



EKONOMIHÖGSKOLAN

Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen

Magisteruppsats
Finansiering
Fek 591
VT 2005

Projektfinansieringens betydelse vid Private Public Partnerships

Författare:

Hans Didring
Emil Hedberg
Jesper Sahlman

Handledare:

Niclas André

Sammanfattning

- Titel:** Projektfinansieringens betydelse vid Public Private Partnerships
- Författare:** Hans Didring
Emil Hedberg
Jesper Sahlman
- Handledare:** Niclas André
- Nyckelord:** Projektfinansiering, Public Private Partnership (PPP), infrastruktur, Public Sector Comparator (PSC), Private Finance Initiative (PFI).
- Syfte:** Att undersöka vilken betydelse projektfinansieringsformen har för Public Private Partnerships.
- Metod:** Kvalitativ undersökning. Intervjuer med professionella aktörer på projektfinansierings- och PPP-området. Respondenterna omfattas av banktjänstemän, entreprenörer samt akademiker.
- Teori:** Analysen baseras främst på projektfinansieringsteori. Den innefattar kapitalstruktur, skuldsättningsgrad och styrning. Dessutom tillämpas agentteorin i analysen.
- Slutsatser:** Det finns fördelar med att använda projektfinansiering vid PPP. Undersökningen visar att projektfinansiering är ett enastående verktyg för riskallokering. Dessutom resulterar projektfinansiering i minskade kostnader för agentkonflikter. Emellertid är privat finansiering normalt sett dyrare än offentlig finansiering.

Abstract

- Title:** The importance of Project Finance in Public Private Partnerships
- Authors:** Hans Didring
Emil Hedberg
Jesper Sahlman
- Tutor:** Niclas Andrén
- Key words:** Project Finance, Public Private Partnership (PPP), Infrastructure, Public Sector Comparator (PSC), Private Finance Initiative (PFI).
- Purpose:** To determine the importance of Project Finance for Public Private Partnerships.
- Methodology:** Qualitative Study. Interviews conducted with professionals in the Project Finance and the PPP field. The study comprises interviews with bankers, contractors and scientists.
- Theory:** The analysis is mainly based on theory on Project Finance, including capital structure, leverage and governance. Also, agency theory is being applied in the analysis.
- Conclusions:** There are benefits of using Project Finance in PPP. The thesis concludes that Project Finance is an exceptional tool for risk allocation. Also, Project Finance reduces costs for agency conflicts. On the other hand, financing in the private sector is usually more expensive than financing in the public sector.

Definitioner

Anslagsfinansiering:

är det traditionella sättet att finansiera statlig verksamhet. Anslagsfinansiering innebär att en investering betalas på en gång med statens löpande inkomster.¹

Koncession:

tillstånd som lämnas av myndighet att bedriva viss verksamhet eller näring. Tillståndet ges först efter närmare prövning om den planerade verksamheten är behövlig och ändamålsenlig, framför allt från samhällelig synpunkt. Vid infrastrukturskoncession erhåller koncessionstagaren en ersättning från koncessionsgivaren för den anläggning som koncessionstagaren innehar.

Public Private Partnership (PPP):

ett avtal som överför investeringar som traditionellt har genomförts i offentlig sektor till den privata sektorn. För att kvalificera sig som ett PPP skall projektet omfatta en offentlig funktion, involvera staten som den huvudsakliga köparen, var finansierat genom icke-offentliga källor och engagera ett företag utanför staten som den huvudsakliga operatören som tillhandahåller betydande delar av design och idéer för projektet och som bär en relevant del av risken.

Public Sector Comparator (PSC):

är ett verktyg framtaget i syfte att jämföra kostnaden för ett PPP anbud mot vad det kostar att genomföra investeringen i offentlig regi. PSC innebär att upphandlaren genomför en nuvärdesberäkning på vad man enligt en mall uppskattat att en offentlig investering skulle ha kostat att genomföra. Verktöget är framtaget i Storbritannien och används idag i ett stort antal engelskspråkiga länder, exempelvis Canada, Australien och Sydafrika.

Projektfinansiering:

en finansieringsform där ett fristående bolag bildas (SPV) vars enda uppgift är att äga och förvalta en investering. Investeringen finansieras dels med eget kapital och dels med lån eller obligationer. Banker och andra borgenärer har ingen regressrätt hos sponsorerna utan de har att bedöma styrkan i det kassaflöde som bolaget förväntas generera.

Special Purpose Vehicle (SPV):

kallas det fristående bolag som bildas vid projektfinansiering. Benämns även projektbolag.

Sponsorer:

kallas de bolag som äger det egna kapitalet i SPV:t.

¹ <http://www.riksdagen.se/debatt/0001/forslag/Rr11/RR110010.ASP>, 2005-05-30

Innehållsförteckning

| | | |
|-------|---|----|
| 1 | Inledning..... | 6 |
| 1.1 | Bakgrund | 6 |
| 1.2 | Problematisering | 8 |
| 1.3 | Syfte..... | 11 |
| 1.4 | Avgränsningar | 11 |
| 1.5 | Disposition..... | 12 |
| 2 | Metod | 13 |
| 2.1 | Val av metod..... | 13 |
| 2.2 | Val av respondenter | 13 |
| 2.3 | Tillvägagångssätt | 15 |
| 2.4 | Litteratursökning | 15 |
| 2.5 | Metod för datainsamling..... | 16 |
| 2.5.1 | Primärdata | 16 |
| 2.6 | Kvalitetsaspekter | 17 |
| 2.7 | Metoddiskussion..... | 17 |
| 3 | Teoretisk bakgrund..... | 19 |
| 3.1 | Public-Private-Partership (PPP) | 19 |
| 3.1.1 | PPP ur två perspektiv | 20 |
| 3.1.2 | PPP i litteraturen | 24 |
| 4 | Teori | 30 |
| 4.1 | Projektfinansiering..... | 30 |
| 4.1.1 | Skuldsättningsgrad | 33 |
| 4.1.2 | Off-Balance Financing..... | 35 |
| 4.1.3 | Lånekapacitet | 35 |
| 4.1.4 | Löptid..... | 35 |
| 4.1.5 | Struktur | 36 |
| 4.1.6 | Riskkontamination | 37 |
| 4.1.7 | Riskallokering | 37 |
| 4.1.8 | Ägarstyrning | 37 |
| 4.2 | Agentteorin | 38 |
| 4.2.1 | Kontraktstyper..... | 38 |
| 4.2.2 | Konflikter..... | 39 |
| 5 | Empiri..... | 41 |
| 5.1 | Primärdata..... | 41 |
| 5.1.1 | Konkurrens..... | 41 |
| 5.1.2 | Projektets löptid | 42 |
| 5.1.3 | Begränsad handlingsfrihet..... | 43 |
| 5.1.4 | Bankens roll är kontroll | 43 |
| 5.1.5 | Riskfördelning..... | 44 |
| 5.1.6 | Vinstintresse i den privata sektorn | 44 |
| 5.1.7 | Stordriftsfördelar | 45 |
| 5.1.8 | Off-balance financing | 46 |
| 6 | Analys..... | 47 |
| 6.1 | Första steget..... | 47 |
| 6.1.1 | Konkurrens..... | 47 |
| 6.1.2 | Löptiden | 48 |
| 6.1.3 | Begränsad handlingsfrihet..... | 49 |

| | | |
|-------|--|----|
| 6.1.4 | Bankens roll | 49 |
| 6.1.5 | Riskfördelning..... | 50 |
| 6.1.6 | Vinstintresse i den privata sektorn..... | 51 |
| 6.1.7 | Stordriftsfördelar | 51 |
| 6.1.8 | Off-Balance Financing..... | 52 |
| 6.2 | Andra steget..... | 52 |
| 6.2.1 | Konkurrens..... | 52 |
| 6.2.2 | Handlingsutrymme..... | 53 |
| 6.2.3 | Riskallokering | 53 |
| 6.2.4 | Vinstintresse..... | 54 |
| 6.2.5 | Beständighet..... | 55 |
| 6.2.6 | Kapitaltillgång..... | 55 |
| 6.2.7 | Off-Balance Financing..... | 56 |
| 7 | Slutsats | 57 |
| 7.1 | Förslag till vidare forskning | 59 |
| | Källförteckning..... | 61 |
| | Bilaga 1 | 64 |
| | Bilaga 2 | 65 |
| | Bilaga 3 | 66 |

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Infrastruktur har stor betydelse för tillväxten. Såväl drift och underhåll av infrastruktur som nyinvesteringar är av stor vikt för Sveriges utveckling. Trenden går mot att den offentliga sektorn inte kan finansiera byggnation, drift och underhåll med den modell som använts historiskt sett. EU:s konvergenskrav² hämmar ökad upplåning och det höga skattetrycket gör det svårt att finansiera infrastruktur över stadsbudgeten genom höjda skatter.³

Att kunna tidigarelägga investeringar i viktig infrastruktur skulle innebära stora samhällsekonomiska vinster. Både med avseende på tidsbesparingar, trafiksäkerhet och miljöaspekter.⁴

Vägverket har historiskt sett varit dåliga på att hålla tid och budget.⁵ Det beror, enligt Nils Bruzelius, främst på strukturella problem och incitamentsproblem hos Vägverket.⁶ Man saknar gemensamma strategier, riktlinjer och mål. Det är faktorer som anses vara mycket viktiga för en privat organisations framgång. Sedan 1992, då Vägverket konkurrensutsatte underhållet har kostnaderna minskat med 20-30% trots bibehållen kvalitet.⁷

Vid traditionell generalentreprenad genomför en entreprenör ett visst uppdrag och lämnar därefter över till Vägverket som tar ansvar för drift och underhåll. Ersättningen baseras på objektets beskaffenhet vid överlämnandet. Detta innebär att det inte finns några incitament för entreprenören att sträva efter yttersta kvalitet och varaktighet. Emellertid har entreprenören begränsat inflytande över produktionen vid generalentreprenad. Vägverket detaljstyr byggnationens specifikation och förlopp. Detta lämnar lite utrymme för entreprenören att göra innovativa lösningar avseende konstruktion och materialanvändning.⁸

² Ett lands stadsskuld får inte överstiga 60% av landets BNP enligt EUs stabilitetspakt.

³ Ernst & Young, (2000), *PPP – En framtidsmodell för offentlig service*. Industriförbundet, s. 3

⁴ Mattmar, U. (2003), *Vägunderhåll skjuts upp*. DN, 2003-08-05

⁵ COWI, (2003), *Granskning av planeringsunderlaget i Vägverkets...* Näringsdepartementet, s. 4

⁶ Bruzelius, N. (2005), *Intervju*. Lund. 2005-05-19

⁷ Brusk, P. et al (2002), *Dagens upphandling stryper innovationen*. DI, 2002-05-23

⁸ Brusk, P. et al (2002), *Dagens upphandling stryper innovationen*. DI, 2002-05-23

Ovanstående problem som har uppmärksammats först under 2000-talet i Sverige påtalades redan under 1980-talets början i Storbritannien. Detta ledde till utvecklingen av ett koncept kallat Private Finance Initiative, PFI, där privata aktörer medverkar i upphandling och finansiering av projekt i den offentliga sektorns regi.⁹ Fram till dags dato har 600 projekt genomförts. Undersökningar visar att projekten håller högre kvalitet till en förhållandevis lägre kostnad än vid traditionellt upphandlade projekt.

Det brittiska finansdepartementet, HM Treasury, har satt upp ett antal regler för när PFI får användas. Den mest centrala är att lösningen skall ge mer valuta för pengarna än en lösning inom den offentliga sektorn.¹⁰ För att säkerställa detta används Public Sector Comparator, PSC, som är ett verktyg för att beräkna kostnaden för genomförande av projektet i den offentliga sektorns regi. Den uppskattade kostnaden enligt PSC jämförs med de anbud som de privata aktörerna lämnar.¹¹

De positiva erfarenheterna av PFI i Storbritannien har lett till utvecklingen av ett koncept kallat Public Private Partnerships, PPP. Konceptet bygger på, som betydelsen antyder, ett samarbete mellan offentlig och privat sektor. Användningen av PPP har fått enormt genomslag globalt och används idag i alla Europeiska länder utom Sverige och Albanien.¹² Det närmaste PPP man har kommit i Sverige är Arlandabanan och, den nyligen upphandlade, Norrortsleden men de kan, enligt Anders Claeson, inte betraktas som riktigt PPP.¹³

PPP bygger på att de privata aktörerna levererar en helhetslösning med drift och underhåll genom ett projektbolag kallat Special Purpose Vehicle, SPV. Detta sker under en bestämd tid varefter besittningen övergår till staten. Löptiden för ett godtyckligt projekt är 25-30 år. Under löptiden erhåller SPV:et en ersättning från staten som baseras på användningen av objektet samt på objektets beskaffenhet. Ytterligare en förutsättning för PPP är att SPV:et är privat finansierat.¹⁴

Trots positiva erfarenheter i ett flertal länder och en uppsjö internationella utredningar som framhäver fördelarna med PPP har man ännu inte tagit steget fullt ut i Sverige. Många

⁹ Ernst & Young, (2000), *PPP – En framtidsmodell för offentlig service*. Industriförbundet, s. 2

¹⁰ HM Treasury, (2003), *PFI: Meeting the investment challenge*. The Stationary Office, s. 2

¹¹ HM Treasury, (2003), *PFI: Meeting the investment challenge*. The Stationary Office, s. 7

¹² Örn, G. (2004), *Trögt att låna ut till offentlig sektor*. DI, 2004-10-28

¹³ Claeson, A. (2005), *Intervju*. 2005-05-02

¹⁴ HM Treasury, (2003), *PFI: meeting the investment challenge*, The Stationary Office, s. 10

politiker samt direktörer inom den offentliga sektorn hyser tvivel kring huruvida PPP verkligen är bättre ur ett samhällsekonomiskt perspektiv. De menar att inte utländska förhållanden kan appliceras på Sverige. Dessutom finns det ett fundamentalt motstånd mot privat finansiering av offentliga verksamheter i Sverige.

En statlig utredning, genomförd 2000, konstaterar att PPP kan innebära positiva fördelar som inte kan uppnås med traditionell upphandling. Utredningen föreslår att man skall genomföra ett antal referensprojekt för att utvärdera PPP under svenska förhållanden.¹⁵ Westerberg menar att Socialdemokraternas stödpartier, Vänster- och Miljöpartiet, hindrade propositionen att genomföra pilotprojekt. Han menar fortsättningsvis att ett regeringsskifte kan innebära att frågan tas upp igen.¹⁶

1.2 Problematisering

Hur den offentliga sektorn använder sina anslag är en samhällsekonomisk frågeställning. Vid investeringar i infrastruktur har den samhällsekonomiska aspekten två dimensioner. En dimension är den faktiska kostnaden för genomförande av projektet. Den andra dimensionen är huruvida man får valuta för pengarna. Att investeringen kan genomföras till en skälig kostnad och dessutom ge valuta för pengarna ligger i skattebetalarnas intresse.

En undersökning som refereras flitigt är genomförd av LSE och Arthur Andersen 2000. Undersökningen visar att projekt genomförda med PPP ger avsevärt mer valuta för pengarna än projekt genomförda i offentlig regi.¹⁷ Slutsatsen som LSE visar stämmer väl överrens med slutsatsen i en undersökning som genomförts av norska KPMG.¹⁸ Brittiska Association of Chartered Certified Accountants, ACCA, ställer sig mer tveksamma till huruvida PPP resulterar i mer valuta för pengarna än traditionellt genomförda projekt.¹⁹

Frågan är vilka faktorer som kan innebära att PPP levererar mer valuta för pengarna än det traditionella förfarandet. Visserligen har det gjorts flera undersökningar, men flertalet är icke-vetenskapliga och synnerligen partiska. Många undersökningar är genomförda i andra länder

¹⁵ Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*, s. 57

¹⁶ Westerberg, S. (2005), *Telefonintervju*, 2005-04-20

¹⁷ Arthur Andersen and LSE, (2000), *Value for Money Drivers in the Private Finance Initiative*, s. 3

¹⁸ KPMG, (2003), *Kartlegning og utredning av former for offentlig privat samarbeid (OPS)*, s. 4 f

¹⁹ ACCA, (2004), *Evaluating the operation of PFI in roads and hospitals*, s. 68 f

och huruvida de går att applicera på svenska förhållanden är oklart. Det kan finnas stora strukturella skillnader mellan länder som innebär att en jämförelse inte låter sig göras.

Vid utvärdering av investeringen skall man vara medveten om att PPP inte främst syftar till att ge den lägsta möjliga kostnaden utan fokuserar på valuta för pengarna. Bruzelius och Lundberg menar att man måste skapa en standard i Norden för att säkerställa effektiv PPP.²⁰ I en skrivelse från Näringsdepartementet visas grundelementen i en svensk modell för PPP.²¹ Man menar fortsättningsvis att det är viktigt att man kalkylerar en jämförelsekostnad för att säkerställa att staten får valuta för pengarna.²²

De faktorer som resulterar i valuta för pengarna återkommer i undersökningar av PPP. Det är främst faktorer som är specifika för PPP men även befästa skillnader mellan den privata- och den offentliga sektorn. Frågan är om den offentliga sektorn kan dra lärdom av de faktorer som är specifika för PPP eller om upphandlingen måste ske i partnerskap med den privata sektorn för att ge mer valuta för pengarna.

