt strukturerte instrumenter med transparente betingelser (etableringskostnader og gebyrer). Dette resulterer i at låntaker har gode muligheter for å sammenligne ulike obligasjoner som blir tilbudt fra forskjellige institusjoner og dermed kan presse prisene ned. Etableringskostnadene derimot er ofte høye, og det vil være fordelaktig å utstede obligasjoner kun hvis lånebeløpet er av et relativt stort beløp. Obligasjonslån blir først hensiktsmessig å utstede hvis lånebeløpet er over mill NOK 100. Det kan utstedes obligasjoner for vesentlig lavere lånebeløp, men etableringskostnadene blir da svært høye. Sertifikater som utstedes hvis låneperioden er under 12 måneder vil som regel ha lavere rentekostnader sammenlignet med obligasjoner som er utstedt ved en låneperiode på mer enn 12 måneder. I tillegg vil rentekostnadene være avhengig av risikoen som kan variere svært mye, se risikokommentarer under.

Skattemessige forhold

For vanlige obligasjoner gis det normalt skattefradrag på rentekostnader.

Risiko

Obligasjoner har som regel sin egen rating som gjenspeiler risikoen. Rentekostnadene blir dermed beregnet ut fra ratingen. Obligasjoner kan inneholde alle grader av risiko, fra minimal risiko der det foreligger sikre garantier eller pant i omsettelige eiendeler, eller i sikre kontantstrømmer til ekstremt høy risiko, på engelsk kalt junk bonds. Høy risiko obligasjoner har veldig høye renter som skal gjenspeile den ekstra risikoen investor bærer. På 80 tallet ble det i USA spekulert i høy-risikoobligasjoner fordi de var priset ineffisient. Dette innebar at investor fikk mer avkastning enn risikoen investor tok, tilsa. Dette karakteriserer et umodent marked. I dag er det bedre sammenheng mellom avkastning og risiko, men i Norge er det lite utbredt med høy-risikoobligasjoner. Dette kan igjen medføre feilaktig prising av de høy-risikoobligasjonene som er utstedt.

Opplånings- og nedbetalingsstruktur

Obligasjonene kan være strukturert relativt dynamisk der låntaker har ulike opplånings- og nedbetalingsstrukturer. Det vil allikevel være normalt med full utbetaling av lånebeløp ved utstedelse av sertifikat eller obligasjon. Nedbetaling kan fordeles over låneperioden, men er normalt strukturert slik at hele hovedstolen tilbakebetales på forfall.

Tilgjengelighet i markedet/tilbydere

Tilgjengeligheten for kapital i markedet er god for låntakere som ønsker å utstede obligasjoner, men instrumentet forutsetter lån av en viss størrelse. Det er i tillegg stor interesse fra investorer for å finansiere infrastruktur med kommunale garantier eller infrastruktur med sikker kontantstrøm. Prissettingen i markedet kan sies å fungere godt for børsnoterte obligasjoner, spesielt fordi det er mange tilbydere og relativt enkle instrumenter samtidig som markedet til enhver tid kan prise inn ny informasjon i obligasjonen. En likvid obligasjon skal være optimalt priset hele tiden ut fra offentlig tilgjengelig informasjon. For ikke-børsnoterte obligasjoner vil tilgjengelighet og likviditet være mindre.

6.3.3 Alternative instrumenter

Kostnader

Alternative instrumenter er kompliserte strukturerte instrumenter, gjerne med høye og lite transparente etableringskostnader og øvrige transaksjonskostnader. Dette resulterer i at låntaker har små muligheter for å sammenligne ulike instrumenter som blir tilbudt fra forskjellige institusjoner og dermed har mindre muligheter for å presse prisene ned. Rentekostnadene vil være avhengig av risikoen som kan variere svært mye, men det er stor sannsynlighet for at de alternative instrumentene vil ha høye, men ikke avskrekkende, faste rentekostnader. Videre kan de totale kostnadene, når kostnader knyttet til tilrettelegging tas med, bli relativt høye. De totale kostnadene ved slike instrumenter vil inneholde etableringskostnader, gebyrer, faste renter og kostnad tilknyttet eventuell utstedelse av egenkapital (egenkapitalkostnaden kan være strukturert ved at verdistigningen/egenkapitalen blir verdivurdert og utløst ved innløsningsdato). I noen sammenhenger kan imidlertid alternative instrumenter være gunstig kostnadmessig dersom instrumentet for en stor del klassifiseres som egenkapital. For hybridkapital vil for eksempel opptil 75 % av lånet kunne klassifiseres som egenkapital av ratingbyråene, avhengig av hvordan avtalen utformes. Dette vil redusere selskapets vektete gjennomsnittlige avkastningskrav ved at selskapet kan ta opp ytterligere rimelig fremmedkapital. For hybridinstrumenter er det sett eksempler på at rentenivået ligger i størrelsesorden 2 %-poeng over renten på AAA-ratede obligasjoner utstedt av aksjeselskap.

Skattemessige forhold

Hvorvidt det er adgang til skattefradrag vil variere og må vurderes for hvert enkelt tilfelle. For hybridkapital er det eksempler fra utlandet der låntaker får skattefradrag for rentekostnader, men i eksempelvis i UK vil dette kreve en relativt kompleks struktur for transaksjonen, med opprettelse av eget Special Purpose Vehicle (SPV). Dette forholdet er ikke klarlagt i Norge.

Risiko

Alternative instrumenter inneholder som regel høyere grad av risiko. Som regel er alternative instrumenter prioritert på lik linje eller marginalt høyere sammenlignet med egenkapital og bærer dermed vesentlig høyere risiko sammenlignet med låneinstrumentene beskrevet over. Høy risikoobligasjoner derimot kan ha tilsvarende risikonivå som alternative instrumenter. Alternative instrumenter har som regel ingen prioritet i eiendeler eller utstedte garantier fra for eksempel kommuner.

