

RiR 2006:21

# Finansförvaltningen i statliga fastighetsbolag

ISBN 91 7086 088 2

RiR 2006:21

Tryck: Riksdagstryckeriet, Stockholm 2006

Till regeringen  
Näringsdepartementet

Datum 2006-07-06  
Dnr 33-2005-0475

## Finansförvaltningen i statliga fastighetsbolag

Riksrevisionen har granskat finansförvaltningen i de fem statliga fastighetsbolagen Akademiska Hus AB, Jernhusen AB, Specialfastigheter Sverige AB, Vasakronan AB och Vasallen AB. Syftet har varit att bedöma om finansförvaltningen är affärsmässig och effektiv. I detta har ingått bl.a. en granskning av bolagens utformning och tillämpning av sin finanspolicy, riskmandat och ansvarsfördelning samt om det finns sätt att förbättra avkastningen. Även ägarförvaltningens agerande har granskats.

Företrädare för de granskade bolagen och Näringsdepartement har beretts tillfälle att faktagranska och lämna synpunkter på innehållet i ett utkast till denna revisionsrapport.

I enlighet med 9 § lagen (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m. överlämnas rapporten till regeringen. Rapporten överlämnas samtidigt till Riksrevisionens styrelse.

Riksrevisor *Kjell Larsson* har beslutat i detta ärende. Revisionsdirektör *Gunilla Lundquist* och revisionsråd *Hans Noaksson* har varit föredragande. Funktionschef *Eiríkur Einarsson* och revisionschef *Göran Hyltander* har medverkat i den slutliga handläggningen.

Kjell Larsson

Gunilla Lundquist

Hans Noaksson

*För kännedom:*

Akademiska Hus AB  
Jernhusen AB  
Specialfastigheter Sverige AB  
Vasakronan AB  
Vasallen AB



# Innehåll

Sammanfattning	9
1 Inledning	13
1.1 Motiv för granskningen	13
1.2 Revisionsfrågor	14
1.3 Utgångspunkter	15
2 Bolagens finansförvaltning	23
2.1 Jernhusen AB	23
2.2 Specialfastigheter Sverige AB	28
2.3 Akademiska Hus AB	33
2.4 Vasakronan AB	41
2.5 Vasallen AB	48
2.6 Regeringens ägarförvaltning	54
3 Sammanfattande bedömningar och rekommendationer	57
3.1 Bolagens riskbenägenhet	57
3.2 Bolagens finanspolicy	58
3.3 Bolagens låne- och placeringsstrategier	60
3.4 Vasallens kapitalstruktur	61
3.5 Regeringens ägarförvaltning	61
3.6 Rekommendationer	63
Referenser	65
Bilaga 1 Kort beskrivning av finansieringsförutsättningar och finansiella risker	69
Bilaga 2 Jämförelse av genomsnittsränta	77



## Förkortningar och begrepp

**Avkastning på eget kapital:** Resultat efter skatt i procent av eget kapital.

**Avkastningskurva:** Relationen mellan räntepappers löptid (X-axel) och deras ränta (Y-axel). Normalt är lutningen positiv.

**Basrisk:** Marknadens förändringar i prissättning av olika kreditvärdigheter och likvider.

**Certifikat:** Skuldebrev med löptider upp till maximalt ett år. Vanligaste löptiden på ett certifikat är tre månader.

**Derivatinstrument:** Ett finansiellt instrument som används för att minska (eller öka) risker. Till derivat räknas bl.a. optioner, terminer och swappar (se också finansiella derivat).

**Duration:** Se räntebindningstid.

**FAR:** Föreningen Auktoriserade Revisorer.

**Finansförvaltning:** Funktion i ett bolag som har hand om den operativa finansiella hanteringen .

**Finansiella derivat:** Finansiella kontrakt mellan en utfärdare och en innehavare. Exempel på finansiella derivat är valutaterminer, aktieoptioner och ränteswappar.

