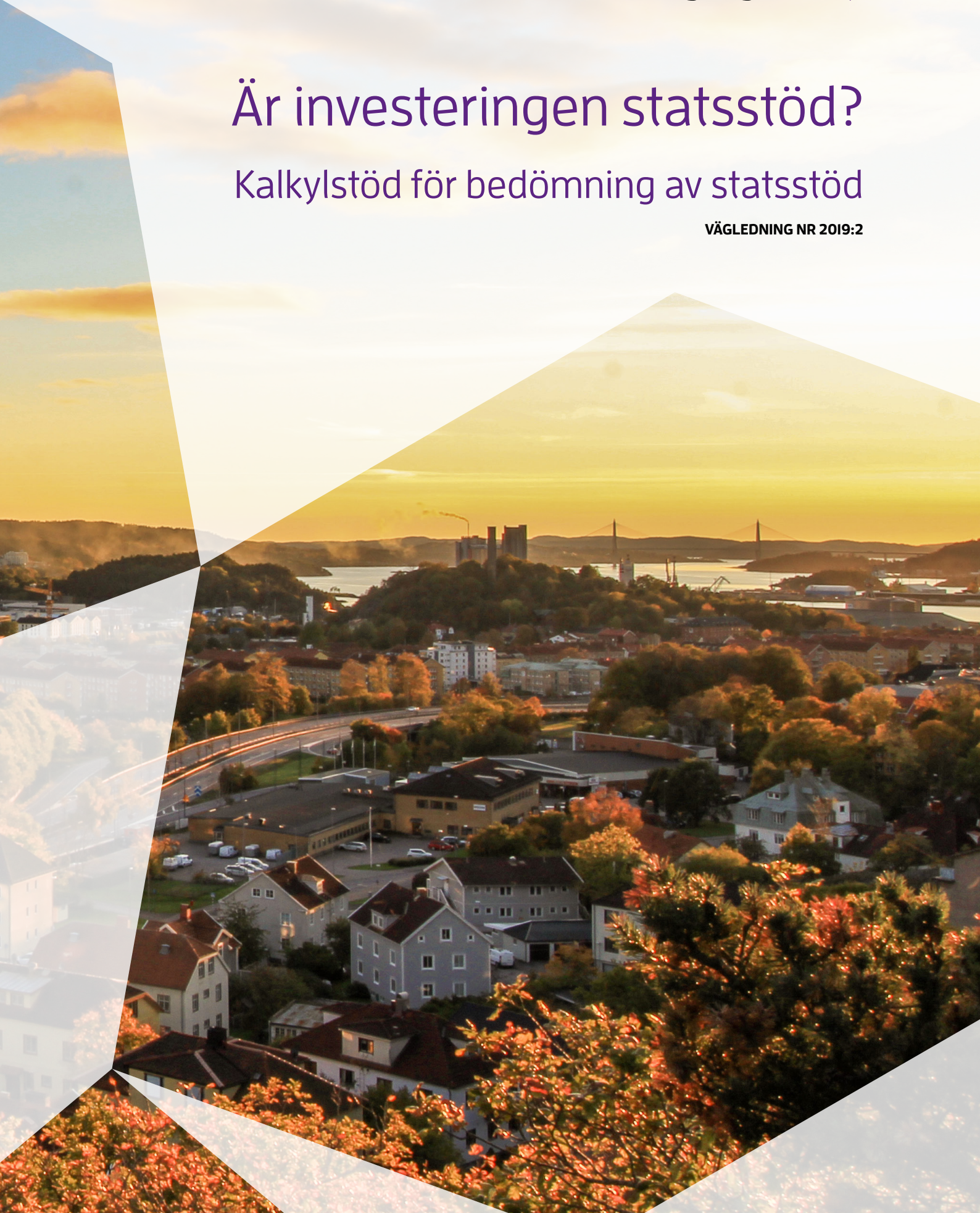


# Är investeringen statsstöd?

## Kalkylstöd för bedömning av statsstöd

VÄGLEDNING NR 2019:2



Upphandlingsmyndigheten april 2019

ISBN-nr: 978-91-985234-4-7

Produktion: Copenhagen Economics på uppdrag av Upphandlingsmyndigheten

Foto: Mostphotos

## Förord

Upphandlingsmyndigheten ska ge vägledning till kommuner och regioner (tidigare landsting) om EU:s statsstödsregler. Statsstödsreglerna används när det offentliga, till exempel en kommun eller en region ger ekonomiskt stöd till ett företag.

För att veta om beslut som kommuner och regioner fattar följer statsstödsreglerna behövs ofta företagsekonomiska kalkylunderlag. I vissa fall efterfrågar Europeiska kommissionen också sådant underlag för att kunna bedöma om beslut följer statsstödsreglerna. Upphandlingsmyndigheten har därför beställt en vägledning från Copenhagen Economics där de begrepp och kalkylmetoder som kommissionen använder förklaras ur ett företagsekonomiskt perspektiv. Målgruppen är främst ekonomer i kommuner och regioner eller kommun och regionsägda verksamheter.

Vägledningen beskriver kopplingen mellan allmänt kända redovisningsbegrepp och sådana investeringskalkyler som ekonomer och tjänstemän i den kommunala sektorn, kommunala bolag, stiftelser eller liknande använder i sin verksamhet och den typ av investeringskalkyler som efterfrågas när statsstödsreglerna ska tillämpas. Kalkylmetoderna illustreras med några exempel.

Det är vår förhoppning att vägledningen kan förklara hur ekonomiska kalkyler kan användas vid tillämpningen av statsstödsreglerna och därigenom öka kunskapen om statsstödsreglerna i kommuner och regioner.

Stockholm

April 2019



Inger Ek

Generaldirektör

## Innehåll

Förord .....	3
1. Statsstöd –grundläggande principer .....	5
1.1 Några centrala statsstödsbegrepp.....	6
1.2 Exempel 1: En kommunal investering som prövades enligt pari-passu .....	8
2. Utvärdering av offentliga investeringar .....	9
2.1 Nettonuvärde .....	9
2.2 Exempel 2: Nyproduktion av bostäder .....	10
2.2.1 Investeringens storlek.....	10
2.2.2 Framtida betalningar, driftsnetton och restvärde.....	11
2.2.3 Marknadens avkastningskrav.....	11
2.2.4 Investeringskalkyl .....	12
2.3 Kommissionens angreppssätt för att analysera förekomsten av statsstöd.....	14
3. Utvärdering av offentliga lån och garantier .....	18
3.1 Hur stödandelen i lån och garantier bedöms .....	18
3.1.1 Utvärdering av lån .....	19
3.1.2 Utvärdering av inslaget av stöd i garantier .....	19
3.2 Exempel 3: En statlig garanti .....	21
Förkortningar .....	24

## 1. Statsstöd –grundläggande principer

Begreppet statsstöd är egentligen missvisande – stöd som finansieras av det offentliga är i legal mening inte statsstöd om en marknadsekonomisk investerare hade gjort motsvarande investering. Statsstöd handlar därför inte om finansieringskällan, utan istället om dess affärsmässighet och påverkan på marknaden.

Om Staten (det offentliga) agerar som vilken annan marknadsaktör som helst är detta oproblematiskt ur statsstödssynpunkt. Om det offentliga däremot finansierar investeringar som ingen marknadsekonomisk aktör skulle finna lönsam ens på sikt kan det däremot vara fråga om statsstöd. Med Staten avses även kommuner och regioner. Vi använder därför begreppet det offentliga som synonymt med begreppet staten. Visst statsstöd kan tillåtas om fördelarna överväger de negativa effekterna. Men om förhållandet är det omvända kan statsstödet stå i strid med regelverket.