Opplånings- og nedbetalingsstruktur

Alternative instrumenter kan være strukturert svært dynamisk der låntaker har ulike opplånings- og nedbetalingsstrukturer. Det vil allikevel være normalt med full utbetaling av lånebeløp ved utstedelse av disse instrumentene. Nedbetaling er normalt utsatt til slutten av låneperioden, og er ofte strukturert som et bullet lån der lånebeløpet og eventuelt de akkumulerte rentekostnadene blir tilbakebetalt ved endt låneperiode, eksempelvis kan opptil 50-60 % av rentekostnadene akkumuleres og tilbakebetales ved endt låneperiode for mezzaninlån. Hybridkapital er i prinsippet uendelig eller svært langvarig. I praksis vil en step-up for renten likevel medføre innfrielse av hele lånet etter 10 år.

Tilgjengelighet i markedet/tilbydere

Tilgjengeligheten for alternative instrumenter i markedet er økende generelt fordi det per i dag er mye kapital i markedet, og stor iver etter å låne ut penger. Det er i tillegg stor interesse fra investorer for å finansiere infrastruktur. Prissettingen i markedet er vanskelig å kartlegge. Dagens marked for

komplekse finansielle instrumenter er vanskelig for en lånetaker fordi den finansielle kompetansen til långiver er svært høy. Tilrettelegging av slike lån krever mye arbeid og er svært kostbart. Lånet bør således være av en viss størrelse for å rettferdiggjøre slike kostnader. Dette gjenspeiler igjen hvor viktig kompetanse er for lånetaker selv i et godt lånemarked.

Mange investeringsbanker vil kunne bistå ved utstedelse av hybridkapital og promotering overfor investorer. Følgende tre forhold bør imidlertid gjennomgås nøye i vurderingen av hvorvidt og hvordan hybridkapital skal utstedes:

1. Hvordan lånet vil vurderes av ratingbyråene (nærmere bestemt: hvor stor andel av lånet vil vurderes som egenkapital og hvor stor andel vil vurderes som gjeld?)
2. Hvordan lånet vil bokføres – som gjeld eller egenkapital. Selv om det i stor grad er realitetsvurderingen av lånet som er av betydning mht. risiko og kostnader, vil aksjonærene kunne ha oppfatninger om hvordan lånet skal bokføres
3. Hvordan man kan sikre at rentekostnadene er fradragsberettiget. Hybridkapital er ved flere anledninger vurdert å være fradragsberettiget i andre land, men dette kan ikke tas for gitt.

6.4 Legale egenskaper

Ved redegjørelse for legale egenskaper er instrumentene delt inn i tilsvarende tre hovedgrupper som i beskrivelsene ovenfor:

- I. Banklån: vanlig banklån, syndikert lån, ansvarlige lån, øvrige banklån
- II. Obligasjoner; obligasjonslån, sertifikater, high yield obligasjoner
- III. Alternative instrumenter; konvertible obligasjoner, mezzaninlån, hybridlån

Videre er de juridiske egenskapene beskrevet langs følgende dimensjoner:

- Prioritet - knytter seg til hvorvidt instrumentene, for eksempel gjelden, er prioritert eller ikke, og hvilke instrumenter som vil gå tapt først ved evt. mislighold.
- Regulatoriske forhold og forpliktelser – i hvilken grad vil de forskjellige instrumentene bidra til å tilfredsstille juridiske krav, eksempelvis om egenkapitalandel.
- Eierskap og kontroll – i hvilken grad de enkelte instrumentenes klassifisering (egenkapital/gjeld) vil ha betydning for hvorvidt de påvirker eierskapet og kontrollen i virksomheten, og i hvilken grad dette kan avtales særskilt. Enkelte instrumenter vil i tillegg ha klausuler og betingelser knyttet til eventuelt mislighold, som vil kunne få direkte følger for eierskap og kontroll. For konverterbare instrumenter vil også betingelser for konvertering være aktuelt.
- Klassifisering av instrumentene som egenkapital/gjeld for regnskaps- og selskapsrettslige formål, herunder betydning for utbyttegrunnlag.

6.4.1 Banklån

Prioritet

Vanlige banklån har som regel høy prioritet. Det er derfor tilknyttet lav risiko til denne type låneinstrument.

Regulatoriske forhold og forpliktelser

Banklån klassifiseres som fremmedkapital. Det vil derfor ikke være mulig å finansiere et selskap med mer banklån enn regnskapsreglene tilsier. I praksis vil det som oftest være bankenes krav til finansiell struktur og sikkerhet som setter grensen for hvor stor andel lån selskapet kan ha.

Eierskap og kontroll

Et banklån gir ingen eierskapsrettigheter. Banklånets lånegiver har heller ingen kontroll utover de betingelser som er presisert i lånekontrakten, eller covenants som det gjerne kalles. Slike betingelser kan innebære restriksjoner på investeringer, utbytte, ikke operative utgifter, bonuser og lønnsbetingelser. Det vil i tillegg være spesifikke betingelser angående mislighold. All kommunalt eid infrastruktur har, med mindre det påhviler spesifikke restriksjoner, muligheten til å ta opp banklån fordi låntaker ikke har noen eierrettigheter.

Egenkapital/gjeld

Banklån vil klassifiseres som fremmedkapital og gir dermed ingen rett til verdistigning eller utbytte.

6.4.2 Obligasjoner

Prioritet

Obligasjoner kan ha ulike risikonivåer, og høy-risikoobligasjoner har lavere prioritet. Disse obligasjonene vil gå tapt relativt fort i en likvidering av selskapet. Uansett, obligasjoner vil alltid ha prioritet over egenkapital og derfor bære mindre risiko.

Regulatoriske forhold og forpliktelser

Obligasjoner klassifiseres som fremmedkapital. Det vil derfor ikke være mulig å finansiere et selskap med mer obligasjonslån enn hva krav til egenkapitalandel tilsier.

Eierskap og kontroll

En obligasjon gir ingen eierskapsrettigheter. Obligasjonens eier har heller ingen kontroll over selskapet. Det kan likevel foreligge betingelser, eller covenants, på samme måte som for banklån, som gir långiver innflytelse over visse aspekter ved virksomheten. All kommunalt eid infrastruktur har, med mindre det påhviler spesifikke restriksjoner, muligheten til å utstede ordinære obligasjoner fordi låntaker ikke har noen eierrettigheter.

Egenkapital/gjeld

Obligasjoner vil klassifiseres som fremmedkapital og gir dermed ingen rett til verdistigning eller utbytte.