**Finanspolicy:** Styrelsens styrning och reglering av finansförvaltningen.

**IFRS:** International Financial Reporting Standards.

**Kapitalbindning:** Den tid som bolaget har en finansiering hos en eller flera långgivare.

**Kapitalmarknad:** Den del av kreditmarknaden som omfattar utbud och efterfrågan på långfristiga krediter (den långa marknaden). Hit kan också aktiemarknaden räknas.

**Kreditramar** – se bilaga 1.

**Kreditrisk:** Risk för att en låntagare inte kan betala ränta och kapitalbelopp på förfallodag.

**Marknadsrisker:** Förändringar i marknaden som påverkar värdet och risken i bolagets finansiella exponering.

**Operativa risker:** Risken för förlust orsakad av brister i ett bolags egna beslut och hantering av sin finansverksamhet.

**Punkter:** Hundra punkter motsvara en procent.

**Ränterisk:** En icke initialt påverkbar räntekostnadsökning eller förändring av värdet på räntebärande tillgångar och skulder. Uppstår i samband med att skuldportföljens exponeringar i räntebindning blir utsatta för påverkan i takt med förändringar på penning- och obligationsmarknaden.

**Rotationsrisk:** Innebär risken för att räntorna rör sig olika mycket och inte alltid åt samma håll i olika tidssegment på avkastningskurvan.

**Räntebindningstid:** Den tid som räntan är bunden.

**Räntetak:** Även kallat cap, är ett skydd mot räntehöjningar över en viss nivå.

**Ränteswappar:** Ett finansiellt derivat (kontrakt) som innebär ett byte av räntebetalningar av olika karaktär, t.ex. fast ränta mot rörlig ränta.

**Refinansieringsrisk:** Risken för att utlovad finansiering dras tillbaka eller att det uppstår svårigheter av allvarlig natur att refinansiera lån eller att det tillfälligtvis uppstår störningar på marknaden vilket gör att ny upplåning inte kan ske till rimliga kostnader.

**Soliditet:** Redovisat eget kapital i procent av redovisade totala tillgångar vid årets slut.

**Spread:** Skillnad mellan två räntor.

**Stibor** (Stockholm Interbank Offered Rate): Den ränta som bankerna betalar på den svenska interbankmarknaden.

**Swappar:** Avtal enligt kontrakt mellan två parter som kommer överens om att byta betalningsströmmar på skuldbelopp under en viss tid och enligt förutbestämda regler.

**Ägarförvaltning:** Regeringens och Regeringskansliets förvaltning och styrning av de statliga bolagen.

I bilaga 1 redogörs för förutsättningar för finansförvaltning.



# Sammanfattning

De statligt ägda bolagen har stora tillgångar och skulder. Bolagens balansomslutning är på över 1 000 miljarder kronor. Bolagen har också, som självständiga juridiska subjekt, räntebärande skulder på sammantaget drygt 500 miljarder kronor. För fastighetsbolag är upplåningens effektivitet av särskild betydelse för bolagen då kapitalkostnaderna oftast är en stor del av totalkostnaden. Detta gäller även de statligt ägda fastighetsbolagen.

Riksrevisionen har mot denna bakgrund gjort en effektivitetsrevision av finansförvaltningens affärsmässighet och effektivitet i de fem statligt helägda fastighetsbolagen: Akademiska Hus AB, Jernhusen AB, Specialfastigheter Sverige AB, Vasakronan AB och Vasallen AB. Bolagens sammanlagda skulder uppgår till drygt 40 miljarder kronor och avser i allt väsentligt lån från banker och kreditinstitut på marknaden. Bolagen är alla verksamma enbart i Sverige, med en stark eller dominerande ställning inom sin kategori och med en stor, eller mycket stor, andel statliga hyresgäster. Vasakronan avviker från de övriga bolagen genom att det är ett renodlat kommersiellt fastighetsbolag.