Vad avser privata intressen är en viktig fråga hur de privata aktörerna skall engageras. Två alternativ är genom ägande samt långsiktigt ansvar. I de undersökningar som genomförts framhävs olika ståndpunkter. Teoretiskt sett är den billigaste lösningen att staten finansierar projektet genom upplåning. Staten lånar till den riskfria räntan vilken ingen privat aktör kan konkurrera med. Frågan är om det finns fördelar med privat finansiering som kompenserar den högre räntekostnaden.

En undersökning genomförd av det britiska finansdepartementet visar att privat finansiering är kritisk för att uppnå fördelarna vid PFI och därmed PPP.²³ Jenkinson är av den motsatta uppfattningen. Han är för privat inblandning men inte med avseende på finansiering.²⁴ Sveriges Byggindustrier tror att privat finansiering kan vara positiv men är osäkra på om den är nödvändig för framgångsrik PPP.²⁵

²⁰ Bruzelius, N. (2005), *Intervju*. 2005-05-19, Lundberg, N. (2005), *Intervju*. 2005-05-02

²¹ Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 51 ff

²² Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 57 f

²³ HM Treasury, (2003), *PFI: meeting the investment challenge*, s. 10

²⁴ Jenkinson, T. (2003), *Private finance*. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 19, Iss. 2; s. 323

²⁵ Sveriges byggindustrier, (2004), *Finansiering av infrastruktur*. s. 37

En finansieringsform där upplåningen sker i den privata sektorn är projektfinansiering. Finansieringsformen är den enda som gör det möjligt att finansiera stora, kapitalintensiva investeringar, såsom infrastruktur, i den privata sektorn. Det beror på att projektfinansiering möjliggör hög skuldsättningsgrad vilket innebär att sponsorerna inte behöver binda så mycket kapital. Dessutom belastar inte skuldsättningen sponsorns balansräkning.

Projektfinansiering används generellt sett vid finansiering av stora projekt, minst en miljard kronor, med lång löptid, 25 till 50 år. Finansieringsformen bygger på att projektet drivs av en fristående juridisk enhet varvid riskkontamination förebyggs. Långivarna har ingen regressrätt gentemot projektbolagets ägare. Därför består långgivarnas säkerhet endast av projektbolagets intjäningsmöjligheter och tillgångar.

Den begränsade säkerheten innebär att långgivare ställer höga krav på förutsägbarhet och stabilitet. Med detta som bakgrund kan projektfinansiering lämpa sig väl för investeringar i infrastruktur. Speciellt då staten erlägger betalningen, som i Sverige. Projektfinansiering innebär förhållandevis höga räntekostnader samt transaktionskostnader i jämförelse med anslagsfinansiering. Frågan är om det finns fördelar med projektfinansiering som kompenserar de högre kostnaderna.

Enligt Esty har det genomförts relativt lite forskning om projektfinansiering. Han menar intresset varit litet eftersom finansieringsformens popularitet växte först under mitten av 1990-talet. Ytterligare en anledning är att data från projektbolagen är svårtillgänglig varför kvantitativa studier inte låter sig göras.²⁶

Vid PPP används per definition projektfinansiering. Frågan är hur väl finansieringsformen lämpar sig för PPP. I de tidigare undersökningar som genomförts har inte betydelsen av projektfinansiering för PPP analyserats. Detta ämnar vi göra genom att bryta ned PPP i två delar, en finansieringsdel och en upphandlingsdel. Frågan är om man kan uppnå viktiga fördelar genom projektfinansieringsformen vid PPP som inte kan åstadkommas med annan finansiering.

²⁶ Cullen, A. (2004), *The Big Money for Big Projects*, HBSWK 2004-06-14

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka vilken betydelse projektfinansieringsformen har för PPP. Detta uppnås genom tre delmål:

- Undersöka vad som karakteriserar PPP.
- Undersöka vad som karakteriserar projektfinansiering.
- Analysera betydelsen av projektfinansiering för PPP.

1.4 Avgränsningar

Uppsatsen avgränsar sig till att undersöka finansieringsaspekten av PPP ur ett upphandlingsperspektiv. Undersökningen utgår från att projektfinansiering är den aktuella formen av privat finansiering enligt resonemanget i problematiseringen (se kap 1.2). Därför fokuserar uppsatsen på just projektfinansiering.

Undersökningen är genomförd ur ett svenskt perspektiv. De aktörer som intervjuas är svenska men har internationell erfarenhet. Det innebär att internationella erfarenheter av projektfinansiering och PPP diskuteras. Dock är utgångspunkten att undersöka projektfinansiering och PPP på den svenska marknaden.

Fortsättningsvis avser undersökningen investeringar i infrastruktur. Emellertid gäller att aktörerna har erfarenhet av projektfinansiering samt PPP ur ett mycket brett perspektiv. De erfarenheter från andra verksamheter som presenteras är inte specifika för verksamheten utan går att applicera på infrastruktur.

Vad avser betalningen av infrastruktur fokuserar undersökningen på staten som betalare genom koncession, alltså inte vägavgifter. Detta är den enda aktuella form som diskuteras idag. Främst eftersom marknaden bedöms vara liten i nordiska länder varför inte privata aktörer är beredda att bära marknadsrisken.

1.5 Disposition

Andra kapitlet beskriver den metod som används för att genomföra undersökningen. Dessutom beskrivs hur studien genomfördes och på vilka grunder intervjuobjekten valdes. Kapitlet avslutas med en redogörelse för vilken litteratur som använts i uppsatsen.

Tredje kapitlet ger en teoretisk bakgrund för att läsaren skall få förståelse för PPP och projektfinansiering. Bakgrunden beskriver övergripande vad som karakteriserar PPP och projektfinansiering. Detta är nödvändigt för att läsaren skall kunna ta till sig teorin.

Fjärde kapitlet presenterar de teorier som används i analysen. Kapitlet syftar till att ge läsaren den information som krävs för att kunna sätta sig in i analysen. Inledningsvis behandlas projektfinansiering och aspekterna av den. Sedan behandlas agentteorin utifrån ett projektfinansieringsperspektiv.

Femte kapitlet redogör för den empiri som studien resulterade i. Redogörelsen sammanfattar respondenternas svar.

Sjätte kapitlet åskådliggör den analys av empirin som syftar till att besvara projektfinansieringens betydelse för PPP. Analysen testar de data som framkommit av empirin mot teori om projektfinansiering och om projektfinansieringen verkligen löser de frågor som empirin menar att den gör. Analysen genomförs i två steg.

Sjunde kapitlet redovisar de slutsatser som analysen resulterat i. Inledningsvis beskrivs kortfattat slutsatserna. Därefter positioneras dessa gentemot tidigare forskning. Kapitlet avslutas med förslag till framtida forskning.

2 Metod

Kapitlet beskriver den metod som används för att genomföra undersökningen. Dessutom beskrivs hur studien genomfördes och på vilka grunder intervjuobjekten valdes. Kapitlet avslutas med en redogörelse för vilken litteratur som använts i uppsatsen.

2.1 Val av metod

Studien genomförs med kvalitativ metod. En kvantitativ studie är inte möjlig eftersom det inte finns ett tillräckligt stort underlag. Ytterst få presenterar kvantitativa data från de projekt som de genomfört. Emellertid bedöms det kvalitativa underlaget vara mycket bra då det finns tillräckligt många intervjuobjekt med gedigen erfarenhet av PPP. De stora svenska bankerna och byggbolagen har erfarenhet från PPP som genomförts utomlands.

2.2 Val av respondenter

Den empiriska studien syftar till att utreda vikten av projektfinansiering för PPP. Därför är det önskvärt att intervjuobjekten har kunskap om både PPP och projektfinansiering. Med detta som bakgrund valdes följande intervjuobjekt:

Byggentreprenadmarknaden domineras av tre stora företag (Skanska, NCC, PEAB), som är både nationellt och internationellt verksamma. Vi valde att genomföra två intervjuer med de två största väg- och anläggningsaktörerna på marknaden, Skanska och NCC. Representanter från PEAB hade inte möjlighet att delta i undersökningen. Skanska och NCC har ca 25 procent av marknaden vardera. Dessa är även de två största asfaltleverantörerna.

Skanska är ett av Europas ledande bygg- och fastighetsbolag. I Sverige är Skanska det största byggföretaget och en av landets största privata fastighetsägare. Skanska har ett helägt dotterbolag, Skanska BOT²⁷, som specialiserar sig just på utveckling och investeringar i privat infrastruktur.²⁸ Skanska har varit delaktiga i en mängd PPP:s, framförallt i Storbritannien. Vår

²⁷ BOT – Build, Operate, Transfer – avser upplägget vid en investering i infrastruktur.

²⁸ Skanska BOT – <http://www.bot.skanska.com/> 2005-04-15

intervju genomfördes med Nils Lundberg, Vice President på Structured Finance, Skanska Financial Services AB.²⁹

NCC är ett av Sveriges ledande bygg- och fastighetsbolag. I Sverige är NCC indelat i verksamhetsområdena Roads, Construction och Property. NCC Roads producerar sex miljoner ton asfalt och cirka 25 miljoner ton sten- och krossmaterial per år. Detta gör dem till Nordens största aktör inom denna gren. NCC har, precis som Skanska, erfarenhet av PPP på den internationella marknaden. Vår intervju genomfördes med Anders Claeson, Vice President, Head Structured Finance, NCC AB.³⁰

I Sverige finns det främst tre banker som är verksamma med projektfinansiering. Dessa är Nordea, SEB och Handelsbanken. Vi valde att utföra en intervju med respektive bank. Dessutom hade vi telefonkontakt med flera anställda på bankerna under arbetets gång.

Handelsbanken bedriver huvuddelen av sin verksamhet från Sverige. Handelsbanken är en av Nordens mest framgångsrika banker och ingen annan nordisk bank har högre rating. Handelsbanken har deltagit i projektfinansieringar över hela världen. Vår intervju genomfördes med Elisabeth Croon, Export and Project Finance, Handelsbanken AB.³¹

SEB är en nordeuropeisk finansiell koncern med Norden, Tyskland, Baltikum, Polen och Ukraina som hemmamarknader. SEB har agerat huvudbank vid ett antal projektfinansieringar inom PPP:s i Storbritannien. Vår intervju genomfördes med Lars-Åke Svensk, Export & Project Finance, SEB Merchant Banking.³²

Nordea är den ledande finanskoncernen i Norden och Östersjöregionen. Nordea har specialistkompetens inom projektfinansiering på flera olika områden. Dessutom har Nordea varit huvudbank vid projektfinansiering av PPP:s i Finland och i Norge. Vår intervju genomfördes med Niclas Lemne, Export and Project Finance, Nordea Bank AB.³³

²⁹ <http://www.skanska.se>, 2005-04-23

³⁰ <http://www.ncc.se>, 2005-04-23

³¹ <http://www.handelsbanken.se>, 2005-04-23

³² <http://www.seb.se>, 2005-04-23

³³ <http://www.nordea.com/sitemod/default/index.aspx?pid=50072>, 2005-04-23

2.3 Tillvägagångssätt

Inledningsvis studerades projektfinansiering och dess bakomliggande teori. Utifrån det som framkom bedömdes investeringar i infrastruktur vara lämpliga att studera. Eftersom den offentliga sektorn normalt sett bär ansvaret för infrastruktur innebar detta en studie med utgångspunkt i PPP.

Följaktligen genomfördes en litteraturstudie av PPP. Vid studien framkom successivt problematiken och ett antal frågor uppstod. För att svara på frågorna genomfördes ett antal intervjuer.

Efter intervjuerna kompletterades datainsamlingen med ytterligare teoriinhämtning. Det arbetssätt som startat i teorin för att sedan övergå till empiri och avslutas i teorin kan ses som en kombination av deduktiv och induktiv ansats. Denna kombination får stöd av Bryman, som menar att deduktion nästan alltid visar drag av induktion och vice versa.³⁴

2.4 Litteratursökning

Som ovan beskrivits inleddes arbetet med att finna teoretiska aspekter av vårt intresseområde. Detta arbete mynnade ut i den teori som används i vår analys. Teorin består främst av litteratur om projektfinansiering och PPP. Detta eftersom de flesta aspekterna av PPP och projektfinansiering redan har analyserats.

Den litteratur som uppsatsen bygger på har inhämtats från bibliotek, databassökning samt Internet. Främst användes databaserna Lovisa, Libris och ELIN. För att få ett så brett litteraturunderlag som möjligt har bibliotekslån gjorts genom lån på kursbibliotek men även genom fjärrlån. Detta har resulterat i att bredden på litteratur blivit mycket stor.

Via databaser och Internet har publicerade artiklar, samt ett stort antal working papers inhämtats. Detta för att få del av den senaste forskningen inom det teoriområde som uppsatsen behandlar. Vi har eftersträvt att i så hög utsträckning som möjligt använda akademiska studier för att få en så neutral bild av ämnet som möjligt. Då ämnet är mycket aktuellt fanns en strävan att i hög grad använda nyutgiven litteratur.

³⁴ Bryman, A. (2002), *Samhällsvetenskapliga metoder*, s. 22

2.5 Metod för datainsamling

2.5.1 Primärdata

Ett antal intervjuer genomfördes för att få de professionellas syn på finansieringen av PPP. Personer från de tre svenska banker samt de två byggbolag som har erfarenhet av PPP valdes enligt ovan (se kap 2.2). Urvalet kan ses som ett strategiskt urval enligt Trost då dessa personer valts ut på grundval av att vår bedömning varit att de kan tillföra viktig information.³⁵

Intervjuguiden utarbetades från den teori om projektfinansiering som inhämtats i ett tidigare skede i uppsatsen. Frågorna var öppna diskussionsfrågor då vi ansåg att det skulle ge mest information. Frågorna skickades till respondenterna i ett par dagar i förväg. På detta sätt fick de en möjlighet att förbereda svaren. Emellertid medför det en risk att respondenterna förbereder svar för att försköna sin ståndpunkt.

Fem intervjuer genomfördes. Samtliga intervjuer genomfördes i Stockholm på respektive respondents arbetsplats. Intervjun var semi-strukturerad till sin karaktär vilket gav svar på de frågor vi önskade men även gav respondenten möjlighet att belysa områden vi inte behandlat och som de ansåg vara av vikt.³⁶ Intervjuernas längd varierade mellan 1-2 timmar. Vi följde intervjuguiden men då vi var två personer gavs det möjlighet att ställa sonderingsfrågor utan att tappa den röda tråden i intervjun.

Båda intervjuerna tog anteckningar under intervjuns gång, Anteckningarna sammanställdes direkt efter intervjuernas genomförande. Efter sammanställningen analyserades materialet och strukturerades efter de punkter som identifierats som kritiska för finansieringsdelen i PPP vid litteraturstudien.

³⁵ Trost, J. (1997), *Kvalitativa Intervjuer*, s. 23

³⁶ Bryman A (2002), *Samhällsvetenskapliga metoder*, s. 127

2.6 Kvalitetsaspekter

När det gäller kvalitetskriterier för verbalt material är validitet och reliabilitet inte optimala att använda sig av utan Bryman förespråkar istället begreppen trovärdighet och äkthet.³⁷ Vi kommer nedan att diskutera de aspekter av dessa begrepp som vi anser vara av betydelse för uppsatsens kvalitet.

För att göra uppsatsens empiriska material trovärdigt lät vi respondenterna förbereda sig genom att de fick intervjufrågorna i förtid samt att vi vid behov skickade kompletterande frågor via mail. För att läsaren skall kunna bilda sig en uppfattning av vårt empiriska materials pålitlighet har vi valt att beskriva vårt arbetssätt relativt utförligt.

Vi bedömer att gruppen respondenter som intervjuades var tillräckligt stor eftersom svaren hade mycket hög grad av överensstämmelse.

Uppsatsen distribueras i efterhand till de personer som blivit intervjuade vilket ger dem en möjlighet att kontrollera studien och förhoppningsvis erhålla nya synvinklar på ämnet. Detta kan ses som ett led i Brymans äkthetsaspekt.³⁸

2.7 Metoddiskussion

Då den största delen av det material och personer vi kommit i kontakt med har en positiv bild av PPP fanns det en risk för att vi färgats av detta. Vi har därför försökt hålla ett kritiskt förhållningssätt till det vi läst för att väga upp detta. Vi har sökt efter litteratur från ett brett urval av källor för att hitta även kritiska undersökningar av PPP. Detta anser vi har motverkat att vi fått en skev bild av de positiva delarna.

Bredden avseende källor innebär att undersökningar från såväl offentlig som privat sektor har studerats. Däribland undersökningar som har positiv respektive negativ syn på PPP. Undersökningen visar övervägande andel positiva aspekter av PPP. Därför finns det en risk att uppsatsen upplevs vara ensidig och nyanserad. Därför är det viktigt att påpeka att även de undersökningar som är kritiska till PPP framhäver många fördelar.

³⁷ Bryman A (2002), Samhällsvetenskapliga metoder, s. 258

³⁸ Bryman A (2002), Samhällsvetenskapliga metoder, s. 258

Utan att dra någon slutsats om vikten av för- respektive nackdelar kan vi konstatera att antalet fördelar är relativt stort. Uppsatsen syfte är att analysera betydelsen av projektfinansiering för PPP. Även om antalet fördelar är övervägande kan nackdelarna vara så grava att slutsatsen ställer sig negativ till PPP.

Vi har också varit medvetna om den risk som finns då man som forskare använder sig av analys av sekundär data. Denna analys blir alltid färgad i flera led av forskarna. Vi tror dock att då vi varit medvetna om problemet har vi också kunnat motverka att detta skall ha påverkat vår studie negativt.