Enligt statsstödsreglerna är det Europeiska kommissionen (kommissionen) som ska godkänna alla statsstöd. Kommissionen kontrollerar även att det offentliga följer statsstödsreglerna och inte lämnar statsstöd som inte godkänts eller utformats enligt kommissionens undantagsregler. Denna promemoria syftar till att beskriva närmare de kalkylmetoder som kommissionen använder för att bedöma om en viss investering eller annan åtgärd är statsstöd eller inte. Kärnan i denna analys är därför om stödet följer marknadsmässiga principer: hade en marknadsekonomisk aktör gjort en motsvarande investering under normala marknadsvillkor eller inte? I analysen gör kommissionens ekonomer i princip samma beräkningar som en marknadsekonomisk investerare hade gjort i en motsvarande situation med avseende på risk och möjlig avkastning.

Ett viktigt element i statsstödsärenden är således att kunna identifiera och kvantifiera de ekonomiska fördelar som följer av en viss åtgärd, exempelvis genom direkta investeringar eller lån. Om det är fråga om statsstöd, kan samma metoder också användas till att bestämma vilken stödandel (*eng. grant element*) som är nödvändig för att en marknadsekonomisk investerare ska kunna genomföra den. Den analysen behöver göras när kommissionen ska få ett underlag för att kunna godkänna ett statsstöd eller när kommissionens undantagsregler ska tillämpas.

## 1.1 Några centrala statsstödsbegrepp

Allt statsstöd ger en ekonomisk fördel åt en viss aktör, eller en viss grupp av aktörer, på marknaden. För att utgöra statsstöd måste åtgärden alltså vara selektiv och inte generell, det vill säga den kan inte tillfalla samtliga aktörer på en viss marknad.<sup>1</sup>

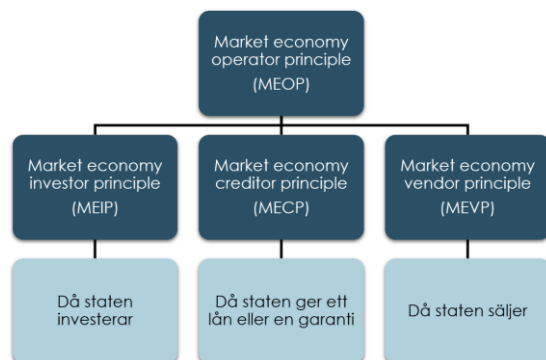
Om stödmottagaren inte har fått en ekonomisk fördel och det offentligas agerande således motsvarar vad en rationell marknadsekonomisk aktör hade gjort i motsvarande situation, utgör åtgärden inte statsstöd. Denna princip brukar i kommissionens praxis kallas för MEOP, efter engelskans Market Economy Operator Principle.

En prövning enligt MEOP kan utföras på två sätt: antingen via en direkt jämförelse av transaktionsspecifik marknadsdata eller med *benchmarking*. En direkt jämförelse kan antingen utföras (i) *pari-passu* (samtidigt och på samma villkor) av privata och offentliga aktörer, eller genom (ii) ett öppet, icke-diskriminerande och ovillkorligt anbud från en aktör på marknaden.<sup>2</sup> Om en direkt jämförelse inte kan göras får analysen istället utgå från en jämförelse med en faktisk ekonomisk transaktion som är så lik den aktuella transaktionen som möjligt, så kallad benchmarking.

MEOP kan tillämpas på såväl investeringar, lån, garantier och offentliga försäljningar. Vanligen används då ett begrepp som hänger ihop med stödets form, se Figur 1 nedan.

Figur 1

MEOP och olika former av potentiellt statsstöd



Källa: Copenhagen Economics

<sup>1</sup> Detta är ett av fem kumulativa kriterier som ska vara uppfyllda för att det ska vara fråga om statsstöd. Dessa fem är: 1) Åtgärden ska kunna kopplas till det offentliga och ska finansieras med offentliga medel (offentliga medel), 2) Åtgärden ska vara riktad mot vissa verksamheter eller viss produktion (selektivitet), 3) Verksamheter som åtgärden riktar sig mot ska bedriva ekonomisk verksamhet (företagskriteriet), 4) Åtgärden ska ge mottagaren en fördel (gynnande) och 5) Åtgärden ska snedvrیدا eller hota att snedvrیدا konkurrensen och påverka handeln mellan EU:s medlemsstater (konkurrens och samhandel). Se vidare artikel 107(1), EUF-fördraget.

<sup>2</sup> Skäl 84, kommissionens tillkännagivande om begreppet statligt stöd. Tillgänglig på webbplats: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016XC0719\(05\)&qid=1554127825848&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SV/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016XC0719(05)&qid=1554127825848&from=EN).

En marknadsekonomisk aktör kan uppträda på marknaden antingen som investerare, långgivare eller som försäljare. Testet för investeraren, kallat MEIP efter *Market Economy Investor Principle*, förutsätter att projektets **internränta** och **alternativkostnaden för kapital** bedöms. Utgångspunkten är en rationell marknadsekonomisk aktör som endast investerar om avkastningen (internräntan) är minst lika hög som den förväntade marknadsavkastningen. Denna analys görs *ex ante*, alltså betingat av de förhållanden som var kända när beslutet om investeringen togs.

När det gäller bedömningen av offentliga lån och garantier kallas testet MECP efter *Market Economy Creditor Principle* eller kriteriet om en marknadsekonomisk borgenär. Åtgärdens villkor jämförs då med det identifierade **marknadspriset** för en liknande åtgärd. Vid försäljning av offentlig egendom tillämpas MEVP efter engelskans *Market Economy Vendor Principle*.<sup>3</sup> Även i detta fall behöver man identifiera ett marknadsmässigt pris att kunna utföra jämförelsen.

De metoder som används i samtliga tre fall utgör underlag för att bedöma om en viss åtgärd utgör statsstöd eller inte. Samma metoder kan också ligga till grund för kvantifiering av andelen stöd i en viss åtgärd som faktiskt utgör statsstöd. Även om statsstöd som huvudregel är otillåtet kan det vara tillåtet om det godkänns av kommissionen eller utformas enligt något tillämpligt statsstödsundantag. En viktig bedömningsgrund i sådana fall är statsstödet proportionalitet, det vill säga att dess omfattning inte är större än nödvändigt för att uppnå de positiva effekterna som stödet syftar till att uppnå.

Följande exempel illustrerar ett svenskt fall som bedömdes av kommissionen där frågan gällde om en viss åtgärd utgjorde statsstöd eller inte. Bedömningen grundades på transaktionens marknadsmässighet som i detta fall kunde undersökas direkt enligt principen om *pari-passu*, alltså om det fanns privata investerare som samtidigt och till samma villkor och risk gjorde motsvarande investeringar.

---

<sup>3</sup> Dessa principer följer av EU-domstolarnas praxis och hänförs till som "market economy investor test", för att identifiera förekomst av statsstöd vid offentliga investeringar, ett "private creditor test" för att identifiera förekomst av statsstöd då skulder beviljade av offentliga instanser omförhandlas och "private vendor test" för att identifiera förekomst av statsstöd då en offentlig instans säljer något. Se vidare skälen 74-75, kommissionens tillkännagivande om begreppet statligt stöd, samt Figur 1.

## 1.2 Exempel 1: En kommunal investering som prövades enligt pari-passu

År 2006 notifierade Sverige en stödordning till kommissionen som innefattade en investering i bolaget ”Marknadsföringsbolaget Nya Norrköping AB” (MNK) som skulle träffa avtal med olika flygbolag om nya rutter till Norrköpings flygplats och garantera att flygbolagen inte skulle gå med förlust under avtalstiden (kommissionens ärende N 791/2006). Åtgärden utgjorde alltså en investering av Norrköpings kommun i MNK och innehöll bland annat följande villkor:

- Kommunen stod för 50 procent av investeringen, resterande del stod andra intressenter för (inklusive privata företag).
- Avtalen med flygbolagen hade en löptid på 12–36 månader.
- MNK garanterade flygbolagen ett nettoresultat på en viss rutt, vilket säkerställde att de på denna rutt inte skulle gå med förlust under avtalstiden.

