



Reykjavík, 20. mars 2012

Fjármálaráðuneytið
b.t. Guðmundar Árnasonar og Þórhalls Arasonar
Arnarhvoli
150 Reykjavík

Efni: Umsögn Ríkisábyrgðasjóðs um
fyrirhugað lán til Vaðlaheiðarganga ehf.

1 Inngangur

Fjármálaráðuneytið hefur með bréfi dagsettu 9. mars sl. og í samræmi við 2. gr. laga um ríkisábyrgðir nr. 121/1997 óskað umsagnar Ríkisábyrgðasjóðs um frumvarp til laga um heimild til handa fjármálaráðherra f.h. ríkissjóðs til að fjármagna gerð jarðgangna undir Vaðlaheiði.

Um yrði að ræða lán úr ríkissjóði til Vaðlaheiðarganga ehf. (hér eftir nefnt VHG) að fjárhæð allt að kr. 8,7 ma. kr. sem greitt yrði út í samræmi við framvindu verksins. Þetta framkvæmdalán úr ríkissjóði yrði síðan endurgreitt árið 2018, eftir lok framkvæmda, með langtímaláni sem tekið yrði á markaði án ríkisábyrgðar.

Í fyrrgreindum lögum um ríkisábyrgðir er tilgreint hvaða þætti Ríkisábyrgðasjóður skuli meta. Í frumvarpi fjármálaráðherra er hins vegar kveðið á um að skilyrði 3. tl. 1. mgr. 3. gr. laganna að því er varðar tiltekið eiginfjárframlag lánþega og 2. mgr. 3. gr. um lánsfjárlutfall skuli ekki gilda um þessa lánveitingu. Ákvæði laganna um mat á áhrifum lánveitingarinnar á samkeppni á viðkomandi sviði verður heldur ekki skoðað sérstaklega í þessari umsögn. Hér er um sérstæða framkvæmd að ræða sem ekki er á samkeppnissviði. Eðli máls samkvæmt mun umsögnin fjalla um áhættu ríkissjóðs sem tengist lánveitingunni, líkur á því að lánið fái endurgreitt og mat á því sem ætlað er að tryggja endurgreiðslu þannig að ríkissjóður beri ekki skaða af.

Gert er ráð fyrir að ríkissjóður fái lán sitt endurgreitt árið 2018. Geta lántaka til þess að endurgreiða byggist á því að fjárfestar muni árið 2018, þegar göngin eru komin í notkun, veita VHG lán án ríkisábyrgðar. Ef slíkt lán fengist, yrðu vextir sem þá byðust og önnur lánskjör einn afgerandi þátta um

SEDLABANKI ÍSLANDS

KALKOFNSVEGI 1 • 150 REYKJAVÍK

SÍMI: 569 9600 • NETFANG: sedlabanki@sedlabanki.is • BRÉFASÍMI: 569 9605

rekstrarhæfi framkvæmdarinnar. Vaxtakjör lánsins réðust af því hvernig fjárfestar litu á tekjumöguleika lántaka, getu hans til að standa undir greiðslu vaxta og afborgana sem og aðra þætti sem myndu draga úr áhættu lánveitanda, svo sem eigið fé. Þess vegna verður ekki undan því vikist að skoða einnig þær forsendur.

Í umsögn þessari er einkum stuðst við viðskiptaáætlun VHG sem IFS Greining hefur yfirfarið sbr. skýrslu dags. 6. janúar sl. Ennfremur hefur verið litið til annarra skýrslna sem unnar hafa verið um framkvæmd Vaðlaheiðarganga á undanförunum árum.

Þá hefur m.a. verið leitað til fulltrúa Vegagerðarinnar, IFS Greiningar, ráðgjafa VHG og framkvæmdastjóra Spalar ehf. Þegar ástæða hefur þótt til að leita frekari skýringa við einhverju í fyrirliggjandi gögnum. Þar að auki hafa ýmis minnisblöð verið lögð fram t.d. frá FIB, Vegagerðinni og öðrum er málið varðar.

Ljóst er af öllum þeim gögnum sem fyrir liggja um þetta mál að yfirgripsmikil vinna hefur verið innt hefur af hendi við mat á því hvort forsendur viðskiptaáætlunar VHG um gangnaframkvæmdina standist. Í umsögn þessari verður við það miðað að þær forsendur varðandi stofnkostnað, rekstur og veggjöld standist, ásamt spám Vegagerðar ríkisins um umferðarþunga. Þó eru gerðar athugasemdir við einstakar forsendur eftir því sem ástæða þykir til.