Vi inte haft möjlighet att genomföra en kvantitativ studie för att på ett statistisk och matematisk väg kunna påvisa om finansieringen har en betydelse för det totala ekonomiska utfallet av PPP. Detta hade dock kunnat vara givande för en mer övergripande bild av fenomenet. Dock anser vi att den använda metoden har bidragit till att ge en bättre stöd för de argument för- och emot privat finansiering som finns idag.

3 Teoretisk bakgrund

Kapitlet ger en teoretisk bakgrund för att läsaren skall få förståelse för PPP och projektfinansiering. Bakgrunden beskriver övergripande vad som karakteriserar PPP och projektfinansiering. Detta är nödvändigt för att läsaren skall kunna ta till sig teorin.

3.1 Public-Private-Partership (PPP)

Public Private Partnership (PPP) har kommit att bli en allt vanligare företeelse. Konceptet bygger på att den offentliga sektorn tar hjälp av den privata sektorn för investeringar och byggnation. Användningen av PPP tog fart under mitten på 1990-talet i Storbritannien. Sedan dess har användningen av PPP vuxit utanför Storbritannien. Modellen för upphandling och finansiering används idag över stora delar av Europa och övriga världen.

För att kvalificera sig som ett PPP skall:³⁹

- projektet avse en offentlig funktion
- offentlig sektor vara huvudsaklig köpare
- projektet vara finansierat med icke-offentliga medel
- projektet engagera ett privat företag som huvudsaklig operatör som skall tillhandahålla:
 1. betydande delar av design och idéer
 2. bära en relevant del av risken

Nedan beskrivs de olika delarna av PPP med utgångspunkt i ovanstående definition:

Storbritannien har under den tid man använt sig av PPP/PFI upphandlat en rad offentliga funktioner. Fram till 2003 handlar det om mer än 600 offentliga anläggningar såsom sjukhus, fängelser, skolor och vägar.⁴⁰ Utanför Storbritannien har en övervägande del av PPP-projekten skett inom infrastruktur.⁴¹

³⁹ European Commission (2003), *Public finances in EMU*, s. 273

⁴⁰ HM TREASURY (2003) *PFI: MEETING THE INVESTMENT CHALLENGE*, s. 20

⁴¹ Dealogic Projectware refererat i Reiss, A (2003), *PPP model applicable across sectors?*, EIB

Enligt definitionen skall offentlig sektor vara huvudsaklig köpare av tjänsten. Detta gör att investeringar i anläggningar som till viss del brukas av staten inte är att betrakta som PPP. Staten är initiativtagare och väljer upphandlingsformen när det anses motiverat. För att utvärdera om projektet lämpar sig för denna investeringsmodell används PSC i många länder.

Investeringen skall vara finansierad via icke-offentliga källor. Vanliga källor för kapital är banker, fonder samt privata finansiärer. Den vanligaste finansieringsformen kallas projektfinansiering där projektet läggs i ett fristående projektbolag finansierat av equity-hållare, sk sponsorer, tillsammans med en låne- eller obligationsfinansiering. En mer utförlig beskrivning av finansieringsformen följer i nästa kapitel (se kap 4.1).

Ett privat företag skall vara huvudsaklig operatör vilket ofta löses genom finansieringsformen projektfinansiering. Projektbolaget ägs ofta av ett antal olika intressenter såsom byggbolag och driftsbolag tillsammans med exempelvis en eller flera externa finansiärer. Enligt definitionen skall privat sektor vara delaktig i design och riskhantering. Att den privata sektorn har en central roll när det gäller utformning och drift av projektet är en viktig del i PPP. Den privata sektorns inblandning syftar till att genom ekonomiska incitament skapa vinster avseende effektivitet och innovation.

3.1.1 PPP ur två perspektiv

Ur ett offentligt perspektiv kan PPP betraktas som såväl en finansieringsform som en upphandlingsform. Uppsatsen behandlar PPP ur ett upphandlingsperspektiv med fokus på vad privat finansiering har för betydelse för PPP. För att läsaren skall få en inblick i PPP kommer dock en övergripande beskrivning av de olika synsätten redogöras för nedan.

3.1.1.1 Finansieringsperspektivet

Ur ett statsfinansiellt perspektiv kan PPP ses som ett sätt att föra över infrastruktursinvesteringar på den privata sektorn. I en utredning som genomfördes 2000 på uppdrag av regeringen utreddes det finansiella perspektivet av PPP.⁴²

⁴² Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 44

Vid traditionell anslagsfinansiering av infrastruktur får staten först en byggkostnad och därefter en underhållskostnad under den tid infrastrukturen används (diagram 3.1). Enligt det traditionella sättet att finansiera vägar måste staten i budget eller genom upplåning, skapa ett ekonomiskt utrymme för att bygga infrastruktur.

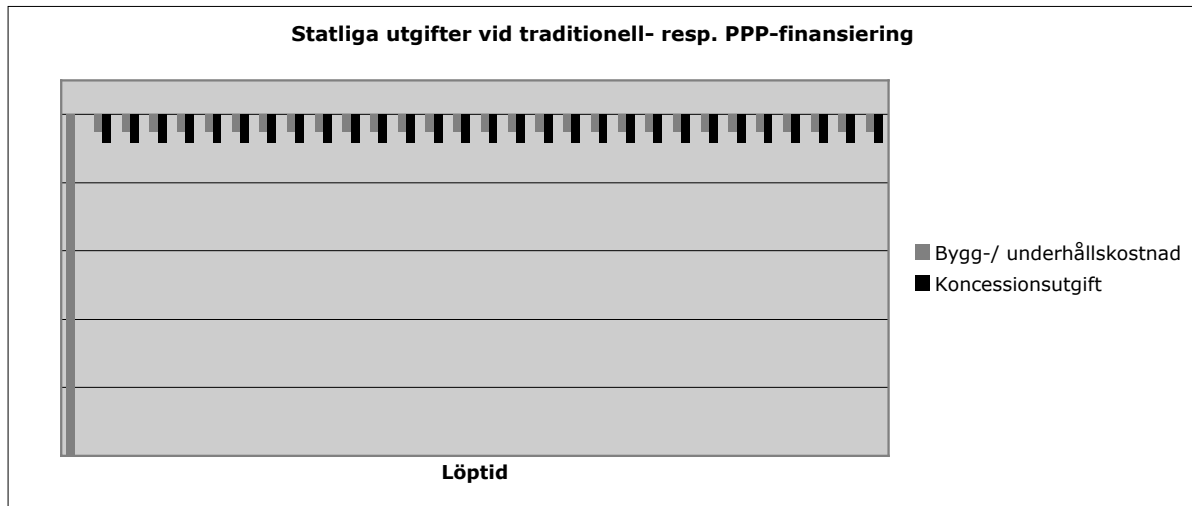


Diagram 3.1

Vid PPP får en privat aktör i uppdrag att bygga infrastruktur och underhålla denna under exempelvis en 30-års period. Staten erlägger en årlig koncession, som ligger på ungefär samma nivå över hela projektiden (diagram 3.1). Upplägget får till följd att staten inte längre har något behov av att skapa utrymme för stora investeringar i budget eller genom upplåning. Detta medför att budget- eller låneutrymme frigörs till förmån för andra investeringar då finansieringen sker hos den privata sektorn istället. Ur ett finansieringsperspektiv är det centrala att infrastruktursfinansieringen sker med privata medel istället för med offentliga medel.

3.1.1.2 Upphandlingsperspektivet

Vid PPP upphandlas en funktion istället för, som vid traditionell upphandling, ett utförande. Vid en funktionsupphandling har entreprenören ansvar för att leverera en färdig lösning, över en bestämd tid, till ett fast pris.⁴³ Vid en utförandeupphandling skall entreprenören bygga ett antal kvadratmeter väg enligt de handlingar som erhållits från uppdragsgivaren.

För entreprenören får upphandlingsformen ett antal konsekvenser. Han får en hög initial kostnad följt av årliga kostnader för underhåll. Detta skall matchas mot ett ingående betalningsflöde bestående i årliga koncessioner. Byggbolagets betalningsflöden illustreras i diagram 3.2 nedan.

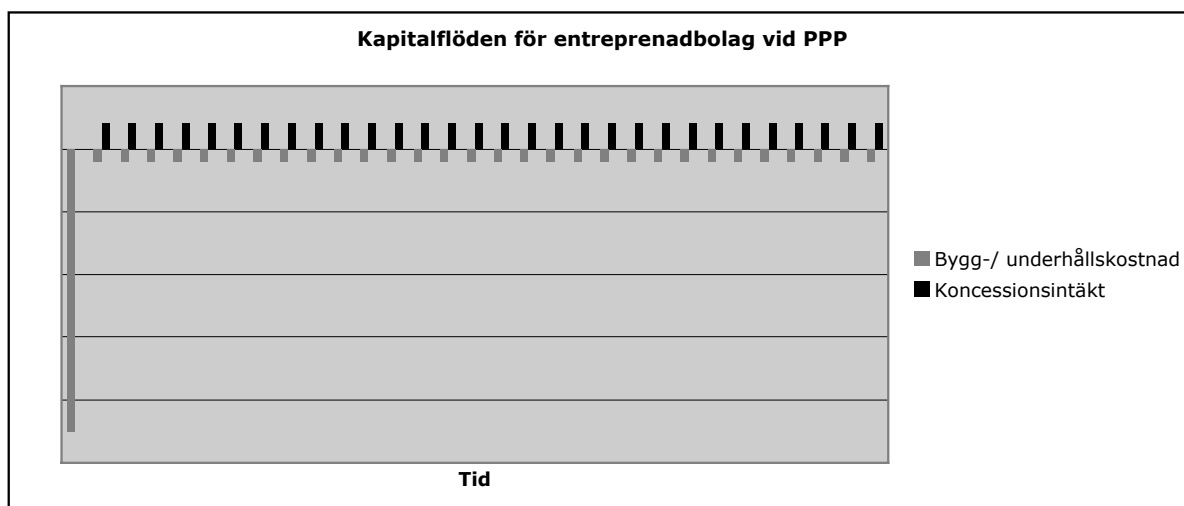


Diagram 3.2

Upplägget får till följd att byggbolaget måste ordna med en finansiering för att hantera de höga initiala kostnaderna.⁴⁴ Finansieringen löses genom projektfinansiering vilken möjliggör en hög skuldsättning vilket blir nödvändigt för att hantera de stora beloppen.

⁴³ Upplägget kan jämföras med en vanlig hyresfastighet. Istället för att hyresgästen investerar i att bygga egna lokaler hyr kunden sina lokaler av en fastighetsägare. Fastighetsägaren ansvarar för att bygga fastigheten och för att förvalta och underhålla den. Fastighetsägaren har sannolikt större kunskap i hur ett hus byggs och förvaltas. Genom att fastighetsägaren har ansvar för underhållet har han ett incitament till att bygga ett hus som är så billigt som möjligt att underhålla på lång sikt. Hade hyresgästen istället valt att gå till en byggare för att bygga huset efter en ritning utförd av husköparen så genomför byggbolaget en beräkning på vad materialet kostar och hur lång tid det tar att bygga huset. Han har inget incitament till att komma med egna förslag då han inte har betalt för detta och då det kan komma att innebära att husköparen ber en annan byggare att lämna ett pris på byggnationen varpå byggaren istället hjälper en annan byggare att göra en billig lösning utan att själv erhålla någon ersättning för det.

⁴⁴ Bruzelius, N (1999), *Nya metoder för finansiering av vägar*, s. 32

Som ovan illustrerats ovan blir finansieringen i detta perspektiv endast en konsekvens av upphandlingsformen. Fokus ligger istället på de incitament det kan medföra för en privat aktör att leverera en helhetslösning som innebär ett långsiktigt åtagande.

3.1.1.2.1 Funktionsentreprenad -ett svenskt alternativ

Ett alternativ till att genomföra en funktionsupphandling med privat finansiering är att ersättningen till entreprenören matchas mot dennes utgifter (diagram 3.3). Med denna lösning har entreprenören inte längre något behov av att arrangera en egen finansiering. Funktionsentreprenaden tar helt sikte på att leverera en funktion och det finns inga statsfinansiella vinster med entreprenadformen annat än att den förväntas leverera en infrastruktur till en bättre kvalitet och/eller till en lägre kostnad.

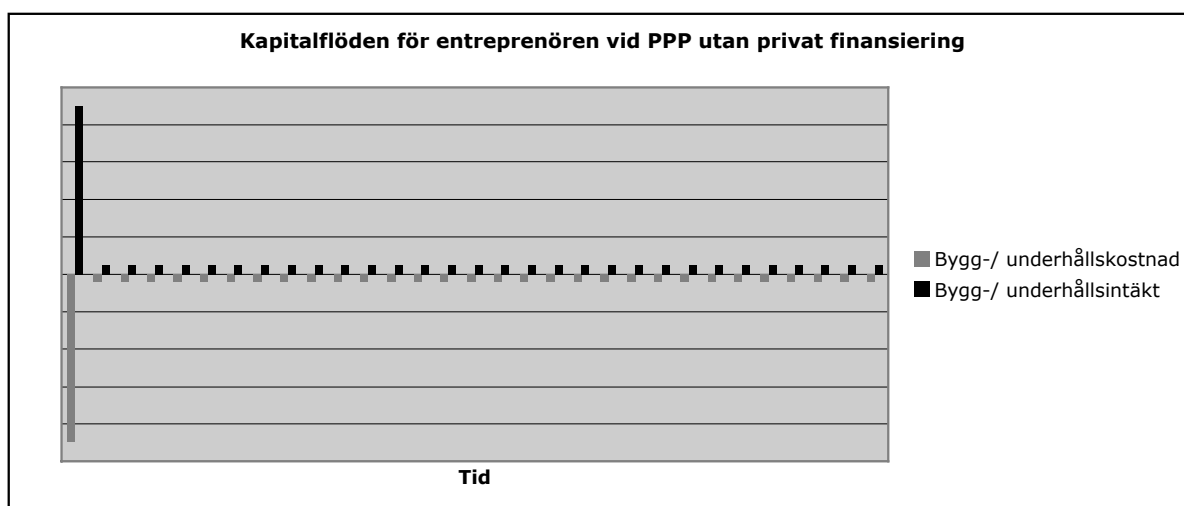


Diagram 3,3

Denna form av entreprenad kallas funktionsentreprenad och har i Sverige genomförts i ett antal vägprojekt. Det senaste projektet som upphandlats, Norrortsleden i Stockholm, är också det största som upphandlats hittills. I dokument utgivna av vägverket framgår att man betraktar detta som en svensk variant till PPP. Vägverket menar att detta är ett sätt att komma undan de nackdelar man menar att finansieringen för med sig men de fördelar som det långsiktiga ansvarstagandet för med sig.⁴⁵ Uppsatsen kommer att utreda om den privata finansieringen som finns vid PPP kan skapa mervärden som inte är möjliga att uppnå endast med en funktionsentreprenad.

⁴⁵ Vägverket, internt material, se bilaga 1

3.1.2 PPP i litteraturen

Det finns ett antal undersökningar som undersöker huruvida PPP ger ett mervärde vid infrastruktursinvesteringar.⁴⁶ Rapporterna är genomförda av intresseorganisationer, konsultbyråer samt statliga myndigheter. En av de rapporter som är flitigast refererad är Arthur Andersens rapport från 2000.⁴⁷ I rapporten undersöks ett antal projekt som är genomförda i Storbritannien under åren 1995 – 2000. Rapporten tar utgångspunkt från PSC och konstaterar att projekt genomförda med PPP i genomsnitt genomförs 17 % billigare än vid traditionell finansiering.

ACCA har en något mer kritisk syn i sin undersökning från 2004 och menar att även om det finns saker som pekar på att PPP medför ett mervärde finns problem som inte belyses på ett tillfredställande sätt i tidigare studier.⁴⁸ Nedan följer en sammanställning av de utredningar och rapporter som nämnts ovan. Rapporterna behandlar de områden som är viktiga för att PPP skall erbjuda ett mervärde jämfört med traditionell upphandling.