Kommissionen undersökte ifall åtgärden utgjorde statsstöd enligt statsstödsreglerna genom att undersöka om en marknadsekonomisk investerare som agerar under normala marknadsförhållanden hade tagit samma investeringsbeslut. En utgångspunkt är att kapitalbidrag från offentliga medel inte är statsstöd om två villkor uppfylls. För det *första* ska privata aktieägare delta åtminstone i proportion till storleken på sitt aktieinnehav. För det *andra* skall investeringen vara *pari-passu*, vilket innebär att villkoren skall vara identiska för såväl den offentliga som den privata investeraren. En viktig del av identiska villkor är att investeringarna skall ske samtidigt.<sup>4</sup>

Kommissionen fann i sin utredning att båda dessa villkor var uppfyllda. För det första stod deltagandet från privata aktieägare i proportion till deras aktieinnehav. För det andra var villkoren identiska mellan de privata och offentliga investerarna av flera anledningar. Beslutet att inrätta fonden togs gemensamt och samtidigt av kommunen och det privata näringslivet. Vidare framkom att kommunen inte skulle investera utifall de privata investerarna hade avstått och vice versa samt att det var ett krav att de privata investeringarna skulle vara minst lika stora som de offentliga. De privata investerarna fick inte heller någon särskilt gynnad behandling eller skattelättnader genom projektet.

Sammantaget bedömde därför kommissionen att investeringen inte utgjorde statsstöd eftersom Norrköpings kommun agerat på samma sätt som en marknadsekonomisk aktör kunde ha förväntats agera gentemot MNK.

---

<sup>4</sup> Kommissionens praxis baseras här på mål C-482/99 (*Stardust Marine*) punkterna 19-20.



## 2. Utvärdering av offentliga investeringar

I exemplet om Norrköpings kommun ovan gjordes ingen beräkning av avkastningen på kommunens satsning och hur den förhöll sig till marknadens avkastningskrav. Det räckte med att konstatera att kommunens del av investeringen motsvarades av en lika stor del privat kapital som hade investerats under samma förutsättningar. Analysen visade att en privat investerare lika gärna hade kunnat ta kommunens plats som investerare med identiska villkor – pari-passu-villkoret var därmed uppfyllt.

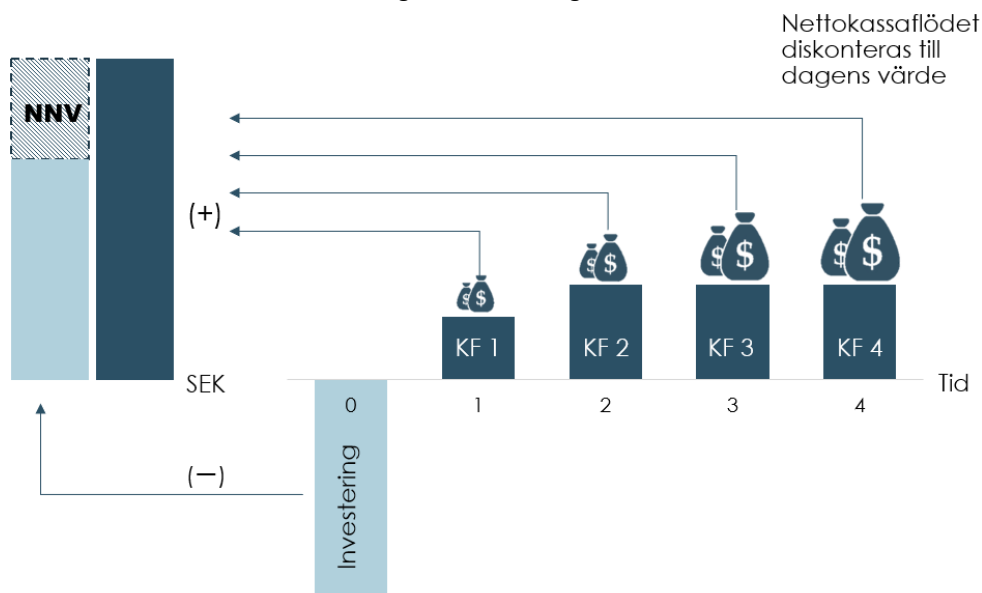
I detta kapitel ser vi närmare på de kalkylmetoder som används när avkastningen i en offentlig investering jämförs med marknadens avkastningskrav. Nettonuvärdet beräknas med hjälp av investeringskalkylen och ligger till grund för investeringsbeslutet, vilket beskrivs i avsnitt 2.1. I avsnitt 2.2 redovisas ett konkret exempel på en sådan investeringskalkyl gällande nyproduktion av bostäder. Slutligen, i avsnitt 2.3, beskrivs hur kommissionen skulle undersöka samma exempel ur ett statsstödsperspektiv.

### 2.1 Nettonuvärde

Ett av grundkoncepten för ett investeringsbeslut är nettonuvärde (NNV) som definieras som nuvärdet av alla nuvarande och framtida nettokassaflöden under en bestämd kalkylperiod. NNV är alltså summan av grundinvesteringen och det framtida kassaflödets nuvärde, se Figur 2 nedan.

Figur 2

Nettonuvärdet är skillnaden mellan grundinvesteringen och kassaflödets nuvärde



Notera: KF t är kassaflöde vid tidpunkt t.  
Källa: Copenhagen Economics.

NNV beräknas enligt följande:

$$NNV = -Investering + \sum_{t=1}^n \frac{KF_t}{(1+d)^t}$$

där *Investering* är utgiften,  $KF_t$  är nettokassaflödet vid tidpunkt  $t$  och  $d$  är kalkylräntan. Kalkylperioden sträcker sig till år  $n$ . Kalkylräntan används som diskonteringsfaktor. NNV kan vara positiv eller negativ och tolkas på följande sätt:

- $NNV > 0$ : kassaflödets nuvärde är större än grundinvesteringen, alltså är investeringen lönsam
- $NNV < 0$ : kassaflödets nuvärde är mindre än grundinvesteringen, alltså är investeringen inte lönsam

Kalkylräntan har en avgörande betydelse för om NNV är positivt eller negativt. Ju högre kalkylränta, desto lägre är investeringens NNV.

## 2.2 Exempel 2: Nyproduktion av bostäder

Vi illustrerar nettonuvärdets användning med ett stiliserat exempel på ett kommunalt bostadsföretag som på uppdrag av kommunen tar fram en kalkyl för viss nyproduktion. Vi utgår för enkelhets skull från att detta projekt är det enda nybyggnadsprojekt som planeras och att beslutet inte är kopplat till bolagets övriga bostadsbestånd och verksamhet. Frågan är därmed om projektet sett för sig är lönsamt för bostadsföretaget och därmed för dess ägare eller om uppdraget till bolaget påverkar dess ekonomiska situation negativt, vilket indirekt belastar kommunens ekonomi, och därför kan utgöra ett statsstöd.

### 2.2.1 Investeringens storlek

Nyproduktionen avser 50 lägenheter med en sammanlagd uthyrningsbar lägenhetsyta på 3 500 m<sup>2</sup>. Kalkylen utgår från kassaflöden, det vill säga in- och utbetalningar. Grundinvesteringen omfattar alla projektets kostnader<sup>5</sup> och summerar till 112 mkr eller 32 tkr/m<sup>2</sup> uthyrningsbar lägenhetsyta.

---

<sup>5</sup> Beloppet omfattar alla kostnader för projektet inklusive byggentreprenaden, markkostnader och övriga s.k. byggherrekostnader såsom mervärdeskatt, anslutningsavgifter, projektledning etc. Eventuella bidrag ska reducera kostnaden.