6.4.3 Alternative instrumenter

Prioritet

Alternative instrumenter vil ha prioritet over egenkapitalinvestorer, men har ingen rett ovenfor andre fremmedkapitalinvestorer. Alternative instrumenter plasserer seg mellom fremmedkapital og egenkapital i forhold til prioritet.

Regulatoriske forhold og forpliktelser

En type alternative instrumenter, hybridkapital, har den fordelen at det for en del formål er mulig å klassifisere deler av det som egenkapital. Dette vil selvfølgelig være forskjellig for ulike nasjoner, men fordelen med disse instrumentene er nettopp klassifiseringen. Et selskap har mindre grunnlag for å

utstede alternative instrumenter hvis fordelene av egenkapitalklassifiseringen faller bort. Da vil sannsynligvis prisen for dette instrumentet overstige fordelene for den enkelte låntaker.

Eierskap og kontroll

Konvertible obligasjoner og mezzaninelån, gir muligheten til å konvertere noe eller all gjeld til egenkapital som dermed gir investorene fremtidige eierrettigheter. Instrumentene kan inneholde en rettighet til å konvertere eller veksle parverdien av instrumentet til aksjer hos låntaker på en forutbestemt vekslingskurs i en forutbestemt tidsperiode. På denne måten vil instrumenter som i utgangspunktet er lån, kunne konverteres til egenkapital.

Hybridkapital er i forhold til eierskap og kontroll å anse for gjeld, altså i utgangspunktet uten innflytelse.

Egenkapital/gjeld

Konvertible obligasjoner og mezzaninelån vil etter eventuell konvertering klassifiseres som egenkapital og dermed gi rett til verdistigning eller utbytte.

Det er imidlertid et vesentlig forskjell på hvordan et lån vurderes regnskapsmessig og hvordan banker, analytikere og andre aktører med realøkonomisk interesse av lånets egenskaper vurderer det. Hybridkapital vurderes av ratingbyråer¹¹ delvis som egenkapital og delvis som gjeld. Hvor stor andel av lånet som vurderes som egenkapital varierer mellom 25 % og 75 %, avhengig av betingelsene i de enkelte låneavtalene. Dette har stor betydning for utsteders totale rating og får på den måten også betydelig økonomisk betydning.

Et annet forhold er hvorvidt lånet regnskapsmessig vurderes som egenkapital eller gjeld. Dette vil avhenge av de enkelte lands regnskapsregler, med mindre utsteder følger internasjonale regnskapsstandarder. De fleste europeiske utstedere av hybridkapital vil følge IFRS¹², og IFRIC¹³ har nylig behandlet spørsmålet rundt vurdering av slike instrumenter i forhold til denne standarden. Konklusjonen¹⁴ er at standarden er klar og at hybridkapital¹⁵ må klassifiseres som egenkapital. Vurderingen begrunnes med at standarden krever en avtalefestet plikt til å innfri kapitalen eller betale renter for at instrumentet skal klassifiseres som gjeld. Ingen av delene er tilfelle for hybrider. Det noteres dog at instrumentet sannsynligvis vil prises og oppføre seg som et gjeldsinstrument i realiteten.

6.5 Vurdering av egnethet

6.5.1 Organisering

Hvor egnet de enkelte instrumentene er i forhold til organiseringen av virksomheten som er låntaker vil blant annet avhenge av muligheten for å konvertere lån til eierandeler for bruk av alternative instrumenter. Alle de instrumenter som omfatter konverteringsmuligheter betinger i utgangspunktet at det er selskapet er strukturert med eierandeler i form av aksjer som kan konverteres. Dersom

¹¹ Eksempelvis Moody's og Standard & Poor's

¹² IFRS - International Financial Reporting Standards

¹³ IFRIC - IASB International Financial Reporting Interpretations Committee – formelt organ for tolkning av IFRS-regler

¹⁴ IFRIC Meeting 2 March 2006, Classification of a financial instrument as liability or equity – Information for observers. **Det har i realiteten foreløpig ikke kommet en formell konklusjon på spørsmålet, men notater fra behandlingen gir de indikasjoner som er referert her**

¹⁵ Referert som "Step-up" instrument"

kommunen ønsker å gjennomføre prosjekter med potensial for forretningsmessig lønnsomhet basert på markedsmessige vurderinger vil det således kunne være en idé å starte et aksjeselskap.

Kommunal virksomhet som enten er organisert direkte under kommunen eller i en kommunal selskapsform (kommunalt foretak eller interkommunalt samarbeid etter kommuneloven¹⁶ eller interkommunalt selskap etter Lov om interkommunale selskaper), vil være kommunalt eid.

Finansieringen av slik virksomhet vil enten skje direkte over kommunens budsjetter eller gjennom kommunale innskudd i virksomheten eller samarbeidet. Det vil således ikke være anledning for privat eierskap, og dette gir begrensninger på hvilke typer låneinstrumenter virksomhet som er organisert på denne måten kan anvende. Det vil altså ikke være anledning til å inngå låneavtaler som medfører en mulighet for långiver til å konvertere lånet til eierandeler.

6.5.2 Inntektsregime

Det vil i enhver sammenheng være gunstig i forhold til finansieringsbetingelser at kontantstrømmen til betjening av et lån er garantert i form av et kost-pluss regime. Det virker å være stor etterspørsel etter investeringsobjekter karakterisert av langsiktig og stabil kontantstrøm, selv om den ikke nødvendigvis representerer det største inntekspotensialet. I denne sammenheng etterspørres blant annet obligasjoner i infrastrukturfond. Hybridkapital er i utgangspunktet ikke avhengig av sikre kontantstrømmer i form av inntektsregime, men kan være egnet også for eksempelvis solide industriselskaper.