Ein forsenda þess að fyrrgreind viðskiptaáætlun standist og VHG geti endurgreitt lán sín er byggð á tilteknum vöxtum langtímalánsins. Í skýrslu IFS Greiningar kemur fram á bls. 17: „Grundvallarforsenda í fyrirliggjandi áætlun er að vaxtakjör á langtímaláni verði fastir verðtryggðir 3,7% vextir.“ Þannig fást að öðrum forsendum óbreyttum 9% líkur á greiðslufalli. IFS Greining hefur einnig reiknað út líkur á greiðslufalli með öllum sömu forsendum nema með 4,7% verðtryggðum vöxtum. Þá eru líkur á greiðslufalli 40%. Miðað við 9% líkur á greiðslufalli væri lánshæfiseinkunn VHG hjá lánshæfismatsfyrirtækinu Moody's Caa en hjá Standard & Poor's CCC. Þessar einkunnir miðast við 5 ára meðaltalslíkur á greiðslufalli. Álag á markaði á skuldabréf félags með lánshæfiseinkunn Caa eða lægri hjá Moody's eða CCC eða lægra hjá Standard & Poor's eru 1.321 punktar eða 13,21% ofan á áhættulausa vexti ríkisskuldabréfa¹.

Því má ljóst vera að vextir langtímalánsins skipta miklu máli þegar greiðsluhæfi verkefnisins er metið. Ríkisábyrgðasjóður hefur því athugað sérstaklega vaxtaþáttinn og lagt sjálfstætt mat á líkleg kjör við endurfjármögnun, án ríkisábyrgðar árið 2018.

¹ Bond Prices, Default Probabilities and Risk Premiums, John Hull, Mirela Predescu, Alan White, Journal of Credit Risk, Vol 1, No. 2, pp. 53-60, Spring 2005.

2 Framkvæmdalán

Ráðgert er að lán ríkissjóðs til VHG verði endurgreitt árið 2018. Áætlað er framkvæmd við gangnagerðina taki 3,5 ár, en síðan verði göngin í rekstri næstu 2,5 árin áður en til endurfjármögnunar kemur. Viðskiptaáætlun VHG gerir ráð fyrir því að framkvæmdalánið frá ríkissjóði verði með 1,7% raunvöxtum að meðtöldu 0,60% áhættugjaldi.

Áhætta sem ríkissjóður tekur með veitingu framkvæmdaláns til VHG felst í því að VHG geti ekki staðið við skuldbindingar sínar. Rekstrarhæfi VHG byggist á því að viðskiptaáætlun félagsins gangi eftir. Í viðskiptaáætlun félagsins eru forsendur um stofnkostnað, verktíma, umferð o.s.frv. Um áhættu sem ríkissjóður ber vegna óvissu um endurfjármögnun á markaði án ríkisábyrgðar verður fjallað í kafla 3 hér á eftir.

Frá því VHG kynntu niðurstöður sínar í nóvember á síðasta ári hafa vaxtakjör á markaði versnað. Ætla má að raunvextir sem ríkissjóður getur fengið á markaði séu nú um 1,5% og síðan á eftir að bæta við áhættugjaldinu. Í lögum um ríkisábyrgðir er kveðið á um að áhættugjald skuli vera 0,25% - 4,00% af höfuðstól fyrir hvert ár lánstímans. Fjármálaráðuneytið hefur ákveðið að áhættugjald skuli vera 0,48% af höfuðstól fyrir hvert ár lánstímans.