## 2.2.2 Framtida betalningar, driftsnetton och restvärde

En analys av den lokala marknaden leder fram till bedömningen att lägenheterna kan hyras ut för i genomsnitt 1 700 kr/m<sup>2</sup>, vilket ger en årlig hyresintäkt på 5 950 tkr. Drift- och underhållskostnader samt administration hänförlig till den nya byggnaden beräknas till 400 kr/m<sup>2</sup> eller totalt till 1 400 tkr. Avskrivningar och räntebetalningar ingår inte i kalkylen<sup>6</sup>.

Istället för att göra en kalkyl över hela livslängden räknas ett restvärde fram vid slutet av kalkylperioden som sätts till tio år.

## 2.2.3 Marknadens avkastningskrav

För att kunna jämföra nettonuvärdet av projektet med grundinvesteringen behöver vi en kalkylränta för att kunna nuvärdesberäkna driftsnettot över kalkylperioden och ett direktavkastningskrav för restvärdet. Dessa parametrar kommer att avgöra utfallet i kalkylen.

För denna typ av investering kan marknadsinformation från värderingsinstitut, baserat på fastighetsförsäljningar och annan information om lokala förutsättningar, användas för att uppskatta direktavkastningskravet. Detta avkastningskrav visar vilken avkastning en rationell investerare kräver för att vilja göra investeringen och kan definieras som driftsnettot dividerat med värdet av fastigheten på den lokala marknaden.<sup>7</sup> Om driftsnetto för en viss fastighet är 5 och priset är 100 är således direktavkastningskravet 5 procent.

Direktavkastningen i marknadsinformationen kan ses som ett genomsnitt av avkastningskravet för lånat och eget kapital (det vill säga WACC, som utvecklas vidare i avsnitt 2.3) hos aktörerna på marknaden. Bedömningen av den lokala marknadens avkastningskrav baseras på genomförda köp och försäljningar eller en värderares bedömning av hur en aktör skulle agera. Bedömningen utgår från en riskfri realränta plus en riskpremie som i första hand är relaterad till objektet och förutsättningarna på den lokala marknaden, efterfrågan, tillväxt etcetera, men även kan vara kopplad till låntagarens ekonomi.

---

<sup>6</sup> Detta eftersom de inte motsvaras av några utbetalningar. De kan därför ses som en redovisningsmässig periodisering av investeringen. Inte heller räntebetalningar tas med eftersom de framtida driftnettona ska täcka kostnaden för såväl lånat som eget kapital.

<sup>7</sup> Direktavkastningen i marknadsinformationen kan ses som ett genomsnitt av avkastningskravet för lånat och eget kapital hos aktörerna på marknaden. Bedömningen av den lokala marknadens avkastningskrav baseras på genomförda köp och försäljningar eller en värderares bedömning av hur en aktör skulle agera. Det innehåller en riskfri realränta plus en riskpremie som i första hand är relaterad till objektet och förutsättningarna på den lokala marknaden, men även kan vara kopplad till låntagaren. Däremot ingår ingen inflation i kalkylen eftersom driftnettot kan antas öka ungefär i motsvarande takt som inflationen.

Vi antar att denna metod visar att direktavkastningen för bostadsfastigheter av nyare årgångar i vår kommun borde uppgå till 5,0-6,5 procent. Intervallet i skattningen visar på den osäkerhet som råder: antalet överlåtelse är ofta begränsat, fastigheterna är unika och det kan vara svårt att hitta objekt som är tillräckligt lika, läget kan vara mer eller mindre attraktivt än jämförelseobjekten, och så vidare.

Även den tänkta målgruppen och husets läge påverkar risken. Exempelvis, om projektet är inriktat mot boende för personer med stabila inkomster och låg flyttbenägenhet, minskar risken för tomma lägenheter eller uteblivna hyresbetalningar jämfört med marknaden i stort. Därmed kan avkastningskravet sänkas.

Den investering vi räknar på avser ett boende för personer i åldern 55+ beläget i kommunens centrum och har därför en lägre risknivå än nya bostadsfastigheter i snitt. Vi bedömer därför att ett marknadsmässigt direktavkastningskrav borde ligga på 4,5 procent, alltså lite lägre än direktavkastningskravet på 5,0-6,5 procent baserat på tillgänglig marknadsinformation.

#### **2.2.4 Investeringskalkyl**

Vi utgår i vårt exempel från en enkel kassaflödeskalkyl på tio år med ett restvärde som räknas fram genom att kapitalisera driftnettot år 11 med direktavkastningskravet.<sup>8</sup> Under kalkylperioden på tio år ges möjlighet att göra antaganden som avviker från inflationen, exempelvis långsammare hyresutveckling de första åren eller framtida underhållsinsatser. Som utgångspunkt tänker vi dock att hyror och driftkostnader under kalkylperioden ökar med inflationen. Detta måste därför avspeglas i en diskonteringsränta – kalkylränta – som i motsats till direktavkastningen innehåller en inflationskomponent, och därför blir högre än direktavkastningskravet. Vi tänker oss en inflation på 2 procent vilket ger en kalkylränta på 6,5 procent. Samma inflationsmätt på 2 procent antas även gälla för hyreshöjningar och ökade driftskostnader.

---

<sup>8</sup> Med andra ord, *restvärdet*/0,045 i vårt exempel.

Ingångsvärden och investeringskalkylen sammanfattas i Tabell 1 nedan.

Tabell 1

En investering i nyproduktion av bostäder

<b>Antaganden, kassaflöden</b>											
Yta, kvm	3 500	Kalkylränta	6,5%								
Produktionskostnad, kr per kvm	32 000	Direktavkastningskrav restvärde	4,5%								
Hyra år 1, kr/kvm	1 700										
Drift & underhåll år 1, kr/kvm	400										
Årlig hyreshöjning %	2,0%										
Årlig driftkostnadsökning %	2,0%										
<b>KASSAFLÖDE, tkr</b>	<b>År 1</b>	<b>År 2</b>	<b>År 3</b>	<b>År 4</b>	<b>År 5</b>	<b>År 6</b>	<b>År 7</b>	<b>År 8</b>	<b>År 9</b>	<b>År 10</b>	<b>År 11</b>
<b>Avkastning på totalt kapital</b>											
Hyror	5 950	6 069	6 190	6 314	6 440	6 569	6 701	6 835	6 971	7 111	7 253
Utbet; drift, underhåll	-1 400	428	-1 457	486	515	546	-1 577	608	640	-1 673	-1 707
<b>Driftnetto</b>	<b>4 550</b>	<b>4 641</b>	<b>4 734</b>	<b>4 828</b>	<b>4 925</b>	<b>5 024</b>	<b>5 124</b>	<b>5 227</b>	<b>5 331</b>	<b>5 438</b>	<b>5 546</b>
Nuvärde driftnetto	4 272	4 092	3 919	3 753	3 595	3 443	3 297	3 158	3 025	2 897	
Restvärde										123 254	
Nuvärde driftnetton	35 451										
Nuvärde restvärde	65 661										
<b>Avkastningsvärde</b>	<b>101 111</b>										
Grundinvestering	-112 000										
Nuvärde, netto (NNV)	-10 889										

Med hjälp av ingångsvärdena kan vi beräkna driftsnettona för samtliga år i kalkylperioden och därefter restvärdet. Därefter nuvärdesberäknar vi driftsnettona och restvärdet och lägger samman dessa till det totala avkastningsvärdet för investeringen (Avkastningsvärdet), vilket uppgår till 101 mkr (101 111 tkr).

Detta belopp är lägre än grundinvesteringen på 112 mkr vilket innebär att nettonuvärdet (NNV), differensen mellan dessa två belopp, är negativt, - 11 mkr (10 889 tkr).

Eftersom skillnaden motsvarar drygt 10 procent av investeringen är det sannolikt att investeringen anses utgöra statsstöd.