¹⁶ Lov om kommuner og fylkeskommuner (1993)

7 Alternative finansieringsinstrumenter – nasjonale erfaringer

Det er begrenset med erfaring med alternative finansieringsinstrumenter av typen hybridkapital i Norge. Grunnfondsbevis er imidlertid en variant av hybridkapital og anvendes i utstrakt grad for sparebankene. I henhold til Sparebankforeningen¹⁷ ble sparebankloven endret i 1987 slik at sparebankene kan hente egenkapital i markedet ved å utstede grunnfondsbevis. Grunnfondsbevis er evigvarende ansvarlig lånekapital og det er per 8. mars 2006 notert 20 grunnfondsbevis på Oslo Børs, med en samlet notert verdi på i overkant av kr 18 mrd. Det er imidlertid ikke registrert erfaringer med utstedelse av hybridlån for annen type virksomhet, og det er således heller ingen erfaringer med bruk av slike instrumenter for finansiering av offentlig eid infrastruktur.

¹⁷ Sparebankforeningen.no

8 Alternative finansieringsinstrumenter – internasjonale erfaringer

Hybridkapital er stadig mer benyttet internasjonalt. I utgangspunktet har det vært et instrument primært for finansinstitusjoner som har benyttet det av flere årsaker; renten er i mange tilfeller fradragsberettiget på skatten, kapitalen utvanner ikke vanlige aksjonærer, de har gitt tilgang til markedet for investorer med preferanse for fast avkastning og det har i mange tilfeller gitt en bedre rapportert avkastning på egenkapital. Internasjonalt har hybridkapital økt i omfang blant annet på grunn av en økning i andel fusjoner og oppkjøp, noe som igjen har medført et økt behov for kapital, gjerne i et kort tidsperspektiv. Videre er det på global basis etter hvert en større aksept fra regulatoriske myndigheters side for hybridkapital som substitutt for egenkapital (tier-one capital).¹⁸. Mens finansinstitusjoner har utstedt hybridkapital i mange år (eventuelt med andre betegnelser, eksempelvis "innovative tier-one") har det altså vært relativt uvanlig for øvrige virksomheter å utstede hybridkapital. De siste par årene har imidlertid dette endret seg noe, flere industriselskap har utstedt slike lån og hybridkapital har vært gjenstand for økende oppmerksomhet i utenlandsk presse. Årsaken til denne endringen ligger blant annet i at ratingselskapene vurderer effekten av slike utstedelser på en mer systematisk og enhetlig måte enn tidligere. Dette gjør det enklere for finansmarkedene å forholde seg til instrumentet¹⁹. Premissene for utstedelse av hybrider i Europa er fordelaktige også av andre årsaker; det er nå større klarhet rundt regnskapsføring av slike instrumenter, forutsetningene for prising av instrumentene er gode og det er betydelig appetitt for slike instrumenter blant institusjonelle investorer i det Europeiske markedet.

Det er som nevnt gjort flere hybridutstedelser de senere årene, og offentlig tilgjengelige oversikter viser at det er gjennomført minst 92 transaksjoner i 2005. Flesteparten av disse er imidlertid utstedt av finansinstitusjoner, hvilket ikke representerer en ny utvikling. Av de transaksjonene som er gjennomført for øvrige selskaper i 2005, er Bayer, Suedzucker, Vattenfall, Dong og Thomson SA av de større. Disse lånene var på mellom €500 mill og €1.300 mill. Løpetiden var for det ene 100 år, for et annet 1000 år og for de tre siste lånene var løpetiden uendelig. Videre vurderte kredittratingselskapet Moody's tre av disse lånene som 75 % egenkapital i sin kredittrating, og de to øvrige som 50 % egenkapital.

¹⁸ Standard & Poor's (www.standardandpoors.com)

¹⁹ PricewaterhouseCoopers (pwc.blogs.com/mohammed_amin/2006/02/hybrid_capital_.htm).

9 Alternative finansieringsmodeller

9.1 Målsetninger og premisser

Alternative finansieringsmodeller har som målsetning å framskaffe alternative løsninger på kommunenes utfordringer med tanke på finansiering av infrastruktur.

Grunntanken bak disse finansieringsmodellene er å øke lånekapasiteten ved å bringe inn nye aktører og øke effektiviteten ved å etablere gunstige insentivstrukturer, livssyklusperspektiv for investeringene og optimal risikoallokering.

I det følgende er alternative finansieringsmodeller primært eksemplifisert gjennom offentlig privat samarbeid (OPS) og mer spesifikt en design, build, finance, operate(DBFO)-modell hvor privat sektor tar ansvar for utvikling, bygging, finansiering og drift av offentlig infrastruktur (kapitalintensive investeringer). I et finansieringsperspektiv vil imidlertid variasjoner over modellen kunne være aktuell. Dette kommenteres nærmere i det følgende.

9.2 Karakteristika, utbredelse, omfang

9.2.1 Overordnet beskrivelse

Offentlig Privat Samarbeid (OPS) er et samarbeid mellom offentlig og privat sektor om utvikling og drift av infrastruktur (i tradisjonell forstand eller i form av bygninger og øvrige installasjoner) – heretter omtalt som "leveransen". Det offentlige bestiller leveransen og beskriver derfor oppgaven som skal løses ved å definere overordnede kravspesifikasjoner. Innenfor disse rammene skal den private aktøren planlegge og gjennomføre leveransen på en best mulig måte med tanke på kvalitet og kostnader. Den private partner har som regel ansvaret for finansiering av prosjektet og tilbakebetalingen skjer gjennom faste betalinger fra det offentlige. I de fleste tilfeller tilbakeføres fasiliteten til de offentlige etter kontraktens utløp (gjerne etter 20-30 år).