3 Kjör endurfjármögnunar árið 2018

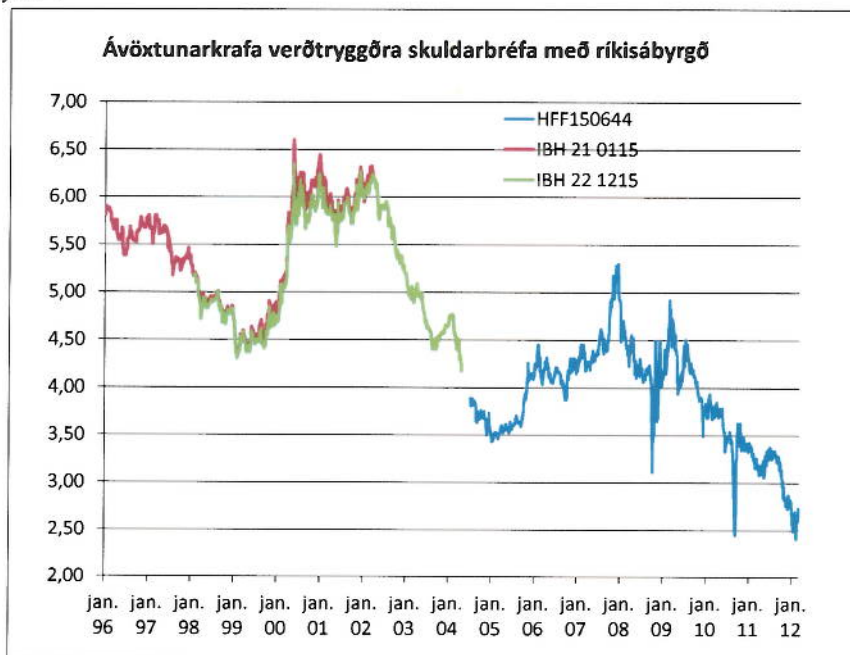
Einn stærsti óvissuþátturinn varðandi framkvæmd Vaðlaheiðarganga er hvernig til tekst með endurfjármögnun á framkvæmdarláninu árið 2018. Í fyrsta lagi er óvissa um þróun vaxta til svo langs tíma. Samkvæmt lögum skulu gjaldeyrishöftin afnumin eigi síðar en í árslok 2013 eða rúmum fjórum árum áður en áætlað er að endurfjármagna framkvæmdarlánið. Í lok febrúar 2012 áttu erlendir aðilar 158 ma.kr. í markaðsskuldabréfum ríkissjóðs. Ljóst er að einhver hluti þessara fjárfesta selur bréfin sín samfara afnámi gjaldeyrishafta. Það mun að óbreyttu þrýsta á hækkun vaxta á eftirmarkaði og þar með hækka lántökukostnað. Í öðru lagi er gengið út frá því að langtímafjármögnun Vaðlaheiðarganga verði annars vegar með jafngreiðsluláni til 25 ára og hins vegar með svokölluðu „cash sweep“ láni, þar sem árlegar afborganir eru háðar rekstrarniðurstöðu félagsins. Gengið er út frá því að 35% af framkvæmdarláninu verði endurfjármagnað með jafngreiðsluláni og 65% með „cash sweep“ lánaskilmálum. Áætlanir VHG gera ráð fyrir því að rekstur ganganna verði strax við opnun þeirra og næstu árin á eftir rekin með tapi. Þess vegna er nauðsynlegt að fresta höfuðstólsgreiðslum af stærsta hluta lánanna þangað til umferðarmagnið um göngin er orðið nægilega mikið til þess að standa straum af þeim. Fjárfestar munu krefjast sérstaks álags ofan á vexti þegar greiðsluflæði lána er óþekkt eins og í framangreindu tilfelli.

Í viðskiptaáætlun VHG er gert ráð fyrir því að endurfjármögnun á markaði árið 2018 með láni án ríkisábyrgðar verði með 3,7% raunvöxtum.

Ríkisábyrgðarsjóður telur umrædd vaxtakjör ekki rökstudd með fullnægjandi hætti. Auk þess er Ríkisábyrgðarsjóði ekki kunnugt um að samningaviðræður hafi átt sér stað við fjárfesta um aðkomu þeirra að endurfjármögnun á framkvæmdarláni ríkissjóðs.

Þegar reynt er að leggja mat á hugsanlega ávöxtunarkröfu sem fjárfestar kunna að gera til verkefnisins þarf fyrst að leggja mat á ávöxtunarkröfu áhættulausra ríkisskuldabréfa árið 2018. Í ljósi þess að í gildi eru gjaldeyrishöft og mikil óvissa ríkir um þróun efnahagsmála innanlands og í heiminum næstu misserin telur Ríkisábyrgðarsjóður réttast að meta vænta ávöxtunarkröfu út frá sögulegum gögnum. Á meðfylgjandi mynd er sýnd þróun ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa með ríkisábyrgð frá árinu 1996. Eins og sjá má er ávöxtunarkrafan nú í sögulegu lágmarki. Gjalddeyrishöft, takmarkaðir fjárfestingamöguleikar lífeyrissjóða, fáir útgefendur á skráðum skuldabréfum og lítil atvinnuvegafjárfesting í hagkerfinu stuðla að því að halda vöxtum í sögulegu lágmarki. Óvarlegt er að gera ráð fyrir að sú staða haldist óbreytt til ársins 2018. Á mynd 1 má sjá ávöxtunarkröfu húsbréfa og íbúðabréfa á eftirmarkaði en afborganir af slíkum bréfum eru með jafngreiðslufyrirkomulagi. Á myndinni sést að ávöxtunarkrafan sveiflast á bilinu 2,50% til 6,50% en að meðaltali hefur hún verið 4,60%. Ávöxtunarkrafa annarra flokka var einnig skoðuð en niðurstaðan er svipuð. Ef húsbréfin væru tekin út og bætt inn í staðinn ávöxtunarkröfu á RIKS 15 1001, sem er eingreiðslubríf með gjalddaga árið 2015, þá lækkar meðaltalið niður í 4,34%. Ef eingöngu er horft til meðalkröfu íbúðabréfanna HFF24, HFF34 og HFF44 frá miðjum júlí 2004 til dagsins í dag kemur í ljós að meðalávöxtunarkrafa þeirra var 3,90%. Þá þarf einnig að hafa í huga að tæplega helminginn af tímanum eru í gildi gjaldeyrishöft, sem halda vaxtastiginu niðri.