## 2.3 Kommissionens angreppssätt för att analysera förekomsten av statsstöd

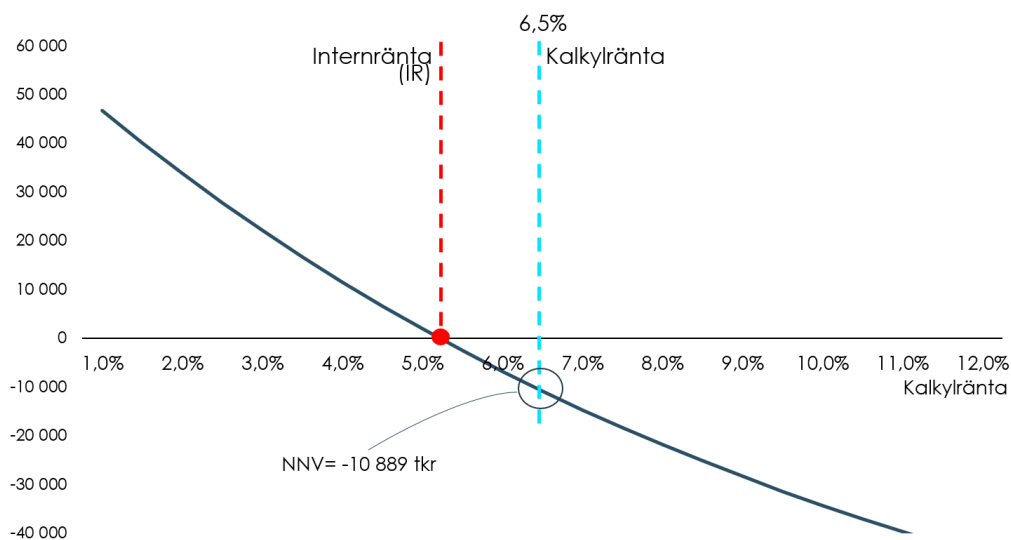
I exemplet ovan beskrivs en investeringskalkyl vid nyproduktion av bostäder som finansieras av offentliga medel. Då kommissionen undersöker förekomsten av statsstöd följer processen samma steg som i exemplet ovan, men logiken är omvänd: kommissionen tar själva investeringskalkylen med intäkter och utgifter som given och inleder istället med att fråga sig hur sambandet mellan NNV och kalkylräntan ser ut.

Syftet är att ta reda på om en marknadsekonomisk aktör hade investerat i projektet, givet investeringskalkylen samt kalkylräntan. Tillvägagångssättet inleds med att 1) ta reda på **sambandet mellan NNV och kalkylräntan**, 2) identifiera projektets **internränta**, 3) identifiera den **viktade kapitalkostnaden** och slutligen 4) **jämföra internräntan och kapitalkostnaden** för att bestämma ifall investeringen utgör statsstöd.

Det första steget, sambandet mellan NNV och kalkylräntan i exempel 2, illustreras i Figur 3 nedan.

Figur 3

Förhållandet mellan nettonuvärde och kalkylränta  
Nettonuvärde (NNV) tkr



Eftersom kalkylräntan bestämdes till 6,5 procent blev NNV negativt och antog ett värde på -10 889 tkr. I detta projekt, med givna investeringskostnader och hyresintäkter, skulle kalkylräntan behöva vara strax under 5,2 procent för att investeringen skulle vara lönsam.

Efter att sambandet mellan kalkylräntan och NNV är etablerat, kan internräntan bestämmas. **Internräntan (IR)** motsvarar den kalkylränta för vilken NNV är noll. I Figur 3 skulle IR alltså ligga på lite över 5 procent. Om kalkylräntan är högre än IR innebär det att NNV är negativt, som i exempel 2. Då är investeringen olönsam och kan även beaktas som statsstöd. Ifall kalkylräntan däremot är lägre än IR gäller det motsatta.

Även om kalkylräntan är lägre än IR, nettonuvärdet är positivt och investeringen därmed lönsam kan det hända att det finns en alternativ investeringsmöjlighet som är ännu lönsammare. Detta kan mätas med **alternativkostnaden för kapital** som representerar avkastningen en alternativ investering med samma riskprofil skulle ge. En rationell investerare skulle alltså enbart investera i ett projekt ifall:

$IR > \text{Alternativkostnad för kapital}$

Det är sällan möjligt att direkt härleda alternativkostnaden för kapital. Ofta skattas alternativkostnaden med hjälp av **viktad kapitalkostnad**, eller **WACC** efter engelskans *Weighted Average Cost of Capital*.

Direktavkastningen i marknadsinformationen kan ses som ett genomsnitt av avkastningskravet för lånat och eget kapital (WACC) hos aktörerna på marknaden. Bedömningen av den lokala marknads avkastningskrav baseras på genomförda köp och försäljningar eller en värderares bedömning av hur en aktör skulle agera. Det innehåller en riskfri realränta plus en riskpremie som i första hand är relaterad till objektet och förutsättningarna på den lokala marknaden, efterfrågan, tillväxt etcetera, men även kan vara kopplad till låntagaren.

Denna ansats utgår från att kapital antingen är eget (eng. *equity*) eller lånat (eng. *debt*). Som namnet antyder är WACC det viktade medelvärdet av dessa två kapitalkällor och beräknas enligt följande:

$$WACC = K_e \frac{E}{C} + K_d \frac{(1-t)D}{C}$$

Där  $K_e$  är den förväntade kostnaden av eget kapital,  $\frac{E}{C}$  är andelen av kapitalet som är eget,  $K_d$  är den förväntade kostnaden av skulder,  $\frac{D}{C}$  är andelen av kapitalet som är skulder och  $(1-t)$  beaktar skattefordelarna som finansiering via skuldsättning medför. Se Faktaruta 1 nedan för en utförligare beskrivning av WACC samt hur den kan skattas i det enskilda fallet.

#### Faktaruta 1

##### Viktad kapitalkostnad, WACC

För att kunna bestämma WACC i ett projekt behöver man skatta både den förväntade kostnaden för eget kapital,  $K_e$ , och den förväntade kostnaden för skulder,  $K_d$ . Att dessa är de framtida förväntade kostnaderna tillför en ytterligare nivå av osäkerhet och komplexitet till beräkningarna.

Skuldkostnaderna  $K_d$  approximeras vanligen av erhållna räntor på emitterade obligationer eller kommersiella lån. Kostnaden för eget kapital  $K_e$  kan vanligtvis inte observeras lika lätt och skattas därför i regel med CAPM-modellen, efter eng. *Capital Asset Pricing Model*. CAPM kan specificeras enligt följande:

$$K_e = R_f + M_p * \beta$$

Kapitalkostnaden  $K_e$  bestäms av den riskfria räntan  $R_f$  och marknadens riskpremie  $M_p$  multiplicerat med den företagsspecifika risknivån,  $\beta$ . För börsnoterade företag ges  $\beta$  av den aktuella situationen på börserna och för övriga företag kan den approximeras genom att jämföra med motsvarande noterade företag (benchmarking).  $M_p$  representerar den premie som investerare kräver för att investera i ett projekt istället för ett riskfritt alternativ. Vanligen används det aktuella landets avkastning på en tioårig statsobligation som benchmark för det riskfria alternativet.