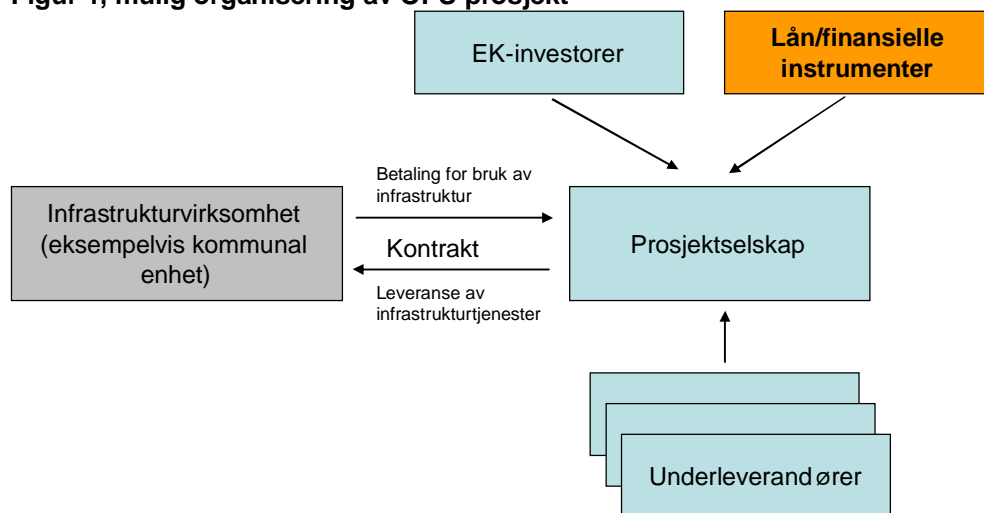
Modellen, her som nevnt eksemplifisert ved en DBFO-løsning, går altså ut på at den private aktøren overtar risiko og ansvar for å utvikle, finansiere og drifte en offentlig infrastruktur (leveransen) i en definert driftsperiode. Leveransen ytes så til det offentlige (ved at den gjøres tilgjengelig med avtalt kvalitet) mot faste betalinger. Betalingen gjøres avhengig av eksempelvis tilgjengelighet og kvalitet for leveransen.

Privat finansiering er i utgangspunktet dyrere enn offentlig finansiering. Privat finansiering er derfor isolert sett ikke nødvendigvis en fordel ved et slikt prosjekt ut fra et kostnadmessig perspektiv. Det er derimot de operative effektene av et OPS-prosjekt som fører til besparelser i utføringen. Erfaringer viser at OPS-modellen kan gi betydelige besparelser gjennom:

- riktig risikoallokering mellom offentlig og privat sektor – ut fra et prinsipp om at den som kan påvirke risikoen bør bære den
- insentiver for innovasjon – gjennom fleksibilitet for tilbydernes egne løsninger i anskaffelsesprosessen og funksjonsbaserte krav til leveransen
- livsløpsperspektiv på anskaffelsen – slik at privat sektor bærer fordeler og ulemper knyttet til de prioriteringer som gjøres i utviklings- og byggefasen, i forhold til de oppgaver og kostnader som vil påløpe i driftsfasen.

Leveransen styres gjennom ett kontaktpunkt, i form av en kontrakt, mellom den offentlige og den private part. Den private part vil i denne sammenheng gjerne være et konsortium av finansinstitusjon, entreprenør, driftsselskap og eventuelt andre, representert ved et prosjektselskap. Prosjektselskapet etableres spesifikt for det aktuelle prosjektet, finansieres opp med egenkapital og gjeld (med en andel egenkapital i størrelsesorden 10%), og hvor de største partene i konsortiet gjerne går inn med størst eierandel.

Figur 1, mulig organisering av OPS-prosjekt



Betaling for leveransen skjer i form av et på forhånd avtalt fast beløp som betales på avtalte tidspunkter gjennom kontraktperioden (årlig, halvårlig eller lignende). Alle avvik fra budsjett og tidsplan hos noen av underleverandørene eller konsortiedeltakerne vil være den private parts ansvar, og betalingen for leveransen starter ikke før den anses som fullt tilgjengelig.

Det er resultatene i prosjektselskapet som gir eventuelle gevinster til den private part i prosjektet. På den måten gis insentiver for privat aktør både til å gjøre hensiktsmessige avveininger mellom prioriteringer i bygge- og driftsfasen, eksempelvis gjennom valg av løsninger og materialer, og til å ferdigstille prosjektets byggefase til avtalt tid. Gjennom driftsfasen vil muligheter for reduksjon av de faste beløpene til privat sektor ved mangelfull leveranse, insentivere til høyere kvalitet i leveransen.

Uthenting av dette potensialet forutsetter en godt gjennomført anskaffelsesprosess og en god kontrakt som gir de nødvendige insentiver til å frembringe verdi for pengene. OPS-prosjekter har vist seg å i de fleste tilfeller gjennomføres til lavere pris og innen kortere tidsfrist enn tradisjonelle anskaffelser.

Kontrakten for oppdraget tildeles etter konkurranse mellom tilbydere i henhold til regelverket om offentlige anskaffelser.

9.2.2 Utbredelse og omfang

Denne type anskaffelser er svært utbredt i andre land, og da spesielt i Storbritannia hvor man siden begynnelsen av 1990-tallet fra sentrale myndigheters side har arbeidet bevisst og målrettet for etablering av slike løsninger. Modellen beskrevet under forskjellige forkortelser og benevnelser. Videre varierer den også langs de forskjellige dimensjonene ved modellen, ved at de forskjellige anskaffelsene struktureres spesifikt ut fra behov og rammebetingelser. Av den grunn ser man for eksempel at OPS i Norge avviker noe fra OPS-prosjektene som gjennomføres i andre land.

De OPS-prosjekter som har fanget mest oppmerksomhet i Norge er Vegdirektoratets tre prøveprosjekter for anvendelse av OPS for utbygging av vei, Det første av disse, E39 mellom Klett og Bårdshaug, ble åpnet i juni 2005, to måneder før fremdriftsplanen. Prosjekt nummer to, E39 mellom Lyngdal og Flekkefjord er under bygging og nummer tre, E18 mellom Grimstad og Kristiansand, er under anskaffelse.

Øvrige OPS-prosjekter varierer i art og sektor. Av de største prosjektene nevnes i denne sammenheng²⁰:

- Persbråten vgs. og Høybråten skole i Oslo
- Vøyenenga skole i Bærum
- Aldershjem i Ullensaker
- Parkeringshus og pasienthotell ved Helse Stavanger HF

I tillegg er det en rekke prosjekter på sentralt og lokalt nivå hvor OPS som anskaffelsesform er under vurdering og utredning, eller hvor man har landet på anskaffelsesformer som har likhetstrekk og karakteristika av OPS.