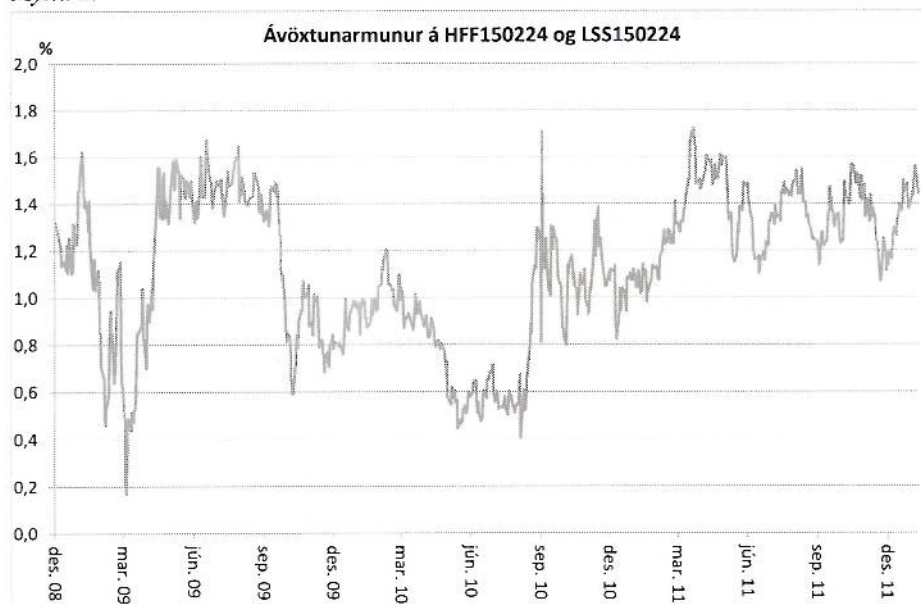
Mynd 1



Ef lítið er til meðaltals raunvaxta frá árinu 1996 er ekki óeðlilegt, að mati Ríkisábyrgðasjóðs, að miðað sé við 4,0 - 4,5% grunnvexti áður en tekið er tillit til álags sem fjárfestar munu krefjast vegna kaupa á fyrirtækjaskuldabréfi útgefnu af VHG, með „cash sweep“ lánaskilmálum og án ábyrgðar ríkissjóðs.

Í forsendum VHG er gert ráð fyrir því að endurfjármögnun framkvæmdarlánsins verði þannig, að 35% af skuldabréfinu er sett í jafngreiðsluferil, en 65% í svokallað „cash sweep“ lán, þar sem árlegar afborganir af höfuðstólnum taka mið af greiðslugetu félagsins. Engin slík bréf eru til á innlendum skuldabréfamarkaði svo Ríkisábyrgðasjóði sé kunnugt um. Eftir bankahrunið haustið 2008 eru engin fyrirtækjabréf skráð á markaði með virka viðskiptavakt. Lánasjóður sveitarfélaga hefur gefið út flokkinn LSS150224 sem er með svipað greiðsluflæði og íbúðabréfið HFF24. Frá því að formleg viðskiptavakt hófst með flokkinn í ársbyrjun 2009 hefur vaxtaálagið að meðaltali verið 112 punktar (1,12%) ofan á HFF24, en er nú 143 (1,43%) punktar eins og sjá má í mynd 2.

Mynd 2.