Det finns även databaser som kan hjälpa med skattningen av WACC i det enskilda fallet. En sådan databas uppehålls av Aswath Damodaran, professor i finansiering vid NYU Stern School of Business, och innehåller estimat bland annat för sektorspecifika  $K_e$ ,  $K_d$  och  $\beta$ .<sup>9</sup>

Eftersom en marknadsekonomisk aktör enbart hade investerat ifall internräntan är högre än kapitalets alternativkostnad, kan kommissionen använda följande jämförelse för att se ifall åtgärden utgör statsstöd eller inte:

$IR > WACC \rightarrow$  ingen förekomst av statsstöd

$IR < WACC \rightarrow$  förekomst av statsstöd

---

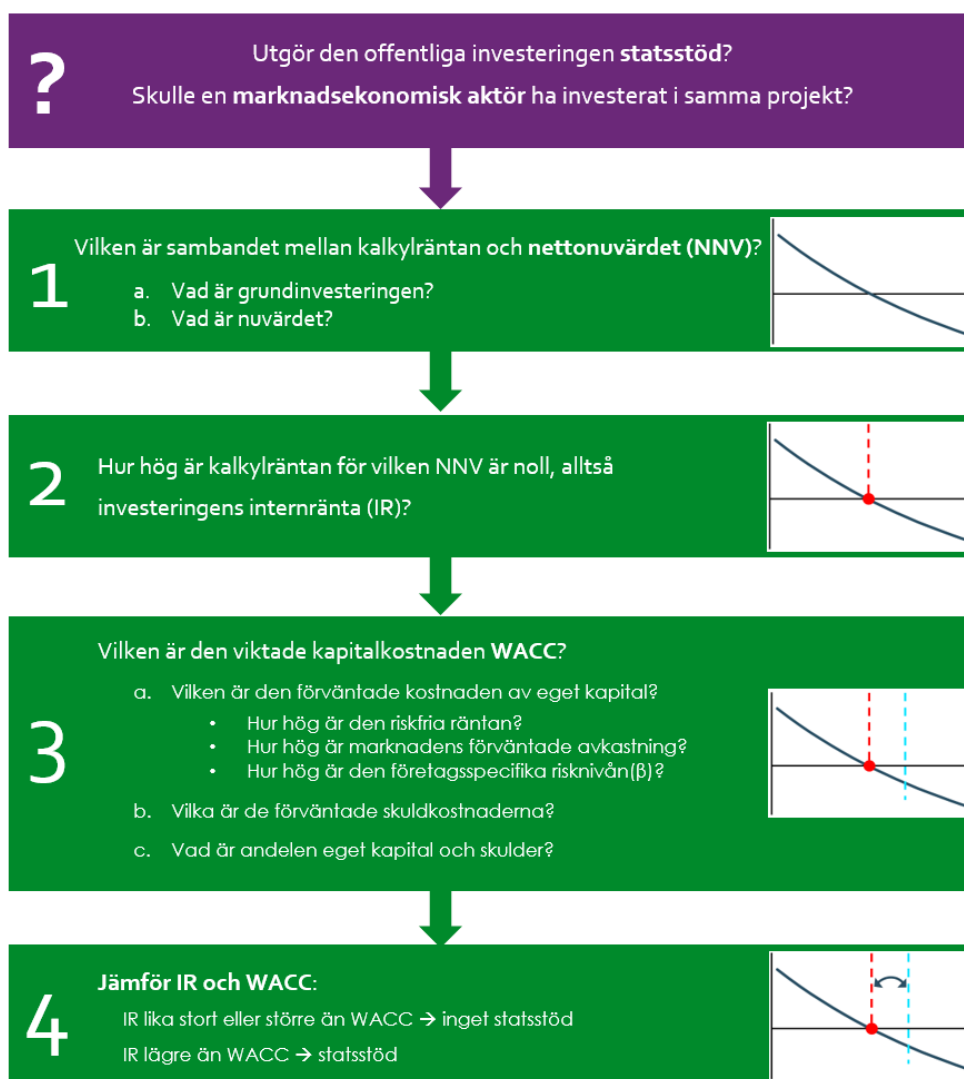
<sup>9</sup> [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/wacc.htm](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm)



I praktiken kan denna jämförelse även utföras genom att använda WACC som kalkylränta i exempel 2 ovan. Om NNV då är negativ utgör investeringen statsstöd. Om den däremot är positiv utgör investeringen inte statsstöd. I

Figur 4 nedan sammanfattas de fyra stegen kommissionen använder.

Figur 4  
Kommissionens ansats för att utvärdera förekomsten av statsstöd vid en offentlig investering



Eftersom estimaten innehåller en del osäkerhet är det allmän praxis att ge resultat i intervaller istället för punktuppskattningar, vilka i sin tur baseras på flera metoder. Syftet med detta är att få en skattning som är så robust som möjligt, oavsett vilken metodansats som används.

## 3. Utvärdering av offentliga lån och garantier

I exemplet ovan om det kommunala bostadsbolagets investering i nya bostäder utgörs stödformen av en direkt investering. Prövningen av statsstöd kunde därför baseras direkt på den kalkyl som låg till grund för investeringen. När det gäller andra stödformer, såsom lån och garantier, saknas i regel en traditionell investeringskalkyl. Analysen inriktas då istället direkt mot en prövning om huruvida villkoren för stödformen är marknadsmässiga eller inte.

Det betyder att eventuella skillnader mellan de villkor som det aktuella stödet innehåller och de villkor som en marknadsekonomisk aktör hade erbjudit ska bedömas och i möjligaste mån kvantifieras. Detta kan vara svårt att göra i praktiken. Kommissionen har därför gett omfattande vägledning inom området vilken kort sammanfattas i följande avsnitt 3.1. I avsnitt 3.2 beskrivs ett exempel på en hur statlig garanti till en flygplats kom att prövas av kommissionen.

### 3.1 Hur stödandelen i lån och garantier bedöms

Utgångspunkten för analysen av statsstöd i offentliga lån och garantier är principen om en marknadsekonomisk borgenär (eller eng. *Market Economy Creditor Principle*, MECP). Innebär det offentliga lånet eller garantin en ekonomisk fördel som en marknadsekonomisk investerare inte skulle finna ekonomiskt motiverad?

Skillnaden i villkor utgör ett mått på stödandelen vilket ligger till grund för bedömningen om det är fråga om statsstöd samt om frågan om proportionalitet. Den senare frågan har betydelse för bedömningen om undantag, exempelvis förordningen om det allmänna gruppundantaget (GBER)<sup>10</sup>.

Ett lån utgör statsstöd ifall ett offentligt lån beviljas med en lägre ränta eller längre tidsperiod än ett marknadsmässigt lån med motsvarande risk. På motsvarande sätt är en garanti statsstöd om dess premie är lägre än det rådande marknadspriset för en garanti med motsvarande risk.

Ibland saknas observerbara marknadspriser för lån och garantier vilket innebär att de måste estimeras med någon lämplig empirisk metod. Marknadspriset för garantier kan till exempel estimeras som skillnaden mellan marknadsräntan för ett liknande lån och räntan som erhålls med statsgarantin.<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> KOMMISSIONENS FÖRORDNING (EU) N°651/2014 av den 17 juni 2014, tillgänglig på webbplatsen <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02014R0651-20170710>.

<sup>11</sup> Avsnitt 4.2, Kommissionens tillkännagivande om tillämpningen av artiklarna 87 och 88 i EG-fördraget på statligt stöd i form av garantier.

### 3.1.1 Utvärdering av lån

Utvärderingen av stödandelen i lån baseras på en jämförelse mellan räntan och motsvarande marknadsränta.

För att utvärdera marknadsräntan bör man ta hänsyn både till lånets villkor (såsom varaktighet, återbetalningsplan, längden av eventuell betalningsfri period, erbjudna säkerheter) och företagets ekonomiska ställning. Detta kan göras antingen med hjälp av direkta observationer eller av en jämförelse med motsvarande företag och transaktioner. Kommissionen har definierat ett tillvägagångssätt för att fastställa referens- och diskonteringsräntor.<sup>12</sup>

En marknadsränta består av två delar: basräntan och riskmarginalen. Basräntan baseras på den berörda medlemsstatens 1-åriga penningmarknadsränta medan riskmarginalen beror på företagets riskbedömning samt den ställda säkerheten för transaktionen. Den lägsta marginalen är 60 baspunkter (för ett företag med god bedömning och högt ställd säkerhet) och den högsta är 650 baspunkter (för ett företag med svag bedömning och lågt ställd säkerhet). Normalt läggs 100 baspunkter till basräntan, under antagandet att i) företaget har tillfredställande bedömning och högt ställd säkerhet eller ii) företaget har god bedömning och normalt ställd säkerhet. För låntagare som inte har kredithistoria, till exempel företag avsedda för särskilda ändamål eller nystartade företag, föreslår kommissionen att basräntan borde höjas med minst 400 baspunkter beroende på den ställda säkerheten.