9.3 Egnethet i forhold til infrastruktur

9.3.1 Muligheter knyttet til bruk av OPS for offentlig eid infrastruktur

I prinsippet vil OPS kunne være egnet ved alle kapitalintensive utbygginger, hvor det er knyttet et element av drift og vedlikehold til utbyggingen, i etterkant av selve byggefasen (i en driftsperiode på 20-30 år). Poenget er i denne sammenheng at drifts- og vedlikeholdsansvaret, og ansvaret for å holde infrastrukturen eller bygningsmassen i en viss stand i henhold til avtalen med det offentlige, gjør det mulig å insentivere privat sektor til gode ytelser gjennom hele kontraktperioden. Betalingene gjennom kontraktperioden er knyttet til den private partens ytelser, hvilket både stiller krav til kvaliteten på det som i utgangspunktet ble bygget, og til drifts- og vedlikeholdstjenestene gjennom driftsperioden.

Øvrige forhold som påvirker egnethet i forhold til gjennomføring som OPS-prosjekt omfatter:

- omfang - prosjektene være av en viss størrelse for å rettferdiggjøre noe høyere transaksjonskostnader enn ved tradisjonell gjennomføring
- grensesnitt mot tilstøtende anlegg eller aktører – dersom det er vanskelig å skille det aktuelle prosjektet fra andre vil det være vanskeligere å allokere ansvar og risiko
- konkurranse – det må være tilstrekkelig konkurranse om leveranse av prosjektet til at potensialet for innsparinger kan hentes ut
- kompleksitet – eksempelvis i form av avansert teknologi, eller teknologi i stadig endring medfører stor risiko som det erfaringsmessig er vanskelig å få privat sektor til å bære
- regulering og lovverk – regulering og lovverk må tillate en viss fleksibilitet i de løsninger som velges for prosjektet slik at potensial for innsparing som følge av innovasjon og nytenkning kan hentes ut.

Dette medfører at OPS i utgangspunktet er egnet for realisering av infrastruktur og tjenestebehov eksempelvis innen sektorer som (men ikke begrenset til):

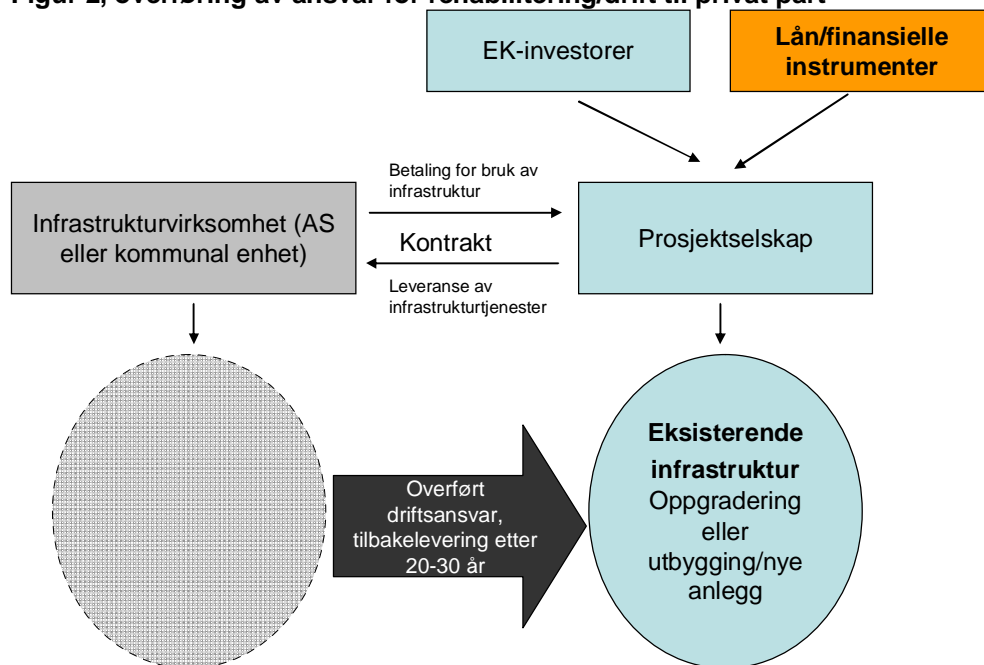
- Skole
- Vei
- Vann, avløp og renovasjon
- Fengsel
- Forsvar

²⁰ OPS-portalen Norge (<http://www.nsp.ntnu.no/ops-portalen/index.htm>)

- Flyplasser
- Omsorgsboliger/-hjem

Det er imidlertid viktig å ha et bevisst forhold til hvilke elementer ved de forskjellige typer virksomhet som skal innlemmes i OPS-prosjektet og hvilke som bør holdes utenfor. Eksempelvis vil det være naturlig å gjøre bygging og drift av en skolebygning som et OPS-prosjekt, mens selve undervisningen kan underlegges det offentlige. Videre vil omsorgsboliger kunne bygges og drives av privat sektor selv om kommunen skulle ønske å utføre omsorgsarbeidet selv.

Figur 2, overføring av ansvar for rehabilitering/drift til privat part



Figuren over viser eksempel på at eksisterende infrastruktur, eksempelvis et VA-nett, overføres til privat sektor for oppgradering, samt drift og vedlikehold i en 20-30 års periode.

Eksemplene ovenfor er i stor grad virksomhet som er eid og drevet av offentlig sektor direkte. I tilknytning til de primære problemstillingene som reises i denne studien, vedrørende investeringsutfordringer for nettvirksomhet i energisektoren, bør nevnes at tilsvarende organisering vil være interessant også for utbygging, oppgradering og vedlikehold av elektrisitetsnett.

I den sammenheng vil det være aktuelt å lånefinansiere oppgraderinger og utbygginger for en isolert del av nettet, med sikkerhet i den kontantstrømmen som tilflyter denne delen av nettet. Långiver vil vurdere den operasjonelle risikoen knyttet til kontantstrømmen og prisen finansieringen deretter. Risikoelementene vil i denne sammenheng knytte seg til inntektene, representert ved det til enhver tid gjeldende inntektsregimet, og kostnadene knyttet til drift og vedlikehold av nettet.

9.3.2 Begrensninger knyttet til bruk av OPS

Det påhviler visse begrensninger til bruken av OPS. En del av de man som offentlig beslutningstaker bør være oppmerksom på er oppsummert i det følgende.