3.1.2.1 Livscykelperspektiv

Vid PPP upphandlas en funktion istället för ett utförande. Detta innebär att en rad risker och problemlösning flyttas från offentlig sektor till privat sektor. Genom en funktionsupphandling får privat sektor ett ökat ansvar. Med ansvaret följer incitament att konstruera och bygga på det sätt som är det långsiktigt mest kostnadseffektiva.⁴⁹ Den privata sektorn får med funktionsupphandlingen ett livscykelperspektiv på projektet. Detta innebär att koncessionstagaren har ett helhetsansvar som inte finns vid traditionell upphandling.⁵⁰

⁴⁶ HM Treasury, (2003), *PFI: meeting the investment challenge*, The Stationary Office, Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*, HM Treasury, (2003), *The Green Book*, Bruzelius, N (1999), *Nya metoder för finansiering av vägar*, KPMG, (2003), *Kartläggning og utredning av former for offentlig privat samarbeid (OPS)*, Sveriges byggindustrier, (2004), *Finansiering av infrastruktur*, Ernst & Young, (2000), *PPP – En framtidsmodell för offentlig service*. Industriförbundet, ACCA, (2004), *Evaluating the operation of PFI in roads and hospitals*, Arthur Andersen and LSE, (2000), *Value for Money Drivers in the Private Finance Initiative*, Svenska Naturskyddsföreningen (2001), *Remissyttrande angående Alternativ finansiering genom partnerskap*,

⁴⁷ Arthur Andersen and LSE, (2000), *Value for Money Drivers in the Private Finance Initiative*

⁴⁸ ACCA, (2004), *Evaluating the operation of PFI in roads and hospitals*, s. 68

⁴⁹ Arthur Andersen and LSE, (2000), *Value for Money Drivers in the Private Finance Initiative*, s. 18f, Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 44f,

⁵⁰ KPMG, (2003), *Kartläggning og utredning av former for offentlig privat samarbeid (OPS)*, s. 18

Koncessionstagaren tar ansvar för projektet över en hel livscykel vilket gör att han från början måste se långsiktigt och skapa långsiktigt goda lösningar.⁵¹ Det finns tydliga incitament till att genomföra den långsiktigt bästa konstruktionen och att utveckla produkten man levererar för att minimera underhållskostnader.⁵²

Då budgivaren inte har någon möjlighet att omförhandla priset i efterhand har han klara incitament att redan i anbudsstadiet genomföra en noggrann undersökning i syfte att hitta innovativa lösningar. Det beror på att han levererar en funktion och inte ett utförande. Om han inte gör detta finns det risk att budet inte blir konkurrenskraftigt nog.⁵³ Incitamentet till att färdigställa projektet inom givna tidsramar blir också större då ersättningen som regel börjar utgå när vägen tas i bruk.⁵⁴

3.1.2.2 Ökade innovationsmöjligheter

Projektbolagets frihet att konstruera och driva anläggningen på ett sätt som denne finner lämpligt ökar möjligheten att genom innovativa lösningar påverka projektets ekonomi. Projektbolaget har därmed ett tydligt incitament att genom innovationer minska kostnader för att öka projektets avkastning. Denna typ av innovationsincitament finns inte vid traditionell upphandling då entreprenören har att följa de anvisningar som uppdragsgivaren anvisar.⁵⁵

3.1.2.3 Ersättningar kopplad till funktion

I PPP kopplas ersättningen till den funktion som projektbolaget förväntas tillhandahålla. Ersättningen kan exempelvis vara knuten till framkomlighet, olycksstatistik och tillgänglighet.⁵⁶ Genom starka incitamentsstrukturer menar Ernst & Young att man maximerar utförd service per kostnadsenhet.⁵⁷ Man menar även att projektbolaget blir mer benäget att leverera enligt avtal. Det beror på att koncessionen är knuten till avtalet. Därför riskerar projektbolaget att förlora koncessionen om det inte uppfyller avtalets villkor.⁵⁸

⁵¹ Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*, s. 17

⁵² Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 44 f

⁵³ Dewatripont M och Legros P, (2005) *Public-Private-Partnerships: Contract Design and Risk Transfer* s. 28

⁵⁴ Ernst & Young, (2000), *PPP – En framtidsmodell för offentlig service*. Industriförbundet, s. 15

⁵⁵ Arthur Andersen and LSE, (2000), *Value for Money Drivers in the Private Finance Initiative*, s. 18 f

⁵⁶ HM Treasury, (200X), *The Green Book*, s. 44

⁵⁷ Ernst & Young, (2000), *PPP – En framtidsmodell för offentlig service*. Industriförbundet, s. 10

⁵⁸ Ernst & Young, (2000), *PPP – En framtidsmodell för offentlig service*. Industriförbundet, s. 13

3.1.2.4 Projektledning

Den privata sektorn har större möjlighet att genom olika incitament locka kunnig projektledning. Detta är ett av de områden som Artur Andersen identifierat som en viktig orsak till att privat sektor kan leverera en kostnadseffektiv lösning.⁵⁹ Yescombe menar dessutom att den offentliga sektorn har en tendens till att överarbeta projekt vilket medför en högre kostnad.⁶⁰ Norska KPMG:s studie pekar på den privata sektorns klarare ansvarsfördelning med målstyrning som en viktig del till framgångsrik PPP.⁶¹

3.1.2.5 Riskallokering

Vid PPP genomförs en noggrann utredning av vilka risker som finns varefter parterna förhandlar om vem som skall hantera respektive risk. Det innebär att riskfördelningen vid PPP skiljer sig från riskfördelningen vid offentlig upphandling. Den som är bäst på att bedöma risken får också hantera den.⁶² Det innebär att ett byggbolag skall ta konsekvenserna av ett dåligt bygge då bolaget har kontrollen över denna faktor. Driftskostnadsrisken kan på samma sätt minskas genom att entreprenören åtar sig att sköta driften till en på förhand överenskommen driftskostnad.

Enligt en undersökning utförd av Arthur Andersen svarar risköverföring för cirka 60 procent av den totala kostnadsbesparing på 17 procent som man menar att PPP medför.⁶³ Jenkinson menar att det bästa argumenten för att använda sig av privat finansiering är att privat sektor kan vara bättre på att utvärdera risker än offentlig sektor och att privat finansiering därför resulterar i en bättre investeringsbedömning.⁶⁴

3.1.2.6 Resursallokering

Genom privat finansiering blir kravet på offentliga medel i direkt anslutning till byggnationen lägre då staten endast betalar en koncession⁶⁵ Investeringen kan dessutom genomföras i sin helhet på en gång vilket medför att stordriftsfördelar kan nyttjas. Genom att finansieringen

⁵⁹ Arthur Andersen and LSE, (2000), *Value for Money Drivers in the Private Finance Initiative*, s. 6

⁶⁰ Yescombe, E.R, (2002), *Principles of Project Finance*, s. 17

⁶¹ KPMG, (2003), *Kartläggning og utredning av former for offentlig privat samarbeid (OPS)*, s. 18

⁶² Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 44

⁶³ Arthur Andersen and LSE, (2000), *Value for Money Drivers in the Private Finance Initiative*, s. X

⁶⁴ Jenkinson, T (2003), *Private finance*. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 19, Iss. 2; s. 333

⁶⁵ Ernst & Young, (2000), *PPP – En framtidsmodell för offentlig service*. Industriförbundet, s. 15

överförs på privat sektor frigörs dessutom kapital som staten kan använda till att investera i annan verksamhet.⁶⁶

Eftersom staten binder upp sig med utgifter under en längre tid kan detta givetvis vara att betrakta som en finansiering utanför den egna balansräkningen men i praktiken en bindning av kapitalflöden i en lång tid framgent.⁶⁷ I en remiss från SNF vänder man sig mot att använda PPP som ett sätt att skapa budgetutrymme då man menar att det medför en del negativa konsekvenser. Exempelvis att man i förväg binder upp framtida budgetutrymme för framtida generationer⁶⁸

3.1.2.7 Förutsägbarhet

Ett antal argument har framförts där en ökad förutsägbarhet av kostnader läggs fram som ett motiv för införandet av PPP.⁶⁹ Ernst & Young menar att en viktig faktor är att den privata sektorn tar den ekonomiska risken vid PPP. Det beror på att projektbolagets ersättning baseras på den funktion som bolaget tillhandahåller oberoende av vilken kostnad bolaget har för byggnationen.⁷⁰

Att projektbudgeten inte håller är ett relativt vanligt problem som också belysts i ett antal rapporter från Vägverket.⁷¹ Vid PPP-upphandling har de inblandade höga initiala kostnader för konsulter, jurister mm. Detta framhålls ofta som en negativ aspekt men det finns även positiva aspekter. Ernst & Young menar att den offentliga sektorn får ett bra beslutsunderlag på grund av den goda genomlysningen i upphandlingsskedet.⁷²

3.1.2.8 Offentlig upplåning

En annan nackdel som vanligen framhålls är att finansieringen av projektet omöjlig kan bli billigare än den finansiering som staten själv kan arrangera.⁷³ Staten lånar pengar till den

⁶⁶ Yescombe, E.R, (2002), Principles of Project Finance, s. 18 samt Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 44

⁶⁷ Yescombe, E.R, (2002), Principles of Project Finance, s. 18

⁶⁸ Svenska Naturskyddsföreningen (2001), Remissyttrande angående alternativ finansiering genom partnerskap, s. 2

⁶⁹ Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 44

⁷⁰ Yescombe, E.R, (2002), Principles of Project Finance, s. 17

⁷¹ COWI, (2003), *Granskning av planeringsunderlaget i Vägverkets...* Näringsdepartementet, s. 4 samt Agåker T och Djupfeldt R, (2004), *Slutrapport för projekt Kostnadsfördyringar av vägprojekt i VN år 2002*, Vägverket s.3 f

⁷² Ernst & Young, (2000), *PPP – En framtidsmodell för offentlig service*. Industriförbundet, s. 15 samt Yescombe, E.R, (2002), Principles of Project Finance, s. 18

⁷³ Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 44

riskfria räntan, något som ett projektbolag inte kan göra.⁷⁴ Jenkinson framhåller i en studie från 2003 att det kan finnas argument för att blanda in privat sektor för managementfrågor men när det gäller finansieringen finns det knappast några hållbara argument för att denna skall skötas av den privata sektorn.

Detta beror på att finansiering är mer allmän än management. I vissa fall kan privat finansiering komma ner till kostnadsnivåer nära offentlig finansiering men då krävs att kontrakten är lättdefinierade, att alla risker är välförstådda, att transaktionskostnaderna är låga och att konkurrensen mellan finansiärerna är god. Detta är dock inte fallet vid offentlig verksamhet, varför en privat finansiering blir dyrare för skattebetalarna.⁷⁵

Beslut om PPP-finansiering är enligt Jenkinson ofta politiska och inte ekonomiskt rationella.⁷⁶ Som exempel menar han att en trolig orsak till den utbredda användningen av PPP i Storbritannien är ett sätt att hantera landets egna regler om en maximal offentlig upplåning uppgående till 60% av BNP. Genom att investeringen inte belastar den offentliga upplåningen kan man investera mer utan att slå taket. Detta är ett sätt att gå runt reglerna då det i praktiken ger upphov till en skuldsättning.

3.1.2.9 Konkurrens

Genom att PPP-projekt har en lång löptid och är kapitalintensiva blir projekten mer intressanta på en internationell marknad. Enligt den svenska utredningen från 2000 noteras att PPP-projekt ger en ökad internationell konkurrens.⁷⁷ En förutsättning är emellertid att projekten är av viss dignitet.⁷⁸

ACCA framför i sin utredning från 2004 kritik mot konkurrensaspekten i PPP. Man menar att det finns ett begränsat antal företag som kan delta i budgivningen och att konkurrensen därmed blir lidande.⁷⁹ Även andra forskare har ställt sig frågande till om konkurrensen verkligen blir tillräcklig i den här typen av stora projekt.⁸⁰ Det finns även en risk för att

⁷⁴ Ernst & Young, (2000), *PPP – En framtidsmodell för offentlig service*. Industriförbundet, s. 13

⁷⁵ Jenkinson, T (2003), *Private finance*. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 19, Iss. 2; s. 333

⁷⁶ Jenkinson, T (2003), *Private finance*. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 19, Iss. 2; s. 333

⁷⁷ Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 44

⁷⁸ Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s.

⁷⁹ ACCA, (2004), *Evaluating the operation of PFI in roads and hospitals*, s. 61

⁸⁰ Flyvberg et al. (2003) refererad i Grimsey, D. et al (2004) *Public Private Partnerships*, s. 79 f

entreprenörer blir låsta av stora projekt och därmed inte har kapacitet att delta i andra upphandlingar.⁸¹

3.1.2.10 Höga upphandlingskostnader

Eftersom det vid PPP krävs en grundläggande genomgång av projektet från anbudsgivare samt från offentlig sektor framhålls det i ett flertal studier att transaktions- och upphandlingskostnaderna för PPP-projekt kan bli kostsamma.⁸² Byggbolagen måste genomföra en noggrann utvärdering av konstruktion och utförande, kreditgivare måste noggrant granska hur stort det förväntade kassaflödet kommer att bli och hur mycket underhåll och drift av projektet kostar. Dessa utredningar är ofta komplexa och resulterar i höga kostnader.⁸³ De höga kostnaderna kan givetvis vara att anse som en nackdel men det finns även positiva aspekter, såsom att de höga kostnaderna ger en ökad press på budgivarna att lämna ett konkurrenskraftigt pris.⁸⁴

⁸¹ ACCA, (2004), *Evaluating the operation of PFI in roads and hospitals*, s. 68

⁸² Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 44

⁸³ Ernst & Young, (2000), *PPP – En framtidsmodell för offentlig service*. Industriförbundet, s. 14

⁸⁴ Sveriges byggindustrier, (2004), *Finansiering av infrastruktur*, s. 12

4 Teori

Kapitlet presenterar de teorier som används i analysen. Kapitlet syftar till att ge läsaren den information som krävs för att kunna sätta sig in i analysen. Inledningsvis behandlas projektfinansiering och aspekterna av den. Sedan behandlas agentteorin utifrån ett projektfinansieringsperspektiv.

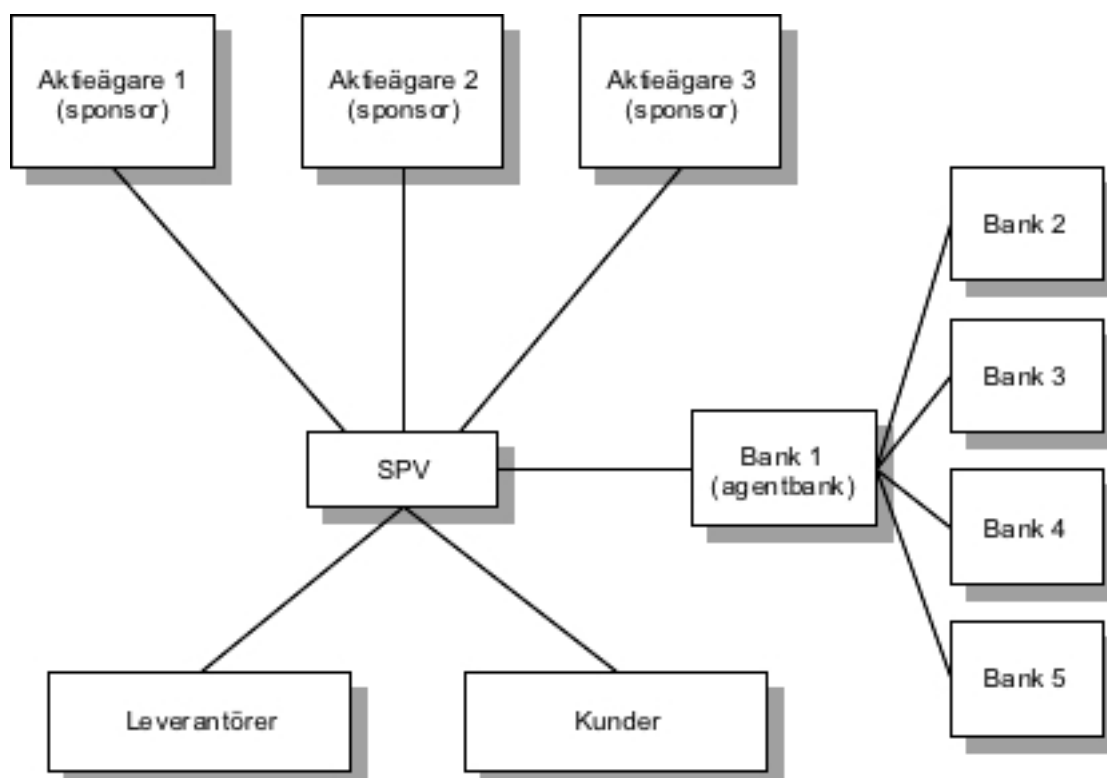
4.1 Projektfinansiering

Projektfinansiering används för att finansiera stora, långsiktiga investeringar med hög kapitalintensitet och förutsägbara kassaflöden. Infrastruktur är ett typexempel på en sådan investering. Projektfinansiering karakteriseras av:⁸⁵

- En fristående juridisk enhet kallad Special Purpose Vehicle, SPV.
- SPV:et har ett antal sponsorer (ägare).
- SPV:et har endast en verksamhet (den aktuella investeringen).
- Långivarna har endast säkerhet i SPV:ets kassaflöde och tillgångar.
- Långgivaren har begränsad eller ingen regressrätt gentemot SPV:ets sponsorer.
- Projekten har lång och begränsad löptid.
- Investeringarna är relativt stora.
- Sofistikerad riskallokering.

Projektet genomförs inom ett eget bolag som en fristående juridisk enhet kallat SPV. Detta skiljer projektet från sponsorernas övriga verksamheter. Bolaget startas i samband med att projektet initieras. Ägande, bolagsstruktur samt intressenternas roller fastslås och normer för verksamheten fastställs i kontrakt.

⁸⁵ Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*. s. 7



Figur 4.1

Generellt sett delar flera sponsorer på investeringen. Ofta är investeringen så stor att en sponsor inte kan genomföra den ensam. Eventuellt krävs även flera sponsorer för att få kompetens på samtliga nödvändiga områden. Delägarnas rättigheter och skyldigheter gentemot varandra regleras ofta i ett aktieägaravtal.⁸⁶ Deläggande är emellertid inte en förutsättning för djup inblandning. Enligt Esty är en till tre sponsorer normalt. Med fler sponsorer kompliceras styrningen av projektbolaget.⁸⁷

Projektbolaget har endast en verksamhet. Ledningen skall endast sköta den drift och det underhåll som krävs för verksamheten. Eftersom projektbolaget inte skall göra några nyinvesteringar lämnas hela överskottet från verksamheten till sponsorerna. Det innebär att alternativkostnaden för underinvesteringar försvinner.