### 3.1.2 Utvärdering av inslaget av stöd i garantier

Garantier kan, liksom investeringar och lån, ge flera fördelar åt mottagaren: lägre räntor, lägre ställd säkerhet eller lånefinansiering då privata alternativ saknas.<sup>13</sup> En lånegaranti innebär att stödgivaren tar på sig risken för konkurs, en risk som stödgivaren ska ha betalt för i form av en premie som prissätts av marknaden. Om premien understiger marknadspriset representerar garantin en ekonomisk fördel för mottagaren.<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> Meddelande från kommissionen om en översyn av metoden för att fastställa referens- och diskonteringsräntor OJ C 14, 19.1.2008, p. 6–9. Tillgänglig på webbplatsen [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/GA/TXT/?uri=CELEX:52008XC0119\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/GA/TXT/?uri=CELEX:52008XC0119(01))

<sup>13</sup> Detta är fallet då garantin ges efter att lånet (eller någon annan finansiell åtgärd) redan beviljats och att transaktionens villkor inte förändras som en följd av detta. Detta kallas för att garantin beviljas ex-post. Låntagaren får även en ekonomisk fördel ifall ett garanterat lån används för att återbetala ett icke-garanterat lån, då detta höjer lånets säkerhetsnivå. Ett bidrag som medför stöd åt låntagaren kan innebära driftsstöd, alltså stöd som innefattar kostnader som ett företag kan förväntas betala vid normal affärsverksamhet. Generellt godkänner kommissionen sällan sådana stödordningar. Se UK Government, Department for Business Innovation and Skills, State Aid: The Basics Guide, 2015, sidan 9. Tillgänglig på webbplatsen [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/443686/BIS-15-417-state-aid-the-basics-guide.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/443686/BIS-15-417-state-aid-the-basics-guide.pdf).

<sup>14</sup> Avsnitt 2.2, Kommissionens tillkännagivande om tillämpningen av artiklarna 87 och 88 i EG-fördraget på statligt stöd i form av garantier.

För att underlätta utvärderingen har kommissionen formulerat fyra kriterier som samtliga ska vara uppfyllda för att det ska vara fråga om en garanti som möter kriterierna för MECP: 1) låntagaren har inga ekonomiska svårigheter, 2) garantin kan kvantifieras, 3) garantin täcker högst 80 procent av utestående lån, och 4) ett marknadsmässigt pris betalas för garantin<sup>15</sup>. Detta tillkännagivande utgör en slags checklista som kommissionen använder för att granska ifall garantier utgör statsstöd. Om en garanti uppfyller alla fyra villkor utgör den inte statsstöd.

Det svåraste kriteriet att pröva i praktiken är det fjärde kriteriet, det vill säga huruvida ett marknadsmässigt pris betalas för garantin. Detta kräver i regel en riskbedömning av låntagaren och investeringen i fråga samt en närmare granskning av garantins omfattning. Riskbedömningen kan ibland göras av ett internationellt kreditvärderingsinstitut om vissa uppgifter finns tillgängliga, exempelvis belopp och löptid på garantin, ställda säkerheter, sannolikheten av betalningsinställelse givet låntagarens riskbedömning och framtidsutsikterna i sektorn som kan påverka låntagarens soliditet på sikt.

I praktiken skattas marknadspriset normalt med en jämförelse med motsvarande transaktioner (eng. *benchmarking*). Sådana jämförelser måste utgå från projekt med en motsvarande risknivå.<sup>16</sup> Marknadspriset kan då uppskattas på tre olika sätt<sup>17</sup>:

1. *Metoden för närmast jämförbar transaktion*: använd priset för en garanti av motsvarande belopp, varaktighet, säkerhet och risknivå, som tillhandahålls av en privatbank till samma företag för ett annat lån, eller till och med i förhållande till samma lån;
2. *Benchmark via creditswappar*<sup>18</sup>: använd creditswappar för en jämförbar grupp företag som benchmark av riskpremien;
3. *Benchmark via jämförande av räntor*: jämförelse av räntor på lån med och utan statliga garantier förser ett benchmark för riskpremien.

---

<sup>15</sup> Avsnitt 3.2, Kommissionens tillkännagivande om tillämpningen av artiklarna 87 och 88 i EG-fördraget på statligt stöd i form av garantier.

<sup>16</sup> Jämförelsen kan göras på två olika sätt. 1) *Historisk jämförelse*: tidigare transaktioner utförda av utlånanen, till exempel nyligen utfärdade lån, avkastning på obligationer utfärdade av företaget. 2) *Horisontell jämförelse*: motsvarande garantier som jämförbara aktörer tagit del av. Det är inte enbart transaktionerna som borde vara jämförbara utan även aktörerna, speciellt gällande kreditvärdighet (risknivå). Se skäl 111, Kommissionens tillkännagivande om begreppet statligt stöd.

<sup>17</sup> Se kommissionens beslut State aid SA.41342 (2016/N), från och med skäl 65.

<sup>18</sup> Creditswappar (eller CDS efter eng. credit default swap) är ett derivatkontrakt som är bundet till underliggande skuldebrev, till exempel företags- eller statsobligationer. I en CDS gör köparen en rad betalningar till säljaren och i gengäld erhålls en kompensationsbetalning.

Jämförelsens robusthet kan kompletteras med olika utvärderingsmetoder som baseras på kapitalavkastningen, till exempel genom Risk Adjusted Return On Capital (RAROC).<sup>19</sup> Denna metod kan även användas då riktgivande pris inte kan observeras.<sup>20</sup>

För små och medelstora företag är dock dessa metoder svåra och resurskrävande att tillämpa.

Kommissionen har därför definierat intervall för avgifternas storlek som normalt sett kan anses marknadsmässiga, så kallade ”trygg hamn nivåer”<sup>21</sup> (eng. *safe harbour premiums*). Dessa förenklar jämförelsen på så sätt att om garantins premium faller inom ett sådant intervall, kan man ta som utgångspunkt att garantin inte utgör statsstöd.<sup>22</sup>

### 3.2 Exempel 3: En statlig garanti

Vi illustrerar principen om MECP med ett ärende hos kommissionen som pågick under flera år, nämligen Berlins nya flygplats. Efter en serie analyser och juridiska turer, fann kommissionen att de synbarligen långtgående garantierna inte utgjorde statsstöd. Analysen som gjordes, vilken endast delvis är offentlig och bitvis framgår av beslutet, utgör en illustration av hur några av analysverktygen ovan kan tillämpas i praktiken.

Det var år 2016 som de tyska myndigheterna notifierade en finansieringsplan till kommissionen rörande Flughafen Berlin Brandenburg GmbH (FBB) som innefattade färdigställandet av en ny flygplats.<sup>23</sup> Åtagandet för den offentliga aktören utgjordes av ett delägarlån (*quasi-equity financing*) från offentliga aktieägare för 1,1 miljarder euro och en garanti på 100 procent med följande villkor:

- Löptid på 10 år
- FBB betalar ett pris för garantin med en definierad miniminivå (som är konfidentiellt)
- Omfattar en ny banksskuld på 1,1 miljarder euro och refinansiering av ett tidigare banklån på 1,4 miljarder euro, vilken omfattas av en garanti som utgjorde ett statsstöd som kommissionen tidigare hade godkänt

---

<sup>19</sup> Skäl 111, Kommissionens tillkännagivande om begreppet statligt stöd.