Lánasjóður sveitarfélaga lánar að jafnaði gegn veði í útsvarstekjum sveitarfélaga og er því talinn sterkur lántaki. Því má ætla að álagið sem fjárfestar myndu setja á jafngreiðslulán VHG yrði hærra. Einnig er útgáfa Lánasjóðsins með viðskiptavakt. Í því felst að Lánasjóðurinn hefur gert samning við fjórar fjármálastofnanir, svokallaða viðskiptavaka sem skuldbinda sig til að setja fram kaup- og sölutilboð að lágmarki 50 m.kr. að nafnverði í Kauphöll Íslands hver um sig. Þeir skuldbinda sig einnig til að endurnýja tilboð sín innan 15 mínútna frá því að þeim var tekið uns hver og einn hefur átt viðskipti fyrir 200 m.kr. á einum viðskiptadegi. Jafnframt skuldbinda viðskiptavakarnir sig til þess að halda verðmun kaup- og sölutilboða innan tiltekinna marka. Ólíklegt er að slíkt fyrirkomulag verði með útgáfu VHG sem þýðir að fjárfestar munu krefjast sérstaks álags ofan á bréfið vegna seljanleikaáhættu. Álagið á „cash sweep“ láninu verður síðan

enn hærra því að við bætist óvissa um greiðsluflæði sem fjárfestar munu verðleggja aukalega inn í bréfið.

Til samanburðar má nefna að þegar skrifað var undir langtímafjármögnun Hvalfjarðarganga í ársbyrjun 1996 voru vextir láns sem lífeyrissjóðir veittu 9,2% verðtryggðir, sem var um 340 punktum (3,40%) yfir ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa á markaði.

Með nokkurri bjartsýni má gera ráð fyrir að álag ofan á jafngreiðslubríf VHG yrði á bilinu 200-250 punktar og á „cash sweep“ hluta lánsins á bilinu 280-350 punktar. Þegar þessi tvö lán eru síðan vegin saman þ.e. 35% með skilmálum jafngreiðslubrúfs og 65% með óreglulegu greiðsluflæði þá liggur álagið á bilinu 252-315 punktar. Að meðaltali er þá áhættu- og seljanleikaálag ofan á áhættulausa vexti ríkistryggðra verðbréfa rúmir 280 punktar eða 2,8%.

Af framansögðu telur Ríkisábyrgðarsjóður út frá sögulegum gögnum að vaxtastig áhættulausra vaxta muni liggja á bilinu 4,0 - 4,5% árið 2018. Að viðbættu 2,80% áhættuálagi vegna endurfjármögnunar á láni til VHG án ríkisbyrgðar yrði raunvaxtastigið frá 6,8% - 7,3% sem er verulega hærra en gefið er upp í forsendum VHG sem er 3,7%.

Í skýrslu IFS Greiningar sem unnin var fyrir fjármálaráðuneytið kemur fram að 3,7% vextir þættu „full lágir nú í samanburði við aðra möguleika á skuldabréfamarkaði nema til kæmu auknar tryggingar og meiri víska fyrir lánveitandann eða ávinningshlutdeild“.² IFS Greining tekur einnig fram í niðurstöðum skýrslu sinnar „að markaðsvextir þurfi að lækka umtalsvert frá því sem nú er til að forsendur um vaxtakjör langtímaláns til handa Vaðlaheiðargöngum hf. gangi eftir“³.

Ríkisábyrgðarsjóður tekur undir þessi sjónarmið. Ef miðað er við að allar forsendur VHG standist nema að vextir á langtímaláninu verði 7%, munu göngin ekki standa undir sér og eigið fé félagsins vera orðið neikvætt um rúmlega 5 ma.kr. árið 2045. Samkvæmt hermílikani IFS Greiningar jafngildir 7% raunávöxtunarkrafa á langtímaláninu 100% líkum á greiðslufalli. Raunar séu 100% líkur á greiðslufalli við 5,3% ávöxtunarkröfu og þar yfir.

4 Stofnkostnaður

Áætlaður kostnaður við framkvæmd Vaðlaheiðarganga er 10.957 m.kr. eða 8.730 m.kr. án virðisaukaskatts. Í þeirri tölu er gert ráð fyrir ófyrirséðum kostnaði sem nemi 7% af framkvæmdaráætlun. Vegagerðin hefur mikla reynslu af jarðgangagerð og telur Ríkisábyrgðarsjóður ekki ástæðu til annars en að framangreind áætlun um stofnkostnað sé innan raunhæfra marka. Rétt

² Sjá bls. 2 í skýrslu IFS Greiningar

³ Bls. 23 í skýrslu IFS Greiningar

er þó að benda á að framangreindar upphæðir taka mið af byggingavísitölu frá því í ágúst 2011. Síðan þá hefur vísitalan hækkað um 2%.