Hvordan budsjettene bindes opp

- Kommunene kan ikke iverksette tiltak som innebærer høyere utgifter enn de kan bære (jf Kommunal og regionaldepartementet)
- Kommuneleven bestemmer hvilke økonomiske forpliktelser kommunene kan inngå og hvilken varighet de kan ha
- Statlige myndigheter følger kommunenes investeringsnivå for å kontrollere at omfanget holdes innenfor rammene av kommunenes antatte fremtidige budsjetter.
- Det kan ikke utvikles ubegrenset av OPS-prosjekter i kommunesektoren ettersom dette vil øke investeringsaktivitetene jf punktet over.
- OPS bør anvendes i kommunesektoren for å hente ut effektiviseringsgevinster

Offentlige investeringer gjennom OPS-modellen kan på mange måter sammenlignes med lånefinansiering av prosjekter. Betalingsstrømmen i OPS-modellen avhenger av hvilken finansieringsform det offentlige velger å bruke.

Hvordan fremtidige kvalitets- og styringsbehov sikres

- Et viktig element av en OPS kontrakt/prosjekt er å sikre at tjenesten leveres til den forventede kvalitet til lavest mulig pris i den avtalte kontraktsperioden.
- Ettersom kontrakten strekker seg utover mange år, vil det være nødvendig å ta med framtidig utvikling i betraktning når kvalitet- og priskrav kontraktsfestes. Endringer i teknologi, samfunn og behov endres som en følge av utviklingen. Tilsvarende bør kravene til tjenesten som leveres i OPS-kontrakten også oppdateres. En OPS-kontrakt må være mulig å tilpasse utviklingen underveis.
- Kvalitetsoppfølging kan sikres ved hjelp av betalingsmekanismer som fastsettes i kontrakten. I tillegg er det nødvendig med kontinuerlig dialog og kvalitetsoppfølging i mer komplekse prosjekter.

Forholdet til regelverket om offentlige anskaffelser

- Det er viktig å fokusere på regelverket om offentlige anskaffelser ettersom dette er en vanlig problemstilling ifm et OPS prosjekt.
- OPS-prosjekter er som regel komplekse og strekker seg som regel over 20-30 år.
- OPS-prosjekter utløser gjerne behov for forhandlinger med aktuelle leverandører, men hovedregelen for større anskaffelser tilsier et forhandlingsforbud mellom oppdragsgiver og potensielle leverandører.
- I tillegg kan kontraktens varighet utløse spørsmål om muligheter for endringer underveis i kontrakten, hvilket også strider med regelverket.
- Regelverket behandler ikke OPS-avtaler særskilt. Oppdragsgiver er forpliktet til å forholde seg til regelverket. Det er likevel ingen tvil om at det fullt ut er mulig å inngå OPS-avtaler innenfor regelverkets rammer, men samtidig må oppdragsgivere forholde seg til regelverket og velge den anskaffelsesprosedyren som er mest formålstjenlig for anskaffelsen.

9.4 *Vurdering av finansieringsinstrumenter relatert til finansieringsmodell*

9.4.1 **Finansiering av et klassisk OPS-prosjekt:**

OPS er en innfallsvinkel til å benytte finansieringskapasitet i privat sektor. Fremfor investeringsbevilgninger på budsjetter innen for ett eller svært få år, bindes oppdragsgiver kontraktsmessig til betaling av et visst beløp for den avtalte leveransen i en 20-30 års periode. OPS-prosjekter er prosjektfinansierte og den finansielle strukturen er prosjektbasert – i motsetning til aktivabasert, og det er derfor de framtidige kontantstrømmene knyttet til leveransen som stilles som sikkerhet overfor långivere.

Hele prosjektet og finansieringsstrukturen drives hovedsakelig av risikoallokering og et kontraktuelt rammeverk.

OPS-prosjekter har en høy gjeldsgrad, for eksempel høyprioritetsgjeldsrate 90:10. det dreier seg her om langtidslån over mer enn 25 år. Egenkapital (risikokapital) beholdes i prosjektet til etter nedbetaling av lånet, som en finansieringsbetingelse. Høyprioritetsgjeld har en lavere risiko enn risikokapitalen og rangeres først av sikkerhetsårsaker. Denne finansieringen risikovurderes og verdivurderes omstendelig.

9.4.2 Finansieringskilder

OPS-prosjekter har som regel høye kapitalbehov. Kapital er nødvendig for å betale for kostnader i forkant av de forespeilte kontantstrømmene, slik som design, konstruksjoner, prosjektutvikling etc.

Som tidligere nevnt, de to hovedformene for finansiering er

- Senior gjeld
- Risikokapital

Senior gjeld:

De to forskjellige mulighetene knyttet til senior gjeld er banklån og kapitalmarkedsinstrumenter som obligasjoner, fastrente eller indeksregulerte lån.

Banklån er viden akseptert og forstått. Obligasjoner derimot, kan eksistere i mange slags former, men de vanligste formene er fastrente og indeksregulerte obligasjoner. Disse følger en lignende struktur, men avviker i prisingen.

Risikokapital:

Risikokapital innebærer

- Lavere prioritets gjeld (ca 9% av risikokapital), eksempelvis en transje mezzaninlån
- Pinpoint egenkapital (ca 1% av risikokapital)

Begge typer skaffes til veie av prosjektets hovedsponsorer, fordelt ut i fra egne ønsker.

Lavere prioritets gjeld skaffes til veie før ferdigstilling av konstruksjon for å tilbakebetale et egenkapitallån (som er for konstruksjonsperioden og er billigere enn underprioritert gjeld for risikobelastede anleggsprosjekter). Lavere prioritets gjeld prises på basis av en fast kupong. Den tilbakebetales typisk over prosjektets varighet, og kan ikke ha kortere sikt enn senior gjelden. Rentebetaling gir skattefradrag som for vanlig gjeld.

Pinpoint egenkapital investeres ved finansiell avslutning og tilbakebetales ved slutten av konsesjonsperioden, etter tilbakebetaling av høyprioritetsgjeld og underprioritert gjeld.

Risikokapital er den finansieringsformen med høyest risiko og er derfor dyrest. Flere og flere banker er derimot villige til å bidra som egenkapitalinvestorer i prosjekter.