<sup>20</sup> RAROC metoden har bland annat använts i fallet SA.36740, Lithuania Aid to Klaipėdos Nafta – LNG Terminal, där kommissionen underströk att benchmark är ett lämpligt sätt att estimeras marknadspriset för en garanti som tillgängliggörs av en juridisk person med väldigt hög kreditvärdighet. Metoden kan därför övervärdera garantins värde ifall den aktuella staten har en signifikant lägre kreditvärdering.

<sup>21</sup> Säkerhetsavgifterna illustreras i sektion 3.3 av Kommissionens tillkännagivande om tillämpningen av artiklarna 87 och 88 i EG-fördraget på statligt stöd i form av garantier.

<sup>22</sup> Givet de fyra villkoren som beskrevs ovan och i Avsnitt 3.2, Kommissionens tillkännagivande om tillämpningen av artiklarna 87 och 88 i EG-fördraget på statligt stöd i form av garantier.

<sup>23</sup> State aid SA.41342 (2016/N) – Germany. Financing of Berlin Brandenburg Airport, beslutet tillgängligt på webbplatsen [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/cases/262544/262544\\_1846884\\_138\\_2.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/262544/262544_1846884_138_2.pdf)

För att kunna bedöma om åtgärden utgjorde statsstöd behövde kommissionen jämföra garantins pris med transaktionens marknadspris, alltså räntan på garantin med räntan en marknadsekonomisk aktör hade krävt. Priset på garantin är förenligt med marknadspriset ifall priset är minst lika högt som skillnaden mellan räntesatserna på ett lån med och utan statlig garanti:

$$\text{Garantins pris} \geq \text{Ränta på lån utan statlig garanti} - \text{Ränta på lån med statlig garanti}$$

Som beskrivits ovan består marknadsräntan av en basränta och en riskmarginal. Basräntan kan antas vara densamma både med och utan garanti, så ovan ekvation kan även uttryckas som skillnaden i riskmarginal med och utan statlig garanti:

$$\text{Garantins pris} \geq \text{lånets riskmarginal utan statlig garanti} - \text{lånets riskmarginal med statlig garanti}$$

Kommissionen behövde inte skatta riskmarginalen med statlig garanti eftersom de kunde använda marginalen på FBBs existerande lån. Marginalen är konfidentiell och finns inte i beslutet, men antas i detta exempel vara 0,5 procent. Därmed behövde kommissionen enbart skatta lånets riskmarginal utan statlig garanti. Men någon sådan jämförbar transaktion fanns av naturliga skäl inte. Kommissionen uppskattade därför marknadspriset med hjälp av två benchmarkmetoder:

- *Kreditswappräntor*: Kommissionen studerade ett urval av 10-åriga kreditswappräntor från 27 företag med samma kreditvärdighet som FBB (A1)<sup>24</sup>. Medianräntan i urvalet var 0,84%.
- *Kommissionens Meddelande om Referensräntor*<sup>25</sup>: Riskmarginalen för företag med god kreditvärdighet<sup>26</sup> och normal nivå av ställd säkerhet är 0,75%.

---

<sup>24</sup> FBBs kreditvärdighet har identifierats av kreditvärdighetsbedömningsinstitutet Moodys.

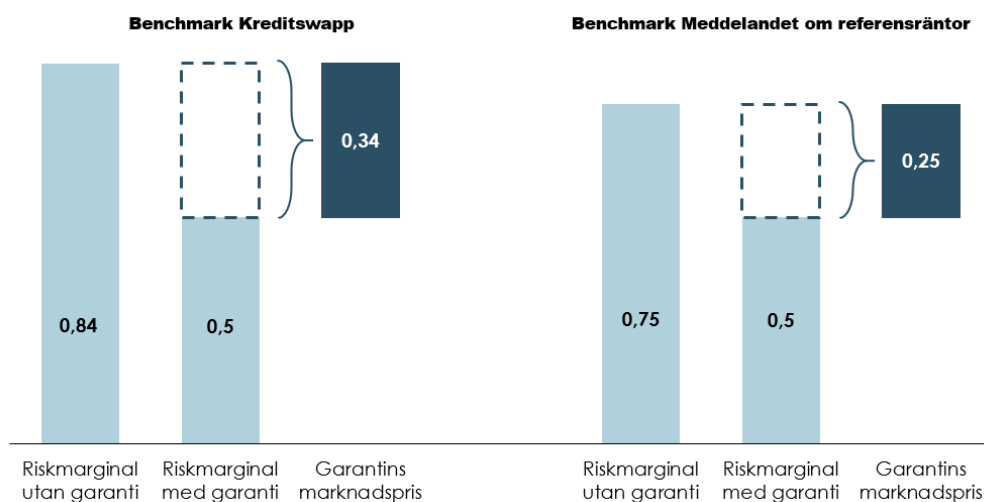
<sup>25</sup> Meddelande från kommissionen om en översyn av metoden för att fastställa referens- och diskonteringsräntor OJ C 14, 19.1.2008, p. 6–9. Tillgänglig på webbplatsen [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/GA/TXT/?uri=CELEX:52008XC0119\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/GA/TXT/?uri=CELEX:52008XC0119(01)).

<sup>26</sup> A1 motsvarar en god kreditvärdighetskategori.

Denna skattning gav den information som behövdes för att kunna göra jämförelsen i ekvationen ovan och räkna ut två benchmark för marknadspriset, vilka illustreras i figur 5 nedan.

Figur 5

Estimering av marknadspriset för en statsgaranti  
Procent



Note: Riskmarginalen på ett lån med statlig garanti är baserat på ett antagande. Informationen är konfidentiell och finns inte i beslutet.

Källa: Copenhagen Economics baserat på State aid SA.41342 (2016/N) – Germany. Financing of Berlin Brandenburg Airport

Det estimerade marknadspriset för garantin ligger således i intervallet 0,25–0,34 procent, beroende på metod.<sup>27</sup> När detta estimerade marknadspris jämfördes med det faktiska priset kunde kommissionen konstatera att oberoende av metod var det estimerade marknadspriset lägre än det pris FBB betalade. Det var alltså fråga om en garanti som var ställd på marknadsmässiga villkor och utgjorde därför inget statsstöd.

<sup>27</sup> I beslutet använde kommissionen även en tredje benchmark genom att jämföra priset direkt med medianräntan enligt Kreditswappmetoden, alltså 0,84%. Detta är en benchmark för vad FBB hade behövt betala för lånet ifall de inte alls fått en garanti.

## Förkortningar

ENGELSKA		SVENSKA	
Market Economy Operator Principle	MEOP	Principen om en marknadsekonomisk aktör	-
Market Economy Investor Principle	MEIP	Principen om en marknadsekonomisk investerare	-
Market Economy Creditor Principle	MECP	Principen om en marknadsekonomisk borgenär	-
Market Economy Vendor Principle	MEVP	Principen om en marknadsekonomisk försäljare	-
Net Present Value	NPV	Nettonuvärde	NNV
Internal Rate of Return	IRR	Internränta	IR
Weighted Average Cost of Capital	WACC	Viktad kapitalkostnad	-
Capital Asset Pricing Model	CAPM	-	-
Equity	E	Eget kapital	-
Debt	D	Skulder	-
Expected cost of equity	$K_e$	Förväntade kostnaden för eget kapital	-
Expected cost of debt	$K_d$	Förväntade kostnaden för skulder	-
Interest rate	$R$	Ränta	-
Cost of risk free investment	$R_f$	Risikfri ränta	-
Market premium	$M_p$	Marknadens riskpremie	-
Risk Adjusted Return On Capital	RAROC	-	-





Box 1194, 171 23 Solna  
Besöksadress: Svetsarvägen 10  
Telefon: +46 (0)8-586 217 00  
E-post: [info@uhmynd.se](mailto:info@uhmynd.se)  
[upphandlingsmyndigheten.se](http://upphandlingsmyndigheten.se)