Projektbolaget finansieras främst genom lån. Den säkerhet för lånet som långivarna erhåller består av kassaflödet från verksamheten och projektbolagets tillgångar. Det finns endast begränsad eller ingen regressrätt gentemot sponsorerna. Det innebär att lånevillkoren främst

⁸⁶ Wood, P.R. (1995) *Project Finance, Subordinated Debt and State Loans*, s 3

⁸⁷ Esty, B.C. (2004), *Modern Project Finance*, s. 2

baseras på prognostiserade kassaflöden. Därmed är det viktigt att kunna förutsäga dem. Ett sätt är att kontraktera framtida försäljning.⁸⁸

Eftersom investeringarna är stora och främst finansieras med lån innebär de risker som inte en bank är villig att hantera ensam. För att dela upp risken används oftast så kallade syndikerade lån där flera banker ingår.⁸⁹ Bankerna diversifierar alltid för att minska risken, varför syndikerade lån är den absolut vanligaste låneformen. Att flera långivare är iblandade i finansieringen påverkar inte projektet. Administrationen sköts av en huvudbank, även kallad agentbank.⁹⁰

En viktig aspekt avseende lånet är återbetalningsplanen. Planen måste baseras på det förväntade kassaflödet efter kostnader för drift och underhåll av verksamheten. Ett lösningsalternativ bygger på löpande amortering av skulden under lånets löptid. En annan lösning är så kallad *bullet*, vilket innebär att hela lånet återbetalas vid löptidens slut. Vid *bullet* finansieras återbetalningen med balanserad vinst, tillskott på eget kapital eller med en ny kredit. Ytterligare en möjlig lösning är ballong, som är en kombination av amortering och *bullet*.⁹¹

Återbetalningsplanen måste anpassas efter projektbolagets ränteutgifter. Om projektet finansieras med lån som har fast ränta bärs inte ränterisken av projektbolaget. Emellertid är det ovanligt med lån till fast ränta under lika lång löptid som projektet. Därför används ofta olika metoder för att hedga räntan på en stor del av lånet under så lång tid som möjligt. Strävan är att projektbolaget inte skall bära någon ränterisk.⁹²

Riskfördelningen är en central faktor vid projektfinansiering. SPV:et skall inte bära några risker. Om det finns risker kvar i SPV:et bärs de indirekt av ägarna och banken. För att motverka riskkontamination måste alla risker identifieras och allokeras till en aktör. Oftast hedgas risken av den aktör som bär den. Risken som kvarstår är att det finns risker som man inte har identifierat.

⁸⁸ Finnerty, J.D. (1996), *Project Finance*, s. 2ff

⁸⁹ Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*, s. 8

⁹⁰ Arnold, G. (2002), *Corporate Financial Management*, s. 466

⁹¹ Standard & Poor's (2005), *Global Project Finance Yearbook*, s. 38

⁹² Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*, s. 186f

Riskfördelningsprocessen är en förhandling som sker parallellt med upphandlingen. Den aktör som hanterar risken mest kostnadseffektivt tar den (eftersom det är den aktör som begär minst för att ta risken). Kontrakteringen är extensiv då det är viktigt att skapa en stark legal konstruktion. En stark konstruktion är nödvändig för att kunna ha hög skuldsättning. Ett tänkvärdt konstaterande är att om räntemarginalen är 100 punkter kan bara ett av hundra SPV:er gå i konkurs innan banken går back. Detta förutsatt att banken inte får ersättning vid default.

4.1.1 Skuldsättningsgrad

Hög skuldsättningsgrad innebär högre avkastning på eget kapital. Tabell 4.1 nedan demonstrerar att ökad skuldsättningsgrad innebär avtagande Return on Assets, ROA och ökande Return on Equity, ROE.

| | 1 | 2 | 3 | 4 |
|---|------|--------|--------|-------|
| Andel skulder | 0 | 50% | 70% | 90% |
| Skuldsättningsgrad ⁹³ | 0 | 1 | 2,33 | 9 |
| TK | 1000 | 1000 | 1000 | 1000 |
| S | 0 | 500 | 700 | 900 |
| EK | 1000 | 500 | 300 | 100 |
| Ränta (riskfri + marginal ⁹⁴) | | 2,25% | 2,50% | 3% |
| EBIT | 100 | 100 | 100 | 100 |
| EBT | 100 | 91,75 | 82,5 | 73 |
| ROA | 10% | 9,18% | 8,25% | 7,30% |
| ROE | 10% | 17,75% | 27,50% | 73% |

Tabell 4.1

Första kolumnen beskriver avkastningen för ett bolag utan skulder. Ett bolag i byggbranschen har normalt sett en betydande andel skulder så dessa data är inget exempel på reell verksamhet utan endast till för att illustrera skillnaden.

⁹³ Enligt Yescombe (2002) lånar man 70-90% av kapitalet vid projektfinansiering.

⁹⁴ Enligt Finnerty (1996) är räntemarginalen 50-100 punkter vid projektfinansiering.

Andra kolumnen beskriver avkastningen för ett bolag med lika delar skulder och eget kapital. Det skall illustrera en corporate finance-lösning för ett bolag i byggbranschen. Räntemarginalen har valts till 25 punkter.

Tredje kolumnen illustrerar avkastningen för ett projektfinansierat bolag med 70% skulder och 30 % eget kapital. På grund av att skuldsättningen är låg för att vara projektfinansiering har räntemarginalen satts till 50 punkter. Avkastningen på eget kapital, ROE, är mer än 50% högre än vid corporate finance exemplet, trots de högre räntekostnaderna.

Fjärde kolumnen visar avkastningen för en projektfinansiering med 90% skulder och 10% EK. Med anledning av den höga andelen skulder har räntemarginalen satts till 100 punkter. Som synes medför den höga skuldsättningen mycket hög avkastning på eget kapital. Mer än dubbelt så stor som vid 70% skulder och fyra gånger så stor som i corporate finance exemplet.

Esty konstaterar att skuldsättningsgraden har stor effekt på avkastningen och är en motivationsfaktor för att använda projektfinansiering. Dock påpekar han att den höga skuldsättningen medför ökad risk och stigande obeståndskostnader.⁹⁵ Även Yescombe konstaterar att möjligheten till hög skuldsättningsgrad är en viktig motivation för att projektfinansiera. Precis som Esty menar Yescombe att högre skuldsättning implicerar högre risk vilket innebär att ägaren skall få ökad avkastning.⁹⁶

Det finns viss teori som antyder att hög skuldsättningsgrad medför fördelar utöver ökad avkastning. Enligt Stewart är det motiverande med stor andel skulder. Ledningen motiveras att driva verksamheten effektivt för att klara räntebetalningarna. I ett bolag med hög skuldsättningsgrad finns det inget utrymme för att bära obefogade kostnader.⁹⁷ Även Esty konstaterar att skulderna har en tvingande effekt eftersom räntor måste betalas.⁹⁸

Nackdelen med hög skuldsättningsgrad är att projektbolaget får stora räntekostnader. Det betyder att man får stränga marginaler avseende bolagets likviditet. Detta innebär ökad risk och kan leda att obeståndskostnader uppkommer.

⁹⁵ Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*, s. 2

⁹⁶ Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*. s. 14f

⁹⁷ Stewart, G.B. (1990), *The Quest for Value* i Arnold, G. (2002), *Corporate Financial Management*, s. 831

⁹⁸ Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*, s. 14

4.1.2 Off-Balance Financing

Under förutsättningen att sponsorn är minoritetsägare i SPV:et belastas inte sponsorns balansräkning vid projektfinansiering. Det innebär att sponsorns soliditet inte behöver sjunka på grund av investeringar som kräver hög belåning. På så sätt kan projektfinansiering vara en lösning för att hålla stabila finanser och hög kreditvärdighet i sponsorns övriga bolag.

Att projektfinansierade investeringar inte belastar balansräkningen framhävs ofta som positivt. Emellertid kan det innebära en nackdel att ett finansiellt åtagande inte framgår av balansräkningen. Finnerty menar att problemet är marginellt eftersom investerare och ratinginstitut är duktiga på att överblicka sponsorernas samtliga åtaganden.⁹⁹

4.1.3 Lånekapacitet

Finnerty och Esty förklarar att hög skuldsättningsgrad i kombination med upplåning som inte belastar balansräkningen ökar sponsorns samlade lånekapacitet.¹⁰⁰ Hög skuldsättningsgrad innebär att sponsorn inte behöver binda mycket kapital i SPV:et. Att belåningen inte belastar sponsorns balansräkning medför att stora belopp kan lånas utan att kapitalmarknaden höjer risken i sponsorns moderbolag.

Yescombe konstaterar att sponsorn på ovanstående sätt kan uppnå minskad kapitalbindning, vilket innebär att sponsorn kan investera i fler stora projekt samtidigt.¹⁰¹ Detta innebär att med banker som bidrar med en stor del av kapitalet kan fler investeringar göras totalt sett.

4.1.4 Löptid

Lång löptid gör det möjligt att göra mer långsiktiga investeringar. En för kortsiktig amorteringsplan skulle innebära att man tvingades driva upp priserna på produkten för att kunna betala av lånen.¹⁰² Därför innebär möjligheten till lång löptid indirekt en positiv effekt på konkurrensen avseende priser.

Samtidigt innebär löptiden en ökad osäkerhetsfaktor avseende framtiden. Det är svårt att bedöma marknadssituationen över 25 år fram i tiden. En viktig aspekt av

⁹⁹ Finnerty, J.D. (1996), *Project Finance*, s. 31

¹⁰⁰ Finnerty, J.D. (1996), *Project Finance*, s. 27

¹⁰¹ Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*. s. 16

¹⁰² Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*. s. 16

projektfinansieringen är hur man skall hantera framtida intäkter, kostnader samt makroekonomiska faktorer. Banker är relativt riskaverta varför man ofta strävar efter att säkerställa projektbolagets betalningsströmmar över stor del av löptiden.

4.1.5 Struktur

Enligt Esty finns det två viktiga fördelar med projektbolagets enkla struktur. Den första är att det minskar kostnader för agentkonflikter i projektbolaget. Den andra är att det minskar alternativkostnaden för underinvesteringar.¹⁰³ Alternativkostnaden för underinvesteringar försvinner eftersom projektbolaget inte skall göra några nyinvesteringar. Istället lämnas hela överskottet från verksamheten till sponsorerna.

En flexibel struktur gör det möjligt för ett antal sponsorer att genomföra en investering och dela upp risken genom ägarandelar i SPV:et. Det innebär att stora projekt kan genomföras där en kapitalsvag sponsor kan vara initiativtagare och ha en viktig roll utan att riskera mycket kapital.¹⁰⁴ Deläggande kan även användas för att motverka eventuella agentkonflikter.¹⁰⁵

En fristående juridisk enhet medför att kontroll och hantering av risker för det specifika projektet förenklas. Kapitalstrukturen kan bestämmas efter vad som är lämpligt för det enskilda projektet istället för vad som är lämpligt för hela bolaget, som vid corporate finance.¹⁰⁶ Dessutom menar Esty att vikten av sponsorns ställning reduceras eftersom projektbolaget är nystartat och fristående.¹⁰⁷

Projektfinansiering innebär höga transaktionskostnader, främst på grund av de komplexa avtal som måste upprättas vid en investering. Avtalen fastställer SPV:ets struktur med avseende på ägande, lån, skatt och legala aspekter. Det medför att finansieringsformen är relativt tidskrävande och kostsam. De höga transaktionskostnaderna innebär att projektfinansiering används främst vid projekt med mycket hög kapitalintensitet eftersom kostnaderna blir för tunga att bära i ett litet projekt.¹⁰⁸

¹⁰³ Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*, s. 2

¹⁰⁴ Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*, s. 16

¹⁰⁵ Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*, s. 4

¹⁰⁶ Finnerty, J.D. (1996), *Project Finance*, s. 27

¹⁰⁷ Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*, s. 12

¹⁰⁸ Finnerty, J.D. (1996), *Project Finance*, s. 32

4.1.6 Riskkontamination

Att SPV:et är en fristående juridisk enhet innebär att riskkontamination förebyggs. Därför kan ett företag projektfansiera de projekt som de anser ha för hög risk för att driva inom den befintliga organisationen.¹⁰⁹ Sponsorerna förväntas inte bidra med ytterligare kapital till SPV:et vid behov. Eftersom långivarna inte har någon regressrätt är följaktligen risken begränsad till det kapital som sponsorn investerar initialt.¹¹⁰

Finnerty menar att sponsorns incitament att betala lånekostnader minskar vid avsaknad av riskkontamination. Risken för fallissemang bedöms följaktligen vara större, vilket medför ett ökat avkastningskrav och därmed högre räntemarginal.¹¹¹

Strukturen där SPV:et är en fristående enhet innebär förvisso att riskkontaminering förebyggs men medför också lägre grad av riskdiversifiering. Esty menar att det leder till att långgivare kräver förhållandevis hög räntemarginal vid projektfansiering.¹¹²

4.1.7 Riskallokering

Risker kan allokeras till den part, det vill säga sponsor eller långgivare, som bäst kan hantera risken. Anpassad riskallokering sker genom ett kontraktuellt förfarande. Vid projektfansiering övergår de finansiella riskerna som traditionellt bärs av staten till långgivaren.¹¹³ Ett viktigt mål är att när riskallokeringen genomförts skall inga risker finnas kvar i SPV:t utan vara allokerat till den part som bäst kan hantera risken.¹¹⁴

4.1.8 Ägarstyrning

Bolagsformen underlättar ägarstyrning då man kan sätta upp strikta ramar eftersom ett stort handlingsutrymme inte är nödvändigt för att sköta verksamheten. Detta främst eftersom SPV:et inte genomför några nyinvesteringar. Dessutom finns inga etablerade normer eftersom bolaget är nystartat. Den ökade möjligheten till ägarstyrning gör att kostnaderna för agentkonflikter minskar. Ett exempel på en agentkonflikt är när företagsledningen agerar i sitt eget intresse istället för ägarnas.

¹⁰⁹ Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*, s. 3f

¹¹⁰ Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*. s. 16

¹¹¹ Finnerty, J.D. (1996), *Project Finance*, s. 32

¹¹² Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*, s. 9

¹¹³ Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*. s. 18

¹¹⁴ Vinter, G. (1998) *Project Finance – a legal guide*, s. 25

Ett bolag har flera intressenter som påverkar verksamheten. Ägare, styrelse, ledning, kreditgivare, stat med flera. Kim & Nofsinger menar att det snarare är ledningen som styr bolaget än styrelsen och ägarna. Enligt principal-agent-teorin uppstår ett agentproblem när ledningen agerar egennyttigt istället för i ägarnas intresse. För att bevaka ägarnas intressen måste det finnas system för att övervaka ledningens agerande.¹¹⁵

Det finns lagar och regler som styr hur bolag skall agera och vilken information de måste lämna ut. Bolagets bokföring granskas av utomstående revisorer för att säkerställa att ett tillräckligt mått av objektivitet uppnås. Emellertid lyckas inte alltid revisorn upprätthålla sin objektivitet utan låter sig påverkas av bolagets ledning.¹¹⁶

4.2 Agentteorin

Agentteorin är central i forskning om projektfinansiering. Teorin förklarar några av de fördelar som projektfinansiering kan innebära. Esty menar att den enkla bolagsstrukturen gör det möjligt att reducera kostnader för agentkonflikter.¹¹⁷ Potentiella konflikter kan undvikas genom väl utarbetade kontrakt mellan staten (principalen) och de övriga aktörerna (agenterna).¹¹⁸ Teorin fokuserar på två typer av kontrakt, nämligen beteendekontrakt och produktionskontrakt.¹¹⁹

4.2.1 Kontraktstyper

Beteendekontrakt lämpar sig bäst när principalen fullständigt kan beskriva projektet och övervaka agenten. Uppdragstagaren belönas om riktlinjerna följs och straffas om de inte följs. Agentkostnaderna i beteendekontrakt beror på de olika parternas målsättningar samt principalens förmåga att samla in nödvändig information för att kunna styra och utvärdera agentens beteende. Beteendekontrakt är lämpligast när agenten och principalen har likartade mål och principalen har möjlighet att utvärdera och styra denne. Agentkostnaderna tenderar att sjunka kraftigt om målkonflikter kan undvikas p g a ett minskat övervakningsbehov.¹²⁰

¹¹⁵ Kim, K.A. & Nofsinger, J.R. *Corporate Governance*, s. 3ff

¹¹⁶ Kim, K.A. & Nofsinger, J.R. *Corporate Governance*, s. 7f

¹¹⁷ Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*, s. 3

¹¹⁸ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 553

¹¹⁹ Nygaard & Bengtsson, (2002), *Strategizing – en kontextuell organisationsteori*, s. 87

¹²⁰ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 553

Produktionskontrakt är vanliga om principalen, till skillnad från agenten, har liten kunskap om det framtida arbetet. De är även vanliga om principalens kostnader för att övervaka agenten är höga.¹²¹ Produktionskontrakt utformas så att agentens belöning grundas på dennes bidrag till verksamheten.¹²² Därför menar Farrel att produktionskontrakt kan ha positiva effekter då den främjar effektivitet och innovation.¹²³

Emellertid ger produktionskontrakt agenten utrymme att främja sina egna intressen framför principalens. Exempelvis kan agenten känna till kostnadsreducerande teknologi som inte presenteras för principalen vid förhandlingen. En annan nackdel är att vid stora investeringar finns ofta en osäkerhet om projektets slutkostnad. Agenten kommer att kräva en riskpremie som kompensation för osäkerhetsfaktorn. Ju mer riskovillig agenten är desto högre blir riskpremien, vilket är en av nackdelarna med produktionskontrakt.¹²⁴

Enligt Farrel är produktionskontrakt och beteendekontrakt principiellt likvärdiga. Valet av kontraktsform skall baseras på vilket alternativ som minimerar den totala agentkostnaden. För ett givet projekt beror dessa kostnader på graden av principalens och agentens riskovillighet, teknisk osäkerhet, principalens kunskaper samt på samstämmigheten om målet mellan principal och agent.¹²⁵

4.2.2 Konflikter

Vid projektfinansiering finns tre relationer där agentkonflikter kan uppstå, nämligen mellan ägare-ledning, sponsorer-långgivare samt vid *moral hazard*.