9.4.3 Andre finansieringskilder

Utviklingsbanker og multilaterale byråer tilbyr også langsiktig finansiering for OPS-prosjekter, men dette varierer fra land til land og prosjekt til prosjekt. en institusjon som tilbyr langsiktig finansiering til OPS-prosjekter er European Investment Bank (EIB).

9.4.4 Hvilke typer finansieringsinstrumenter passer for hvilke investeringer?

Det er ingen standard finansieringsmodell som kan benyttes på alle typer prosjekter og lokasjoner. Finansieringsstrukturer og -kilder er prosjekt- og markedsspesifikke, og prosjektet må vurderes og evalueres individuelt i forhold til passende struktur og finansieringskilde.

Vedlegg 1, oversikt over finansielle instrumenter

| Gruppe av lån | Type lån | Overordnet beskrivelse | Økonomiske egenskaper | Legale egenskaper |
|---------------------|----------------|---|---|---|
| Banklån | Vanlig banklån | <ul style="list-style-type: none"> Lån tilgjengelige i banken. Ofte standardiserte, men kan også utformes sofistikerte/komplekse Ytes mot sikkerhet i form av pant i eiendom, eiendeler eller annet, eller i form av kausjon eller garantier. | <ul style="list-style-type: none"> Ofte standardiserte, transparente og lett sammenlignbare Normalt fradrag for skatt Gjerne førsteprioritet og derved lav risiko og lav kostnad Opplånings- og nedbetalingsstruktur varierer God tilgjengelighet i markedet | <ul style="list-style-type: none"> Høyt prioritert Intet eierskap, men ofte betingelser knyttet til lånet (covenants) Fremmedkapital uten rett til utbytte |
| | Ansvarlig lån | <ul style="list-style-type: none"> Lånekapital som har lavere prioritet enn øvrig gjeld men høyere prioritet enn eierne av selskapet. Mye anvendt i kraftsektoren - selskapet får skattefradrag på gjeldsrentene, mens kommunene ikke betaler skatt på renteinntektene fra de sammen lånene. Renteinntekter fra et ansvarlig lån vil være mer forutsigbare i forhold til kommunal budsjettering, enn utbytte fra eierandeler i samme selskapet. | | |
| | Syndikerte lån | <ul style="list-style-type: none"> Syndikerte lån er lån på linje med øvrige banklån, men større og fordelt ut på flere långivere. | | |
| | Øvrige banklån | <ul style="list-style-type: none"> Forskjellige trekkfasiliteter, kassekreditter, byggelån og øvrige instrumenter kjennetegnet av at låntaker til enhver tid låner det beløp det er behov for og løpende nedbetaler lånebeløpet ved innskudd. | | |
| Obligasjoner | Obligasjonslån | <ul style="list-style-type: none"> Obligasjoner er lån tilrettelagt som omsettelige verdipapirer og blir tegnet i andeler. De fleste obligasjoner er notert på Oslo Børs og handles gjennom bankene og private meglerforetak. Kan utstedes med fast eller flytende | <ul style="list-style-type: none"> Ofte enkelt strukturert med transparente betingelser Normalt fradrag for skatt Gjerne egen rating som gir uttrykk for risiko. Denne kan i stor grad | <ul style="list-style-type: none"> Ulike risikonivåer Intet eierskap – ingen kontroll (men ofte covenants) Fremmedkapital – intet utbytte |

| Gruppe av lån | Type lån | Overordnet beskrivelse | Økonomiske egenskaper | Legale egenskaper |
|---------------------------------|------------------------|---|---|---|
| | Sertifikater | <p>rente.</p> <ul style="list-style-type: none"> Sertifikater har de samme karakteristika og egenskaper som obligasjoner men har kun opp til 12 måneders varighet. | <p>varierte</p> <ul style="list-style-type: none"> Normalt full utbetaling og full innbetaling ved hhv. start og forfall Bra tilgjengelighet – mye tilgjengelig kapital. Dog kun hensiktsmessig for store lån (>kr 100 mill) | |
| | High-yield obligasjon | <ul style="list-style-type: none"> Høy risiko-obligasjoner har veldig høye renter som skal gjenspeile den ekstra risikoen investoren bærer. | | |
| Alternative instrumenter | Konvertibel obligasjon | <ul style="list-style-type: none"> Obligasjon som gir eieren en rettighet til å konvertere eller veksle parverdien av obligasjonen til aksjer hos lånetaker på en forutbestemt vekslingskurs i en forutbestemt tidsperiode | <ul style="list-style-type: none"> Potensielt komplekse strukturer, mange kostnadselementer, høye transaksjonskostnader Uvisst hvorvidt skattefradrag for Hybrid i Norge – ikke testet foreløpig Instrumenter med lav prioritet og derved høy risiko Fleksibel opptrekk- og nedbetalingsstruktur. Hybrider i teorien svært langvarige God tilgang på kapital, men begrenset antall aktører som kan tilby de mest sofistikerte. Stor sannsynlighet for informasjonsskjevheter mellom låntaker og -giver | <ul style="list-style-type: none"> Svært lav prioritet Hybridkapital klassifiseres for enkelte formål som egenkapital Konvertible obligasjoner og mezzaninlån gir rett til konvertering til egenkapital eller kjøp av egenkapital. Dette vil kunne utvane øvrige eiere Hybrider regnskapsføres etter IFRS som egenkapital, men vurderes av ratingbyråer som 25 – 75 % egenkapital |
| | Mezzaninlån | <ul style="list-style-type: none"> Mezzaninlån har lavere prioritet og derved høyere risiko enn øvrig fremmedkapital. Hvordan et mezzaninlån struktureres vil variere langs flere parametere, slik som løpetid, rentenivå, rentebetaling, nedbetaling og warrants. | | |
| | Hybrid | <ul style="list-style-type: none"> Hybrider er kapital som i prioritet ligger mellom egenkapital og gjeld. Løpetiden for slike obligasjoner er svært lang; i noen tilfeller 100 år, i andre tilfeller 1000 år og ofte uendelige. Gjerne karakterisert av en såkalt step-up etter en viss periode, typisk 10 år. Utsteder kan velge å la være å betale renter, men vil da typisk ikke ha anledning til å betale utbytte heller. | | |