5 Umferðarspá

Samkvæmt áætlun VHG er gert ráð fyrir því að umferð um Víkurskarð aukist um 1% fram að opnun ganganna. Þegar göngin hafa verið opnuð mun árleg umferð um Víkurskarð og göngin aukast um 2% fram til ársins 2045. Áætlunin er byggð á gögnum frá Vegagerðinni. Vegagerðin hefur nýverið endurskoðað umferðarspána þar sem gert er ráð fyrir samdrætti í umferð um Víkurskarð árið 2012. Ríkisábyrgðasjóður gerir engar athugasemdir við þessa umferðarspá.

Þó er rétt að benda á að ein af forsendum áætlunar VHG er að 90% af umferðinni fari í gegnum göngin og 10% um Víkurskarð. Engar innlendar rannsóknir virðast vera til sem styðja þetta mat. Aðallega er horft til reynslu Hvalfjarðarganga en þegar þau voru opnuð fór um 92% umferðarinnar í gegnum göngin og afgangurinn ók fyrir Hvalfjörðinn. Í þessu sambandi er þó rétt að hafa í huga að vegstytting Vaðlaheiðarganga verður um 15,7 km. og tímastyttingin 11 mínútur. Til samanburðar er vegstytting Hvalfjarðarganga til Akraness 60 km. og til Borgarness 42 km. og vegstytting að meðaltali í tíma um 35 mínútur ef ekið er á 84 km. hraða á báðum þessum leiðum.

Með tilkomu Hvalfjarðarganga varð samtenging tveggja stórra byggðarkjarna þ.e. Akraness og Borgarness við höfuðborgarsvæðið ásamt því að mikil stytting varð á vegakerfinu til Vesturlands og Norðurlands. Í tilfalli Vaðlaheiðarganga er þessu öðruvísi farið þar sem umferðin er meira svæðisbundin og óvíst að tímasparnaðurinn feli í sér mikla samþættingu í atvinnu og þjónustu á milli Akureyrar og Húsavíkur. Nú tekur um 1 klst. að ferðast þar á milli þannig að göngin stytta ferðatímann um 11 mínútur. Til viðbótar er hlutfall sumarumferðar af árlegri heildarumferð um 56% um Víkurskarð samanborið við 43% um Hvalfjarðargöng árið 2010. Þegar um er að ræða hátt hlutfall ferðamanna þá aukast líkurnar á því að þeir skili sér ekki í gegnum göngin. Umferð um göngin verður einnig háð gjaldskrá þeirra og greiðsluvilja vegfarenda. Í skýrslu Pálma Kristinssonar verkfræðings⁴ áætla hann að um 80% af umferðinni fari í gegnum göngin en afgangurinn um Víkurskarð. Ef sú áætlun gengur eftir mun það lækka árlegar rekstrartekjur félagsins um 11%.

Ríkisábyrgðarsjóður telur sig ekki hafa nægilegar forsendur til að leggja sjálfstætt mat á skiptingu umferðar á milli Víkurskarðs og Vaðlaheiðarganga eða greiðsluvilja vegfarenda. Þar sem tekjuforsendur ganganna byggja að miklu leyti á þessu mati þá er í ljósi mikillar óvissu eðlilegt að varfærni sé gætt í matinu.

⁴ Vaðlaheiðargöng, Mat á forsendum og því hvort veggjöld geti staðið undir öllum kostnaði við gerð og rekstur ganganna, desember 2011. Pálmi Kristinsson.

6 Rekstrar-, viðhalds- og innheimtukostnaður

VHG gera ráð fyrir því að árlegur rekstrar- og viðhaldskostnaður verði 40 m.kr. á ári án vsk eftir að göngin opna. Samkvæmt umsögn Vegagerðarinnar dags. 13. des. 2011 um nokkur atriði í skýrslu IFS Greiningar segir að raunhæft sé að miða við 18,5 m.kr. á ári að meðaltali til reksturs ganganna og 25 m.kr. á ári til viðhalds, samtals 43,5 m.kr. með vsk. Innifalið í rekstrarkostnaði er m.a. eftirlit, rafmagn og smáviðgerðir. Innheimtukostnaður er ekki þarna inni enda ekki til staðar í jarðgöngum Vegagerðarinnar. Varðandi þann kostnað vísa þeir m.a. til Færeyyja þar sem notuð er sjálfvirk gjaldheimta. Þar sé kostnaðurinn nálægt 5% af tekjum sem er sama tala og VHG miða við í sínum forsendum. Ríkisábyrgðarsjóður tekur undir með skýrsluhöfundum IFS Greiningar að rökstyðja megi betur kostnaðinn við innheimtu. Viðhaldskostnaður er misjafn. Fyrstu árin má gera ráð fyrir að hann verði mjög lítill en síðan má ætla að hann hækki tímabundið þegar kemur að endurnýjun rafmagnsbúnaðar og slitlagnar.