En konflikt mellan ägare-ledning uppstår då deras intressen går isär. Respektive part sätter då sina egna avkastningsmöjligheter främst. Ägaren utövar en balansgång mellan allokeringen av resurser, dels till övervakning av ledningen, dels till att skapa ekonomiska incitament för ledningen att agera utifrån ägarens intressen.¹²⁶

¹²¹ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 553

¹²² Nygaard & Bengtsson, (2002), *Strategizing – en kontextuell organisationsteori*, s. 87

¹²³ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 553

¹²⁴ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 554

¹²⁵ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 554

¹²⁶ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 554

Konflikter mellan sponsorer och långgivare kan uppstå vid en hög skuldsättningsgrad. Vid ökad skuldsättningsgrad begränsas sponsorns risk samtidigt som han behåller möjligheten till överavkastning. Konflikten består i att sponsorns avkastning och minskade utsatthet bekostas av långgivaren. Konflikten löses genom att räntemarginalen baseras på skuldsättningsgraden samt genom användning av *covenants*.¹²⁷

En tredje typ av konflikt är *moral hazard*. Sådana uppstår om institutioner inom privat eller offentlig sektor ger långivarna garantier mot uteblivna räntebetalningar samt återbetalningar av lån. I dessa fall blir långgivare mindre benägna att övervaka låntagarnas aktiviteter och att vidtaga skyddsåtgärder för att garantera dessa betalningar.¹²⁸

Om den totala projektkostnaden består av fasta lånekostnader ökar risken för att investeringar görs i ett mer riskabelt projekt än om projektet helt hade finansierats med egna medel. Övervakningskostnader i form av interna och externa kontroller kommer att öka ju mer projektägarna vill försäkra sig om att projektledningen handlar i linje med ägarnas intressen.¹²⁹

¹²⁷ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 555

¹²⁸ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 555

¹²⁹ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 555

5 Empiri

Kapitlet redogör för den empiri som studien resulterade i. Redogörelsen sammanfattar respondenternas svar.

5.1 Primärdata

Den empiriska studien resulterade i ett extensivt underlag av primärdata. Däribland mycket generell information avseende PPP utan en direkt koppling till projektfinansiering. Eftersom syftet med undersökningen var att analysera projektfinansieringens betydelse för PPP presenteras endast den information som explicit avser finansieringen. Enligt Bryman bör empirin sammanställas så att data utan koppling till frågeställningen sällas bort.¹³⁰ Nedan följer en sammanställning av det som projektfinansieringen innebär för PPP.

Eftersom inte samtliga respondenter vill bli förutsättningslöst refererade lämnas inte exakta uppgifter om vilken respondent som lämnat informationen i fråga.

5.1.1 Konkurrens

Bankerna är överens om att de främsta konkurrensfaktorerna inom finansiering är kunskap, erfarenhet och lokalkännedom. Alla bankerna påstår sig ha god erfarenhet av projektfinansiering samt gedigen kunskap om riskfördelning. Erfarenheten skall underlätta processen samt minska kostnaderna för finansieringen.

Två av bankerna menar också att det råder viss konkurrens avseende räntemarginal och avgifter. De påpekar att avgifterna är en viktigare inkomstkälla än räntemarginalen. Avgifterna erhåller främst agenten medan räntemarginalen är lika stor för alla deltagande banker. Det medför att det är attraktivt för banken att vara agent. För att kunna vara agent krävs lokal närvaro på marknaden.

¹³⁰ Bryman, A. (2002), *Samhällsvetenskapliga metoder*, s. 462

Byggbolagen är överens om att konkurrensen avseende finansieringen är positiv men att finansieringen trots allt medverkar till de höga kostnaderna för ett anbud. Ur byggbolagens perspektiv är finansieringen en följd av PPP och inte en utgångspunkt för PPP.

Bruzelius menar att projektfinansieringsformen medför att stabilitetsfaktorn (avseende byggbolagen) blir oväsentlig vid upphandlingen. Anbudsgivarnas finansiella ställning kommer inte att påverka valet av entreprenör. Istället baseras valet helt på lösningen som entreprenören erbjuder. Detta innebär att beslutet fattas på grunder som har direkt inverkan på konstruktionens kvalitet. Dessutom kan det innebära att fler potentiella entreprenörer lämnar anbud vilket är positivt ur konkurrenshänseende.

5.1.2 Projektets löptid

Byggbolagen framhäver att staten får erlægga en bestämd koncession under hela löptiden. Eventuella merkostnader bärs följaktligen av SPV:et. Byggbolagen menar att de inte kan bära riskerna själva utan att dessa måste delas med banker under löptiden. I detta sammanhang poängteras återigen att projektfinansieringen är en följd av PPP och inte en utgångspunkt för PPP. Byggbolagen hade inte själva varit villiga att bära riskerna över hela löptiden.

Vad avser riskhantering under löptiden divergerar bankernas åsikter i viss mån. En säger att köp- och säljkontrakt under hela löptiden är en förutsättning. Dock hedgar man räntor och valutor löpande. De andra menar att de hedgar valutor och räntor under hela löptiden. Vid stora förändringar genomförs en refinansiering.

Bankerna är överens om att infrastruktur är en relativt attraktiv tillgång med bra och stabil avkastning. Dessutom påpekar en bank vikten av att staten (Sverige) är en mycket stabil betalare, vilket eliminerar risken för obestånd hos betalaren i projektet.

Av intervjuerna framkom att projektfinansieringsformen medför att konsortiet måste leverera en stark helhetslösning som är konkurrenskraftig ur alla synvinklar då projektets löptid ställer höga krav på beständighet. Den bakomliggande orsaken till kravet på en stark lösning är att det annars blir svårt att få en billig finansiering och därmed att vinna anbudet.

5.1.3 Begränsad handlingsfrihet

Generellt gäller, enligt respondenterna, att bankerna skall godkänna projektbolagets budget. Avsteg kräver följaktligen godkännande från bankerna. I budgeten ingår kostnader för drift och underhåll. Bankerna påpekar att de kontrollerar med *financial covenants testing* att avtalen efterlevs. Om de bryts kommer bankerna att tillämpa utdelningsrestriktioner.

Tre respondenter menar att priserna för drift och underhåll fixeras initialt men kan vara baserade på indexering över löptiden. Det råder delade meningar om hur vanligt förekommande indexering är. Ett byggbolag menar att man upphandlar tjänster löpande till bästa möjliga villkor under hela koncessionstiden.

De strikta ramarna innebär begränsad handlingsfrihet. SPV:et har låsta kontostrukturer och fördelningen av kassaflödet är hårt reglerat. Projektbolaget får inte ta upp nya lån, ingå nya avtal, sälja tillgångar eller göra investeringar. Däremot har projektbolaget stor frihet avseende hur drift och underhåll av objektet skall skötas.

5.1.4 Bankens roll är kontroll

Banken har större inblick i bolagets transaktioner vid projektfinansiering än vid corporate finance. Respondenterna angav att banken ställer höga krav på rapportering och sätter strikta ramar. Projektbolaget rapporterar på vecko/månadsbasis under byggnationen och på månads/kvartalsbasis under driften. Bankerna menar att den omfattande rapporteringen är essentiell för att projektfinansieringen skall fungera.

Byggbolagen tillskriver inte kontrollen lika stor vikt men konstaterar att de hårda kraven tvingar sponsorerna att tänka igenom projektet. Det ställer krav på hårdare planering och bättre struktur än vid traditionella projekt. Ett byggbolag framhäver vikten av en stark lösning för att projektfinansieringen skall bli så billig som möjligt.

Bankens inblandning innebär följaktligen ökad kontroll. Banken kontrollerar projektet under hela löptiden. Det finns en så kallad step-in-klausul som ger banken möjlighet att överta kontrollen om objektet inte sköts enligt avtal. Banken har på så vis möjlighet att ingripa i ett tidigt skede vid risk för obestånd. Detta kan ha en motiverande effekt – *verka som en tumme i ögat på projektbolaget*. Privata pengar medför höga krav på genomlysning!

5.1.5 Riskfördelning

Av intervjuerna framkommer att man genom att använda projektfinansiering kan få en effektiv riskhantering då finansieringsformen lämpar sig väl för riskfördelning. Enligt respondenterna är det viktigt att föra över risker som privat sektor hanterar bättre än offentlig sektor till privat sektor. De risker som överförs är risker som de privata aktörerna har större inflytande över och som därmed kan hanteras mer kostnadseffektivt av den privata sektorn.

Vid användning av projektfinansiering kommer därför bankerna att ta på sig vissa risker som annars skulle ha burits av staten. De risker som alla bankerna nämner är finansiella- och färdigställanderisker. Risker som respondenterna menar att bankerna ogärna tar är marknadsrisker (avseende efterfrågan) och politiska risker. Vid PPP kommer de riskerna oftast att bäras av staten eftersom det skulle vara för dyrt om bankerna skulle bära dessa.

Respondenterna har långtgående kunskaper om specifika risker vid projektfinansiering. Emellertid ges ingen mer detaljerad beskrivning i sammanfattningen av empirin eftersom det inte är relevant för att uppfylla syftet. Vad som är värt att konstatera är att främst bankerna men även byggbolagen, har mycket kunskap och inarbetade förfaranden att tillämpa vid riskfördelning.

5.1.6 Vinstintresse i den privata sektorn

Respondenterna menar att aktieavkastning givetvis är av intresse för SPV:ets sponsorer. En respondent från en bank menar att vilken påverkan vinstintresset får beror på ägarstrukturen. För egen del lämnat bankerna lämnar inga utförliga svar angående vinstintresse. Eftersom de normalt sett inte får del av överavkastningar, då de inte är equityhållare, är vinstintresse inget direkt incitament för dem.

En respondent på ett byggbolag menar att vinstintresset kan ha viss inverkan. Dock konstaterar han att rörlig ersättning inte är så viktigt utan att sponsorerna vill ha ett rimligt *base case* som ger tillräcklig avkastning på eget kapital. Respondenten menar att den rörliga ersättningen normalt sett utgör en relativt liten del av den totala ersättningen vid projektfinansiering.

Vidare berättar några respondenter att det internationellt finns rörliga ersättningar som baseras på trafikmängd, framkomlighet, kvalitet och olycksfrekvens m.m. Vid de två vägar som Skanska byggt i Norge respektive Finland utgår ersättning baserad på *availability*, dvs att vägen är öppen och farbar. Ersättningen ökas om trafikmängden överstiger en viss nivå. Dessutom utbetalas en bonus vid god säkerhet. Det innebär att det finns incitament att verka för god framkomlighet, hög kvalitet och låg olycksfrekvens.

Flera av respondenterna visar sig ha god inblick i de projekt som genomförts i Norge och Finland. Även Arlandabanan, som är det svenska projekt som har mest likheter med ett PPP, kommenterades flitigt under intervjuerna.

5.1.7 Stordriftsfördelar

Begränsningen i anslag innebär att investeringar måste spridas över tiden och anläggas i etapper. En respondent förklarar att stordriftsfördelar uppstår då ett projekt genomförs sammanhängande istället för i etapper. Han menar fortsättningsvis att den totala kostnaden kommer att vara lika stor över tiden men att infrastrukturen blir klar tidigare. Detta kan lösas genom projektf finansiering. Det beror på att kapitaltillgången i den privata sektorn är mycket god.

Respondenterna från bankerna kommenterar den goda kapitaltillgången. En menar att projektf finansiering kan innebära lägre krav på kapitaltäckning p g a låga risker, god insyn, stabila sponsorer och offentlighet. Det låga kapitaltäckningskravet innebär i förlängningen en minskad kapitalkostnad och därmed sänkta räntemarginaler. En annan bank håller med om att räntemarginalerna kan sänkas för projektf finansiering. Han hänvisar till en undersökning av S&P som visar på att projektf finansieringar har lägre förlustnivå än corporate finance vid *default*. Dessutom kommenterar flera av respondenterna att den låga räntan ger mycket hög likviditet på marknaden.

Den generella bilden som samtliga respondenter ger är att det finns ett stort intresse för att projektf finansiera infrastruktur. Alla är också ense om den samhällsekonomiska fördelen som en tidigareläggning av ett projekt innebär. Dessutom påpekar två respondenter att vägverket inte har varit bra på att hålla tidsplaner historiskt sett.

5.1.8 Off-balance financing

Frågeställningen om investeringar som inte belastar balansräkningen besvaras med liknande svar som frågan om stordriftfördelar. Det är en fråga om tillgången på kapital och den är för närvarande mycket god. Det innebär att planerade investeringar som inte ryms i budgeten kan tidigareläggas. Flera av respondenterna framhäver fördelarna men inte eventuella nackdelar.

Nackdelen, som två respondenter påpekar är att projektf finansiering innebär en form av dold skuldsättning eftersom staten förbinder sig att betala under en lång tid. Dessutom påpekar respondenten att staten enligt lag är förbjuden att förbinda sig gentemot privat sektor vid så långa åtaganden som PPP ofta innebär (25-50 år). När staten förbinder sig att betala koncessioner intecknas det framtida budgetutrymmet, tillika flexibiliteten avseende val av investeringar.

6 Analys

Kapitlet åskådliggör den analys av empirin som syftar till att besvara projektfinansieringens betydelse för PPP. Analysen testar de data som framkommit av empirin mot teori om projektfinansiering och om projektfinansieringen verkligen löser de frågor som empirin menar att den gör. Analysen genomförs i två steg.

6.1 Första steget

Analysen i det första steget söker stöd i teorin för det som framkommit vid den empiriska studien. Syftet med analysen är att finna samtliga aspekter av finansieringen jämte att bekräfta resultatet av empirin. Strävan är att första steget skall utröna vilket effekt faktorerna avseende projektfinansiering i empirin får.

6.1.1 Konkurrens

I empirin framkommer två aspekter på konkurrens avseende projektfinansiering. Den ena aspekten är konkurrens som uppstår i finansieringen. Denna kan leda till lägre avgifter och minskad räntemarginal. Den andra aspekten innebär att antalet möjliga anbudsgivare ökar. Denna kan leda till att man får en lösning med bättre kvalitet.

Vid upphandling av ett projekt med långsiktigt åtagande görs normalt sett en bedömning huruvida anbudsgivaren kommer att kunna leva upp till sitt åtagande. Det innebär att en stor aktör med stark finansiell ställning har en konkurrensfördel. Eftersom projektbolaget är nystartat menar Esty att vikten av sponsorns övriga verksamhet blir oviktig vid upphandlingen.¹³¹

Eftersom sponsorns övriga verksamhet inte påverkar projektbolaget kommer sponsorns finansiella ställning inte heller påverka vilket anbud som väljs. Avsaknaden av riskkontamination vid projektfinansiering är ytterligare en faktor som innebär att sponsorns övriga verksamhet är av underordnad betydelse. Följaktligen kan den som leder

¹³¹ Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*, s. 12

upphandlingen fokusera på styrkan i de lösningar som presenteras och bortse från aktörens övriga verksamhet. Referens till riskkontamination

Slutsats: Projektfinansieringsformen kan innebära ökad konkurrens eftersom fler aktörer kan lämna anbud. Detta medför dessutom att man kan fokusera på lösningens kvalitet.

6.1.2 Löptiden

Projektfinansieringsformen innebär att banken finansierar mycket stora delar av projektet. Det finns ingen regressrätt gentemot sponsorerna utan banken förlitar sig på projektets avkastning som säkerhet. Därför kommer banken att vara delaktig i projektets utformning och kontrollera lösningens styrka.¹³² Bankens åtagande innebär en indirekt garanti för att lösningen är väl genomarbetad.¹³³

En annan konsekvens är det långa åtagande som löptiden innebär. Att sponsorerna är delägare och får avkastning från projektbolaget under lång tid ger incitament för att skapa en bra lösning med hög kvalitet. Det innebär låga kostnader för drift och underhåll vilket resulterar i högre avkastning från projektbolaget till sponsorerna. Därför medför projektfinansieringsformen ökade incitament för att åstadkomma hög beständighet.

Projektbolagets enkla struktur gör det lättare att bedöma hur verksamheten kommer att utvecklas under den långa löptiden (25-50 år). Vid corporate finance måste man bedöma hur en verksamhet bestående av flera projekt kommer att utvecklas under samma tid vilket är svårare. Därför innebär projektbolagsformen ökad förutsägbarhet för långivare och stat. Enligt S&P är förutsägbarhet en viktig faktor vid *rating* av ett bolag.¹³⁴

Slutsats: Projektfinansiering medför ökad kontroll (från banken), ökad beständighet i lösningen samt ökad förutsägbarhet.

¹³² Finnerty, J.D. (1996), *Project Finance*, s. 2

¹³³ Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*. s. 18

¹³⁴ S&P, (2005), *Global Project Finance Yearbook*. s. 68

6.1.3 Begränsad handlingsfrihet

Den empiriska studien visar att vid projektfinansiering är behovet av handlingsfrihet begränsat. Detta på grund av att projektbolagets verksamhet främst omfattar drift och underhåll. Den typ av kontrakt som reglerar förhållandet mellan sponsor (principal) och ledning (agent) vid projektfinansiering faller inom agentteorins definition av beteendekontrakt. Kontraktstypen lämpar sig väl när det är enkelt för principalen att övervaka agenten.¹³⁵

Eftersom verksamheten är enkel att beskriva och övervaka är det inte nödvändigt med en stor handlingsfrihet för att driva verksamheten. Den begränsade handlingsfriheten medför att intressekonflikter mellan agent och principal minskar eller avhjälpas. Detta innebär att agentkostnaderna minskar.¹³⁶

En nackdel med avseende på den begränsade handlingsfriheten är att kontrollsystemen är kostsamma att upprätthålla. Dessutom ökar transaktionskostnaderna i samband med upphandlingen då ett regelsystem för projektbolaget måste konstrueras.¹³⁷

Slutsats: Begränsat handlingsutrymme inom projektbolaget leder till minskade agentkostnader men ökade transaktionskostnader.

6.1.4 Bankens roll

Det framgår av empirin att bankens intresse för kontroll är stort vid projektfinansiering. Banken (principal) har strikta system för att övervaka projektbolagets (agent) verksamhet. Detta stämmer överens med Kim & Nofsingers teori om att det behövs system för att övervaka ledningens agerande. Övervakningen syftar till att förebygga agentkostnader till följd av agent-principal-problem.¹³⁸

Det begränsade behovet av handlingsfrihet som beskrivs i föregående kapitel (6.1.4) gäller alltså även i relationen mellan bank och sponsor. Det framgår av intervjuerna att banken har

¹³⁵ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 553

¹³⁶ Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*, s. 2

¹³⁷ Finnerty, J.D. (1996), *Project Finance*, s. 32

¹³⁸ Kim, K.A. & Nofsinger, J.R. *Corporate Governance*, s. 3ff

mycket goda möjligheter att övervaka och styra sponsorn. Enligt Farrell innebär det att beteendekontrakt begränsar agentkostnaderna i den relationen.¹³⁹

Enligt Ang *et al* underlättar bankens övervakning aktieägarnas kontroll. Det beror på att banken ställer stora krav på att verksamheten sköts effektivt och generar vinst. Därför menar Ang *et al* att bankens kontroll, som syftar till att säkerställa deras lån, indirekt medför minskade agentkostnader för bolagets ägare.¹⁴⁰

Att bankens kontroll underlättar ägarstyrning styrks dessutom av Yescombe. Det resulterar i positiva effekter då kontrollproblem löses. Dessutom uppnås ökad förutsägbarhet vid införandet av strikta kontrollsystem. Vikten av ökad förutsägbarhet har redan beskrivits i kapitlet om löptid (se kap 6.1.2).

Slutsats: Bankens inblandning medför ökad kontroll och minskade agentkostnader. Dock kommer bankens kostnader för övervakning att bäras av projektet.

6.1.5 Riskfördelning

Vid projektfinansiering startas ett projektbolag med flera sponsorer. Riskfördelningen är en viktig del av projektfinansieringen och SPV:et är ett bra sätt att fördela riskerna på eftersom alla aktörerna har intresse av att riskerna utreds. Vinter styrker respondenternas resonemang om riskhantering och menar att en risk skall allokeras till den part som kan hantera den mest kostnadseffektivt och att inga risker skall finnas kvar i projektbolaget.¹⁴¹

Det som framkommer i empirin är att riskfördelning genom projektfinansiering är mycket effektiv eftersom aktörerna har förhållandevis starka incitament genom deras deläggande och utlånade kapital. SPV:et finansieras till stor del med lån utan regresskrav. Därför innebär projektfinansieringsformen att banken exponeras mot flera av de risker som finns i verksamheten.¹⁴² Detta innebär starka incitament för banken att övervaka riskfördelningen.

Projektfinansieringsformen innebär att banken bär den finansiella risken vilket inte är möjligt vid anslagsfinansiering. Dessutom delar banksyndikatet på andra risker i projektbolaget t ex

¹³⁹ Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, s. 553

¹⁴⁰ Ang, J.S. *et al* (2000), *Agency Costs and Ownership Structure*, s. 88

¹⁴¹ Vinter, G. (1998) *Project Finance – a legal guide*, s. 25

¹⁴² Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*. s. 18

färdigställanderisken enligt tidigare resonemang om syndikerade lån (se kap 4.1). Banksyndikatet bär risker som kan vara för stora att bära för mindre entreprenörer vilket minskar vikten av starka aktörer enligt tidigare kapitel (se kap 6.1.1).

Slutsats: Projektfinansiering innebär att risker allokeras till projektbolagets sponsorer och långivare.

6.1.6 Vinstintresse i den privata sektorn

På grund av vinstintresset i den privata sektorn finns det incitament för att verka för god framkomlighet, hög kvalitet och låg olycksfrekvens. Låga kostnader för drift och underhåll resulterar i ökad aktieavkastning till projektbolagets ägare. Därför finns det incitament för att leverera bra lösningar med hög beständighet. Vinstintresset är även innovationsdrivande då det är positivt med smarta lösningar som ger ökad effektivitet samt lägre kostnader.

Av respondenternas svar att döma har vinstintresset ingen stark koppling till finansieringen. Dock innebär projektbolagsformen, logiskt sett, att det finns möjlighet för sponsorerna att sälja sitt aktieinnehav i SPV:et och göra en kapitalvinst. Det är emellertid inget som teorin behandlar. Detta kan vara ett föremål för vidare forskning.

Slutsats: Projektfinansiering kan medföra ett vinstintresse i den privata sektorn som resulterar i innovation, bra lösningar och hög beständighet.

6.1.7 Stordriftsfördelar

Stordriftsfördelar kan uppnås genom att ett projekt genomförs på en gång istället för att delas in i etapper. Det beror på att kapitaltillgången är god och det finns många byggbolag som vill investera i projektfinansierad infrastruktur. En förutsättning för att byggbolagen skall vilja investera är att de kan ha hög skuldsättningsgrad. Därför måste man projektfinansiera.

Projektfinansiering är den enda lösningen som gör en stor infrastrukturinvestering möjlig utan att binda mycket kapital (mätt i andel, upp till 90%). Den höga skuldsättningsgraden gör dessutom att sponsorn kan uppnå sitt avkastningskrav på eget kapital (se kap 4.1.1). Eftersom den höga belåningen medför stor effekt på avkastningen kan sponsorn få god avkastning även om bruttomarginalerna är små.

En respondent påtalar den högre *recovery rate* som gäller vid projektfinansiering i jämförelse med corporate finance. Enligt den undersökning som genomförts av S&P är genomsnittlig *recovery rate* 85% vid projektfinansiering.¹⁴³ Enligt respondenten är jämförbar *recovery rate* vid *default* vid corporate finance 40-50%. Det innebär en lägre risk för banken vid fallissemang. Något som kommer att bli mycket aktuellt med införandet av de nya kapitaltäckningsreglerna enligt Basel II. För vidare information om Basel II hänvisas till finansinspektionen.¹⁴⁴

Slutsats: Möjligheten till hög skuldsättningsgrad samt god likviditet i marknaden resulterar i mycket god kapitaltillgång vid användning av projektfinansiering.

6.1.8 Off-Balance Financing

Enligt teorin om projektfinansiering belastas inte sponsorns balansräkning vilket påtalas i den empiriska studien. Det innebär en möjlighet för sponsorn att investera i projekt utan att sponsorns moderbolags nyckeltal påverkas med avseende på skuldsättning.

Slutsats: Projektfinansiering möjliggör investeringar som inte belastar sponsorns balansräkning.

6.2 Andra steget

Analysens andra steg syftar till att bedöma betydelsen av slutsatserna om projektfinansiering för PPP. Slutsatserna analyseras utifrån ett PPP perspektiv och strävan är att avgöra vilken grad av påverkan som respektive karakteristika av projektfinansiering har. Analysen diskuterar huruvida projektfinansieringsformen är nödvändig för att uppnå en given positiv effekt. Alternativet är att effekten kan uppnås utan projektfinansiering.

6.2.1 Konkurrens

Ur ett PPP-perspektiv är, som behandlats under kapitel 3.1.2.9, konkurrensen en viktig aspekt som framhålls vid ett antal undersökningar. Genom att storleken och omfattningen på projekten blir större än vid traditionell upphandling lockar de även internationella aktörer.

¹⁴³ S&P, (2005), *Infrastructure & Public Finance Ratings – Public Private Partnerships*. s. 57

¹⁴⁴ FI (2001), *Riskmätning och kapitalkrav*. s. 6ff

Analysen av projektfinansieringsformen ger vid handen att den i sig kan bidra till att öka antalet aktörer i en upphandling. Av analysen framkom vidare att projektfinansieringsformen gör det möjligt för upphandlaren att fokusera på den lösning som presenteras. Dessa faktorer är svåra att ersätta utan att genomföra en projektfinansiering då effekterna är specifika för projektfinansieringsformen. Det kan dock konstateras att den största anledningen till en ökad konkurrens, en ökad internationell konkurrens, knappast är en följd av finansieringsformen. Även utan finansieringen bör dessa stora kontrakt vara intressanta på en internationell marknad.

Slutsats: Projektfinansieringsformen kan ge en marginellt ökad konkurrens vid PPP.

6.2.2 Handlingsutrymme

Under kapitlen 6.1.3 samt 6.1.4 beskrivs att projektfinansiering resulterar i minskade agentkostnader. Om det privata finansieringsbehovet försvann skulle projektet istället inkorporeras i entreprenörens övriga verksamhet. Det skulle innebära ett större handlingsutrymme inom projektet då ingen ställer krav på ett minskat handlingsutrymme på det sätt banken gör vid projektfinansiering. Det ökade handlingsutrymmet skulle leda till ökade agentkostnader per definition. Agentkostnader kan givetvis minskas även utan projektfinansiering men finansieringsformen har visat sig vara ett särskilt effektivt instrument för detta ändamål. En nackdel med finansieringen är att transaktionskostnaderna stiger då finansieringslösningen är kostsam att upprätta.

Slutsats: Projektfinansieringsformen minskar agentkostnader vid PPP.

6.2.3 Riskallokering

En viktig del i PPP är frågan om riskallokering. Genom att riskerna bärs av den part som är bäst på att hantera risken minimeras kostnaderna. Studier visar att riskfördelningen medför kostnadsbesparingar och kan enligt Jenkinson vara ett av de bästa argumenten för att använda privat finansiering.¹⁴⁵

¹⁴⁵ Jenkinson, T (2003), *Private finance*. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 19, Iss. 2, s. 333

En av projektfinansieringsformens styrkor är att en effektiv riskallokering möjliggörs. Målsättningen är att SPV:et efter genomförd riskfördelning inte lägre skall bära någon risk utan att dessa skall vara fördelade på de parter som är inblandade i projektet.¹⁴⁶ Om finansieringen exkluderas försvinner även det verktyg för riskallokering som projektfinansiering visat sig vara. Ett alternativ blir då att genom avtal fördela riskerna på de parter som bäst kan hantera dem, vilket antagligen skulle bli en kostsam process.

Vid offentlig finansiering försvinner banken som riskbärare. Banken har som bärare av den finansiella risken vid en projektfinansiering en viktig roll som kontrollant av att riskerna fördelas på ett bra sätt. Detta är något som framkommer tydligt i de intervjuer som genomförts.

Slutsats: Projektfinansieringsformen medför en effektiv riskallokering vid PPP.

6.2.4 Vinstintresse

En av de faktorer som lyfts fram vid funktionsupphandling är att denna medför en möjlighet att koppla ersättningen till olika mätbara mål. Detta kan ge entreprenören ett incitament att exempelvis verka för bra framkomlighet, lägre olycksstatistik samt ge incitament till ökad innovation.¹⁴⁷ Då ett projektbolag har ett intresse av minimera kostnader i syfte att maximera vinsten till sina ägare bör incitamenten leda till önskad effekt.

Det är dock möjligt att koppla samma typ av incitament till en entreprenör även om finansieringen sköts av staten genom att en hög ersättning betalas ut under projektets byggfas. Den löpande ersättningen kan genom avtal kopplas till incitamentsprogram. Mot denna bakgrund är det tveksamt om finansieringen tillför något mervärde.

Slutsats: Projektfinansieringsformen ökar incitamenten för att leverera långsiktiga och innovativa lösningar vid PPP men detta kan uppnås även utan projektfinansiering.

¹⁴⁶ Vinter, G. (1998) *Project Finance – a legal guide*, s. 25

¹⁴⁷ HM Treasury, (2003), *The Green Book*, s. 44

6.2.5 Beständighet

Livscykelperspektivet är en av de mest centrala delarna vid PPP. Vid traditionell anslagsfinansiering har inte entreprenören någon vinning av att lämna ett högt initialt anbud även om han bedömer det vara det långsiktigt bästa för beställaren. Den högre kostnaden kommer att resultera i att han inte vinner anbudsförfarandet. Entreprenören har inte något ansvar för att konstruera vägen utan detta utförs av beställaren.

Om projekten finansieras av offentlig sektor men med funktionsupphandling kan samma mål uppnås förutsatt att den initiala byggersättningen kan justeras efter hur entreprenören väljer att bygga infrastrukturen.

Slutsats: Incitament att bygga den långsiktigt bästa lösningen finns vid projektfinansiering men kan även uppnås med offentlig finansiering.

6.2.6 Kapitaltillgång

Kapitalkostnaden blir alltid lägre vid offentlig finansiering än vid privat finansiering.¹⁴⁸ Detta är också ett av de starkaste argumenten mot att blanda in privat finansiering. För att kompensera för den högre kapitalkostnaden måste finansieringen medföra mervärden eller kostnadsbesparingar.

Argumentationen om en högre kapitalkostnad är dock något som Jenkinson till viss del vänder sig emot. Han menar att den privata finansieringskostnaden kan bli densamma som den offentliga om förutsättningarna är de rätta. Jenkinson menar att skattebetalarna vid offentlig finansiering blir equityhållare och att den risk skattekollektivet bär måste prissättas och adderas till kostnaden för offentlig finansiering. Han menar dock att för att den privata finansieringskostnaden skall kunna bli lika låg som vid offentlig finansiering måste en rad faktorer vara uppfyllda vilket sällan är fallet vid PPP.¹⁴⁹

Det finns även en möjlighet att finansiera ett SPV via obligationer. Denna typ av obligationer är något som pensions- och livförsäkringsbolag börjat intressera sig för i allt högre utsträckning. I en artikel i Financial Times påpekas att denna obligationstypen passar dessa bolags behov då de har långa löptider och en avkastning som är något högre än

¹⁴⁸ Ds 2000:65, *Alternativ finansiering genom partnerskap*. s. 44

¹⁴⁹ Jenkinson, T (2003), *Private finance*. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 19, Iss. 2, s. 323 f

statsobligationer men med i princip samma risk.¹⁵⁰ De ändrade reglerna om dessa fonders innehav kommer sannolikt att resultera i en större efterfrågan på denna typ av långa och säkra papper.¹⁵¹ Det innebär en ökad tillgång på kapital samt minskad räntemarginal.

Den goda kapitaltillgången som projektfinansieringsformen resulterar i kan medföra att fördyringen vid privat finansiering blir mindre. Olika typer av försäkringslösningar kan till exempel resultera att ett projektbolag kan erhålla AAA rating. Som nämns ovan i kapitel 6.1.7 kan den relativt sett lägre risken vid fallissemang även leda till en mindre kapitalkostnad samt en ökad tillgång på kapital.

Slutsats: Med projektfinansiering blir kapitalkostnaden densamma eller högre än vid offentlig finansiering.

6.2.7 Off-Balance Financing

Resonemanget har egentligen ingen koppling till om projektfinansiering medför minskade kostnader eller en ökad kvalitet på infrastruktur vid PPP, Argumentationen har istället en koppling till att projektet kan genomföras oberoende av om anslagsutrymme finns eller inte och om staten har utrymme för en ökad belåning (se kap. 3.1.1.1) Det som bör uppmärksammas är att denna dolda skuldsättning medför att staten i princip kan öka sin upplåning utan de överskrider de konvergenskrav som finns inom EU då finansieringen inte kommer att ske på statens balansräkning.

Om funktionsupphandling sker med statlig finansiering finns inte detta ökade utrymme eller möjlighet att tidigarelägga projekt.

Slutsats: Med privat finansiering medges en ökad dold skuldsättning och en möjlighet för staten att tidigarelägga projekt om budgeten inte medger stora utgifter.

¹⁵⁰ FT, *It makes sense for pensions to look at PFI*, FTfm, 2005-05-02

¹⁵¹ Skingsley, C. (2004), *Livbolag måste sälja aktier för 200 mdr*. DI, 2005-05-01

7 Slutsats

Kapitlet redovisar de slutsatser som analysen resulterat i. Inledningsvis beskrivs kortfattat slutsatserna. Därefter positioneras dessa gentemot tidigare forskning. Kapitlet avslutas med förslag till framtida forskning.

Syftet med uppsatsen var att undersöka vilken betydelse projektfinansiering har för PPP.

Analysen visar att det finns två tunga argument för att använda projektfinansiering:

- Den överlägsna riskallokeringen.
- Att finansieringsformen medför minskade agentkostnader.

Dock finns två starka argument mot projektfinansiering:

- Den högre räntemarginalen vid privat upplåning.
- Transaktionskostnader som privat finansiering medför.