Samkvæmt yfirlýsingu dags. 13. mars sl. frá Vegagerðinni mun ráðgert að gera langtímasamning við VHG um rekstur og viðhald á göngunum á framangreindum verðum að teknu tilliti til verðlagsbreytinga. Þó er ekki gert ráð fyrir því að Vegagerðin taki á sig kostnað vegna váttrygginga á göngunum. Váttryggingar eru keyptar til að mæta tjóni t.d. vegna náttúruhamfara, skemmdarverka, eldsvoða o.s.frv. Einnig er algengt að váttryggingar séu keyptar til að mæta mögulegu tekjutapi sem rekstraraðili verður fyrir í ákveðin tíma á meðan göngin haldast lokuð vegna tjóns. Váttryggingakostnaður fer aðallega eftir stofnkostnaði ganganna. Nái váttryggingarnar einnig til tekjutaps þá hefur umferðarmagnið áhrif. Ólíklegt er að fjárfestar séu tilbúnir að veita langtímalán án ríkisábyrgðar, ef félagið er ekki með slíka váttryggingu.

Samkvæmt ársreikningi síðustu tveggja ára var váttryggingakostnaður vegna Hvalfjarðarganga að meðaltali um 32 m.kr. á ári. VHG gera ekki ráð fyrir kostnaði vegna váttrygginga í sínum útreikningum. Ríkisábyrgðarsjóður telur hins vegar að félagið eigi að gera ráð fyrir honum. Ekki er reynt að leggja mat á kostnað vegna váttrygginga en rétt er að benda á að flatarmál Vaðlaheiðarganga verður allmiklu meira en Hvalfjarðarganga. Á móti kemur að umferðarmagn um Hvalfjarðargöng er umtalsvert meira.

7 Stjórnunarkostnaður

Samkvæmt áætlun VHG er gert ráð fyrir því að stjórnunarkostnaður verði 15 m.kr. á ári. Stjórnunarkostnaður tekur til launa- og launatengdra gjalda ásamt skrifstofukostnaði og aðkeyptar vinnu frá ráðgjöfum t.d. endurskoðendum, verkfræðingum og lögfræðingum. Samkvæmt ársreikningi Spalar ehf. vegna Hvalfjarðarganga síðustu 2 árin er þessi kostnaður um 120 m.kr. á ári. Ríkisábyrgðarsjóður telur að skýra þurfi betur þennan mun.

8 Annað

8.1 Tekjuskattur

Í líkani VHG er ekki gert ráð fyrir að félagið greiði tekjuskatt af rekstrarhagnaði. Reiknað er með taprekstri til ársins 2025, en eftir það skili félagið hagnaði. Í útreikningum IFS Greiningar er heldur ekki gert ráð fyrir að félagið greiði tekjuskatt af hagnaði. Undanþága frá tekjuskatti hefur fyrst og fremst áhrif á greiðslugetu áætlunar eftir árið 2030. Engin staðfesting eða yfirlýsing af hálfu stjórnvalda liggur fyrir um að félagið fái umrædda skattaundanþágu. Einnig er rétt að benda á að réttur hlutafélags til að nýta tap til lækkunar tekjuskatti fyrnist á 10 árum.

8.2 Eiginfjárlutfall

Það er þekkt lögmál í fjármálafræðum að fjárhagsskipan félags hefur áhrif á fjármögnunarkostnað þess. Hagstæðasta hlutfall lánsfjár móti eigin fé félags er það sem hámarkar virði félagsins. Þetta samband er þó ekki línulegt m.a. vegna tekjuskatts, umboðskostnaðar, áhættu o.s.frv. Félag getur því aukið virði með því að auka hlutfall lánsfjár en þó aðeins upp að ákveðnu marki. Eftir að því marki er náð vex áhætta og kostnaður félagsins vegna fjármagnsskipunar umfram ávinning. Aukið hlutfall lánsfjár móti eigin fé félags umfram ákveðið hámark eykur áhættu í rekstri félagsins sem og fjármagnskostnað þess. Lánveitendur munu fara fram á hærri vexti með vaxandi skuldsetningu. Í frumvarpi um Vaðlaheiðargöng er gert ráð fyrir því að veitt verði undanþága frá ákvæði laga um ríkisábyrgðir sem kveður á um að lántaki, í þessu tilfelli VHG, skuli leggja fram að minnsta kosti 20% af heildarfjárförf verkefnis. Undanþágan er nauðsynleg VHG þar sem hlutfall eigin fjár er áætlað lægra en gert er ráð fyrir í lögnum. Skv. áætlunum VHG er reiknað með að hlutfall eigin fjár verði 8% í lok framkvæmdartíma og komið í 7% á því ári þegar endurfjármögnun á sér stað. Á næstu árum þar á eftir mun hlutfall eigin fjár lækka enn frekar og verða lægst tæplega 4% miðað við áætlanir VHG. Óhjákvæmilega mun lágt eiginfjárlutfall félagsins hafa áhrif á möguleika þess til endurfjármögnunar árið 2018.

8.3 Einkaframkvæmd

Í skýrslu nefndar fjármálaráðherra sem birt var í júní 1998 er rakin aðferðarfræði „Einkaframkvæmdar“. Þar kemur fram í formála að grundvallaratriði við einkaframkvæmd sé að saman fari ábyrgð á rekstri og fjárfestingu. Einkaframkvæmd felur í sér samning á milli ríkisins og einkaaðila um hvernig þeir hyggjast skipta með sér áhættu af viðkomandi verkefni.

Á bls. 13 í nefndri skýrslu er fjallað um hvernig einkaframkvæmd geti átt sér stað í tengslum við jarðgangagerð þar sem greiddur er vegtollur. Þá er miðað við að einkafyrirtæki taki að sér að annast tiltekna þjónustu. Það hannar, byggir, fjármagnar og veitir þjónustu en fær á móti veggjöld til að standa straum að rekstrarkostnaði og fjármögnunarkostnaði. Hlutverk hins opinbera takmarkast aðallega við ytri þætti eins og skipulagsstjórn, veitingu leyfa o.s.frv. Hagkvæmni einkaframkvæmdar í vegagerð liggur fyrst og fremst í því að áhættan er færð frá ríki til einkaaðila t.d. varðandi hönnun,

framkvæmd og rekstur. Framkvæmd Hvalfjarðarganga er dæmi um einkaframkvæmd.

Samkvæmt framansögðu getur framkvæmd Vaðlaheiðarganga ekki flokkast undir einkaframkvæmd enda er gert ráð fyrir því að ríkisjóður taki á sig alla áhættu varðandi fjármögnun verkefnisins ásamt því að þurfa að treysta því að fjárfestar endurfjármagni án ríkisábyrgðar verkefnið að framkvæmdum loknum árið 2018. Áhætta ríkisins er því slík að eðlilegt er að horfa til þess hvort ekki sé hagkvæmara að ríkissjóður fjármagni verkefnið að fullu með sama hætti og aðrar opinberar framkvæmdir. Þegar göngin verða tekin til notkunar verður búið að eyða út mörgum mikilvægum óvissuþáttum um kostnað við framkvæmdina og stjórnvöld gætu þá í kjölfarið ákvarðað veggjald sem taki tillit til hámarksumferðar um göngin og hámarkstekna.

Ef hins vegar er vilji til þess að leita til fjárfesta um fjármögnun verkefnisins án ríkisábyrgðar, þá virðist eðlilegt að skuldbinding þeirra liggi fyrir við upphaf framkvæmda. Ella ber ríkið alla áhættu á því hvort þeir vilji koma í verkefnið síðar. Ef óvissa um stofnkostnað veldur tregðu fjárfesta til þess að vera með frá byrjun, þá mætti eyða þeirri óvissu með því að fastsetja fjárhæðina, sem fjárfestar myndu lána eftir lok framkvæmda, um sem næmi áætluðum stofnkostnaði. Færi stofnkostnaður fram úr áætlun myndi ríkið lána þann umframkostnað og fá veðrétt fyrir því í tekjum og eignum VHG á eftir veðrétti fjárfesta.

9 Niðurstöður

Afar ólíklegt er að unnt verði að endurfjármagna framkvæmdalán vegna Vaðlaheiðarganga án ríkisábyrgðar með þeim lánskjörum að verkefnið standi undir sér og ríkissjóður fái lán sitt þannig endurgreitt. Ríkið yrði því bundið áfram með það fjármagn sem nú er ráðgert að veita til framkvæmdanna.

Standi vilji Alþingis til þess að ríkið fjármagni gerð Vaðlaheiðarganga, þá telur Ríkisábyrgðasjóður raunhæfara að ríkissjóður lágmarki áhættu sína með því að fjármagna langtímalánið á markaði áður en framkvæmdir hefjast. Í ljósi þess að vaxtastig er nú í sögulegu lágmarki væri skynsamlegt að tryggja langtímafjármögnun verkefnisins nú en ekki eftir tæp 6 ár.

SEÐLABANKI ÍSLANDS

Ríkisábyrgðasjóður

Sturla Pálsson

Sigurður G. Thoroddsen