Dessutom finns det ett antal faktorer som inte är starkt kopplade till finansieringsformen:

- Incitament för innovativa lösningar
- Konkurrens
- Vinstintresse

Av analysen kan man följaktligen dra slutsatsen att projektfinansieringsformen har mycket att tillföra vid PPP. Emellertid måste finansieringen överbrygga de ökade kostnader privat finansiering innebär i jämförelse med offentlig finansiering. Det är svårt att utifrån den studie som genomförts ge ett entydigt svar på om projektfinansieringsformen klarar av denna utmaning. Nedan kommer dock de resultat som undersökningen givit att relateras mot tidigare studier inom området för att i möjligaste mån reda ut de frågor som kvarstår.

Det tydligaste argumentet mot en privat finansiering är att staten lånar till den riskfria räntan, vilket inte en privat aktör kan göra. Jenkinson menar dock att kostnaden för den privata finansieringen under vissa förutsättningar kan bli densamma som för offentlig finansiering.

Om kontrakten är lättdefinierade, riskerna är lättförståeliga, transaktionskostnaderna är låga och det finns en konkurrens om finansieringen kommer kostnaden vara i princip densamma.¹⁵² Mot bakgrund av Jenkinsons resonemang blir det intressant att se om dessa faktorer har en förutsättning att bli uppfyllda genom PPP vid infrastrukturinvesteringar i Sverige.

I uppsatsen har belysts att det finns konkurrens om finansieringen och att det är sannolikt att denna kan öka genom en utökad användning av obligationsfinansiering. PPP-obligationer bedöms vara mycket attraktiva för pensions- och livbolag. Risk- och kontraktsspecifika frågor bör bli lättare att definiera ju fler projekt som genomförs. Transaktionskostnader bör även dessa minska i och med att erfarenheten av PPP-projekt ökar. Den sammanlagda bedömningen när det gäller kapitalkostnaden blir därför att det finns goda förutsättningar att minska gapet mellan privat- och offentlig finansiering.

De positiva aspekterna av en privat finansiering skall väga upp den eventuellt högre kapitalkostnaden den privata sektorn har. Det blir därför intressant att prissätta de positiva argumenten för projektf finansiering. De minskade agentkostnaderna bör i sammanhanget vara en relativt liten ekonomisk post. När det gäller riskallokeringen är det dock sannolikt att det kan innebära stora besparingar även ur en ekonomisk aspekt. Här kan en samhällsekonomisk vinst uppnås genom att risk för exempelvis färdigställande förs över till den privata sektorn på ett naturligt och effektivt sätt.

Projektf finansieringsformen är utformad för att på ett effektivt sätt hantera risker och föra över dem på den part som bäst kan hantera den. Genom att finansieringsdelen finns med kommer de risker som annars ligger oexponerade för kapitalmarknaden att exponeras menar Jenkinson. Detta innebär att man får en möjlighet att föra över sådana risker som den privata sektorn är bättre på att hantera. Fortfarande kan dock risker som staten är bättre på att bära föras över till offentlig sektor.

Projektf finansieringen innebär att det blir en absolut nödvändighet för banker och finansiärer att hantera alla risker som förväntas uppkomma under projektiden. Vid en intervju uttryckte en av bankerna att den största risken var den risk som inte uppmärksammats. När riskerna väl upptäcks är det sällan några problem att hantera dem. Vid en utebliven finansiering riskerar

¹⁵² Jenkinson, T (2003), *Private finance*. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 19, Iss. 2; s. 333

alltså risker som privat sektor hanterar bättre ligga kvar oexponerade hos den offentliga sektorn och en risk som inte uppmärksammas kan bli mycket kostsam.

Bruzelius menar att genom att det kan vara svårt för en upphandlare att bedöma ett företags finansiella ställning. Han menar vidare att finansiell bedömning är en av kapitalmarknadens funktioner och att privat finansiering därmed skulle leda till en ökad stabilitet i projektet.¹⁵³ Bedömningen blir att ovanstående aspekter kan utgöra mycket väl kan väga upp den eventuellt högre finansieringskostnaden.

Vissa argument har enligt analysen inte har någon stark koppling till finansieringen men är viktiga delar i PPP. De kan istället lösas genom avtal. Det som bör noteras vid en sådan lösning är att utan finansieringen tappar man en viktig part som övervakar projektet, nämligen banken. Genom bankens bevakning av bolaget kan eventuella svagheter eller felsatsningar i exempelvis innovativa lösningar upptäckas tidigare. Vid en privat finansiering övervakas betalningsflöden från banken och banken skall även godkänna de investeringar som skall göras. Även här blir alltså Bruzelius resonemang angående kapitalmarknadens inblandning relevant.¹⁵⁴ Bankens inblandning kan givetvis även få negativa implikationer på innovation då även banken måste förstå en innovations genialitet för att den skall godkännas. Av de intervjuer som genomförts framkom dock att bankerna tar in konsulter för att hantera denna typ av frågor och att problemet därför kan anses vara av ringa betydelse.

Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv finns det starka argument som talar för att de försöksprojekt som föreslagits i Ds 2000:65 också bör genomföras. Detta är en nödvändighet för att på ett trovärdigt sätt kunna bedöma huruvida PPP passar för svenska förhållanden. Det projekt som nyligen påbörjats i Stockholm på Norrortsleden, en funktionsentreprenad utan finansiering, kommer att utgöra ett bra projekt att göra jämförande studier emot. Det är därför viktigt att erfarenheterna från detta projekt analyseras noga.

7.1 Förslag till vidare forskning

Som nämnts i inledningen finns det inga tidigare studier som utreder projektfinansieringens vikt för PPP. Denna studie visar dock att frågan är intressant och att det finns områden som behöver studeras mer ingående.

¹⁵³ Bruzelius, N (1999), *Nya metoder för finansiering av vägar*, s. 33

¹⁵⁴ Bruzelius, N (1999), *Nya metoder för finansiering av vägar*, s. 33

Uppsatsen pekar ut ett antal områden där finansieringsformen kan tillföra mervärde. Det var dock inte möjligt att, inom ramen för uppsatsen, studera hur stor den ekonomiska betydelsen av dessa områden är. Det skulle därför vara av vikt att genomföra en studie som i ekonomiska mått mäter hur stor vikten av dessa är och om de kan väga upp den eventuellt högre kostnaden den privata finansieringen medför.

Ett annat område som kan vara aktuellt för vidare studier är frågan om det är möjligt att utveckla en svensk modell för PPP. Behovet av en modell för har framkommit i de intervjuer som genomförts under uppsatsen.

Enligt vad som framkommit i undersökningen råder det delade meningar om den privata finansieringen alltid är dyrare än privat finansiering. Jenkinson menar att så inte behöver vara fallet och det skulle därför vara av intresse att utreda frågan djupare. Finansieringskostnaden är ett de starkaste argumenten som förs fram emot privat finansiering och Jenkinsons resonemang om skattebetalarna som riskbärare är ett område som behöver en djupare belysning. Det finns fler än Jenkinson som studerat frågan men ingen studie med ett svenskt perspektiv är genomförd.

Vid en projektfinansiering finns det en möjlighet att avyttra aktierna och ägandet i SPV:t, något som är svårt om entreprenaden bygger på ett avtal mellan två parter utan det mellanliggande SPV:et. Det skulle vara intressant att studera vad denna möjlighet får för konsekvenser och om detta är något positivt eller negativt för projektet.

Det skulle även vara av intresse att utreda hur stort ett projekt behöver vara för att det skall vara ekonomiskt motiverat att genomföra den relativt kostsamma upphandling som PPP medför. Enligt en av respondenterna i undersökningen måste projektet vara i storleksordningen 1 mdr medan Bruzelius menar att det kan vara av intresse redan vid en projektstorlek på 150 mkr.¹⁵⁵

¹⁵⁵ Bruzelius, N (1999), *Nya metoder för finansiering av vägar*, s. 41

Källförteckning

Litteratur

- Arnold, G. (2002), *Corporate Financial Management*, 2 uppl. Pearson Education, Spain
- Bryman, A. (2002), *Samhällsvetenskapliga metoder*, Liber Ekonomi, Trelleborg
- Bruzelius, N. (1999) *Nya metoder för finansiering av vägar*, KFB Information
- Esty, B.C. (2004), *Modern Project Finance*, John Wiley & Sons, USA
- Finnerty, J.D. (1996), *Project Finance*, John Wiley & Sons, USA
- Grimsey, D. & Lewis, M.K. (2004), *Public Private Partnerships*, Edward Elgar Publishing, Cornwall
- Kim, K.A. & Nofsinger, J.R. (2004), *Corporate Governance*, Pearson Education, USA
- Nygaard & Bengtsson, (2002), *Strategizing – en kontextuell organisationsteori*
- Trost, J. (1997), *Kvalitativa Intervjuer*, 2 uppl. Studentlitteratur, Lund
- Vinter, G.D. (1998), *Project Finance*, 2 uppl. Sweet & Maxwell, Cornwall
- Wood, P.R. (1995), *Project Finance, Subordinated Debt and State Loans*, Sweet & Maxwell, Great Britain
- Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*, Yescombe Consulting, USA

Rapporter

- ACCA, (2004), *Evaluating the operation of PFI in roads and hospitals*
- Agåker, T. och Djupfeldt, R. (2004), *Slutrapport för projekt Kostnadsfördyringar av vägprojekt i VN år 2002*
- Ang, J.; Cole R.; Lin J., *Agency costs and ownership structure*, Journal of Finance vol 55, 2000
- Arthur Andersen and Enterprise LSE, (2000), *Value for Money Drivers in the Private Finance Initiative*
- COWI, (2003), *Granskning av planeringsunderlaget i Vägverkets, Bankverkets och länens förslag till långsiktplaner för perioden 2004-2015*, Näringsdepartementet, Dnr. N2002/12144/IR
- Dewatripont, M. och Legros, P. (2005), *Public-Private-Partnerships: Contract Design and Risk Transfer*
- Ds 2000:65, (2000), *Alternativ finansiering genom partnerskap*.

Ernst & Young, (2000), *PPP – En framtidsmodell för offentlig service*, Industriförbundet

Esty, B.C. (2002), *The Economic Motivations for Using Project Finance*

European Commission (2003), *Public finances in EMU*

Farrel, L.M. (2003), *Principal-agency risk in project finance*, International Journal of Project Management vol. 21 nr. 8

Finansinspektionen (2001), *Riskmätning och kapitalkrav*. Dnr. 01-1178-601

HM Treasury, (2003), *PFI: Meeting the investment challenge*, The Stationary Office

HM Treasury, (200X), *The Green Book*

Jenkinson, T. (2003), *Private finance*, Oxford Review of Economic Policy. Vol. 19, Iss. 2

KPMG, (2003), *Kartlegging og utredning av former for offentlig privat samarbeid (OPS)*

Reiss, A. (2003), *PPP model applicable across sectors?*, EIB

Standard & Poor's (2005), *Global Project Finance Yearbook*

Standard & Poor's, (2005), *Infrastructure & Public Finance Ratings – Public Private Partnerships*. Global Credit Survey 2005

Svenska Naturskyddsföreningen (2001), *Remissyttrande angående Alternativ finansiering genom partnerskap*

Tidningsartiklar

Brusk, P. et al (2002), *Dagens upphandling stryper innovationen*. Dagens Industri, 2002-05-23

Cullen, A. (2004), *The Big Money for Big Projects*. Harvard Business School Working Knowledge, 2004-06-14

Mattmar, U. (2003), *Vägunderhåll skjuts upp*. Dagens Nyheter, 2003-08-05

Örn, G. (2004), *Trögt att låna ut till offentlig sektor*. Dagens Industri, 2004-10-28

Financial Times, *It makes sense for pensions to look at PFI*, FTfm, 2005-05-02

Intervjuer

Bruzelius, Nils, Lund, 2005-05-19

Claeson, Anders, Vice President, Head Structured Finance, NCC AB, Stockholm, 2005-05-02

Croon, Elisabeth, Export and Project Finance, Handelsbanken AB, Stockholm, 2005-05-03

Lemne, Niclas, Export and Project Finance, Nordea Bank AB, Stockholm, 2005-05-03

Lundberg, Nils, Vice President Structured Finance, Skanska Financial Services AB,
Stockholm, 2005-05-02

Lundberg, Gunnar, Investment manager, Skanska BOT AB, telefon 2005-04-26

Svensk, Lars-Åke, Export & Project Finance, SEB Merchant Banking, Stockholm,
2005-05-03

Westerberg, Sten, Svenska Exportkredit, SEK, telefon 2005-04-20

Internet

<http://www.bot.skanska.com>, 2005-04-15

<http://www.handelsbanken.se>, 2005-04-23

<http://www.ncc.se>, 2005-04-23

<http://www.nordea.com/sitemod/default/index.aspx?pid=50072>, 2005-04-23

<http://www.riksdagen.se/debatt/0001/forslag/Rr11/RR110010.ASP>, 2005-05-30

<http://www.skanska.se>, 2005-04-23

<http://www.seb.se>, 2005-04-23

Bilaga 1

Norrortsleden, delen Täby kyrkby – Rosenkälla: Funktionsentreprenad med helhetsåtagande

Norrortsleden, delen Täby kyrkby – Rosenkälla, genomförs enligt en ny entreprenadform, *funktionsentreprenad med helhetsåtagande*. Entreprenadformen innebär en anpassning/utveckling av s k PPP-genomförande (Public Private Partnership). PPP kan enkelt sammanfattas som att entreprenören erhåller ersättning mot tillhandahållande av en vägfunktion. I den utvecklade entreprenadmodellen är ambitionen att fokusera på vägfunktionen och samtidigt undvika de merkostnader som följer av den rena PPP-modellen.

Effektiviseringsmöjligheter bedöms främst bestå i att

- Entreprenören får ett sammanhållet ansvar för projektering, byggande samt drift och underhåll.
- Frihet för entreprenören att välja tekniska lösningar inom ramen för övergripande krav på vägens funktion.
- Ersättningsmekanism samt ansvars- och riskfördelning anpassas till entreprenadmodellen.
- Utvecklat samarbete mellan parterna.

Entreprenadens mål kan sammanfattas enligt följande:

- Verifiering av potential till effektivisering, dvs lägre totalkostnader.
- Branschutveckling genom nya genomförandeformer.
- Utveckling samarbetsformer beställare/entreprenör.
- Förberedelse inför kommande större projekt med alternativa genomförandeformer.

I tabell nedan jämförs funktionsentreprenad med helhetsåtagande med ett traditionellt genomförande. Med traditionellt genomförande menas i detta fall den entreprenadindelning och entreprenadform som sannolikt skulle valts för delen Täby Kyrkby-Rosenkälla om inte funktionsentreprenad med helhetsåtagande blivit aktuellt, nämligen:

- Utförandeentreprenad för vägdelen Täby Kyrkby – Arningevägen inklusive Löttingetunneln
- Totalentreprenad för installationer i Löttingetunneln
- Utförandeentreprenad för vägdelen Arningevägen – Rosenkälla

Vissa jämförelser illustreras även med bilder för att tydliggöra skillnaderna.

Bilaga 2

Frågor till banker

1. Hur viktigt är det för banken att vara huvudbank vid PF? Vilket värde finns det i att administrera tex. projektets kassaflöde?
2. Vilka är mest drivande mot nya projekt? Drivs utvecklingen mot ökad PPP även av bankerna och vad är i så fall bankernas motiv till detta?
3. PPP som ett sätt att bygga vägar billigare. Är finansieringsformen en essentiell del av konceptet för att kunna hålla nere kostnader vid infrastruktursbygge?
4. Sponsorn eftersträvar att erhålla en så hög skuldsättningsgrad som möjligt i syfte att hålla kapitalkostnaderna nere. Vad är bankens syn på en hög skuldsättningsgrad? Spelar skuldsättningsgraden någon roll för banken i dess riskbedömning eller ser man helt till det tillgångar som finns i bolaget i form av eget kapital och kassaflöde?
5. Skiljer sig räntespreaden beroende på vilken skuldsättningsgrad en PF har?
6. Hur påverkas banken av de nya kapitaltäckningsreglerna enligt Basel II?
7. Har denna typ av projektbolag ett relativt sätt hög rating som ger banken möjlighet att få en hög utlåning i förhållande till det egna kapitalet?
8. PF-lån innebär lån med lång löptid utan någon annan säkerhet än sponsorns satsade kapital och kassaflödet från projektet. Har längden på lånet någon betydelse?
9. Finns det några kritiska punkter vid bankens bedömning av en PF?
10. Har banken större inblick i bolag som är finansierade genom PF än andra bolag? Vilken roll spelar exempelvis step-in klausuler egentligen? Har bolaget ett mindre handlingsutrymme?
11. Hur viktigt är det att vissa risker som exempelvis legala risker bärs av staten i denna typ av finansiering. Hur påverkar detta riskbedömningen från bankens sida?

Bilaga 3

Frågor till byggbolag

1. Vilka aktörer är mest drivande mot nya PPP-projekt? Sponsorer, banker, offentliga aktörer?
2. Innebär PPP lägre kostnader vid utveckling av infrastruktur? Varför?
3. PF-lån är lån med lång löptid utan någon annan säkerhet än sponsorns satsade kapital och kassaflödet från projektet? Vad innebär detta för er som sponsor?
4. Vad är er syn på en hög skuldsättningsgrad?
5. Skiljer sig räntespreaden beroende på vilken skuldsättningsgrad bolaget har?
6. Hur viktigt är det att vissa risker som exempelvis legala risker bärs av staten i denna typ av finansiering. Hur påverkar detta riskbedömningen från sponsorns sida?
7. Hur fördelas risker som ligger på privat sektor mellan sponsorn och banken?
8. Vilken roll spelar step-in klausuler? Begränsar de sponsorns handlingsutrymme?