## Granskningens genomförande

I granskningen av affärsmässighet och effektivitet har fokus riktats mot att granska bolagens styrning av finansförvaltningen. Bolagsstyrelsernas beslut och bolagens tillämpning av finanspolicyer är därvid av särskild betydelse. Vidare görs i granskningen en bedömning av om det finns alternativa uppbygg för finanshanteringen som skulle kunna sänka räntekostnaderna och förbättra den årliga avkastningen. Även regeringens förvaltning av bolagen har granskats.

Granskningen avser bolagens finansförvaltning 2005. I något fall har uppgifterna kompletteras med förhållanden som avser 2006.

## Riksrevisionens slutsatser och rekommendationer

Samtliga fem fastighetsbolag har en finanspolicy för styrning av finansförvaltningen. De överväger inriktningen av sin finanspolicy och agerar på marknaden för att på så sätt hantera risker och kostnader för upplåningen. Riksrevisionens intryck är att bolagens finansförvaltning ligger i linje med finansförvaltningen inom fastighetsbranschen som helhet.

Riksrevisionens bedömning är dock att det finns möjligheter att förbättra affärsmässigheten och effektiviteten i de fem fastighetsbolagen. Det kan för det enskilda bolaget röra sig om potentiella förbättringar i storleksordningen ett antal miljoner årligen. Detta skulle klart kunna förbättra det årliga resultatet.

Riksrevisionen slutsatser och rekommendationer lämnas i det följande. Utgångspunkten för dessa är att det är styrelsens och ledningens ansvar att bolaget sköts föredömligt väl inom de ramar lagstiftningen ger och i enlighet med ägarens långsiktiga intressen. Det är viktigt att ägarförvaltningen avgör på vilket sätt den ska agera utan att begränsa styrelsernas möjlighet att utföra sina uppgifter. Styrelserna bör stödjas att fullgöra sina uppgifter utan att deras ansvar rubbas eller blir oklart i förhållande till aktiebolagslagen.

Utgångspunkten för slutsatser och rekommendationer är också att en finanspolicy ska beslutas av styrelsen och den ska ange inriktning för finansförvaltningen, klarlägga gränser för risktagandet, fördela mandat och tydliggöra ansvarsfördelningen. Finanspolicyn bör vara ett samlat dokument för styrningen av finansförvaltningen och därför även klargöra sambandet mellan finansförvaltningen och affärsverksamheten. Styrelsens, ledningens och finansförvaltningens riskmandat ska vara så tydligt angivet att ansvarsfördelningen dem emellan är klar. På detta sätt skapas också rimliga förutsättningar för att uppnå en god intern kontroll.

## **Bolagen**

Bolagens benägenhet att ta finansiella risker varierar. Förklaringarna är flera, men styrelsernas sakkunskap och attityd till risktagande torde ha stor betydelse.

Flera av de granskade bolagen har en ofullständig, oprecis och i några fall inaktuell finanspolicy. En sannolik konsekvens av detta är att styrelsens faktiska inflytande över hanteringen av mycket betydande ekonomiska värden och risker blir mindre medan verkställande direktörens eller finansfunktionens inflytande blir större. I några fall är bedömningen att den interna kontrollen bör förbättras. I samtliga bolag har iakttagits en otydlighet i ansvarsfördelningen mellan styrelse och ledning eller mellan ledning och finansförvaltning. Oklarheter har iakttagits i policyn för Vasallen. Otydligheter har uppmärksamats hos Akademiska Hus, Jernhusen, Specialfastigheter och Vasakronan.

Genom att överväga alternativa tillvägagångssätt vid upplåning och placeringar och aktivt uppsöka marknaden skulle flera bolag sannolikt kunna öka sin avkastning.

Vasallen AB är överkapitaliserat med upp till en miljard kronor, vilket har minskat bolagets förmåga att motsvara ägarförvaltarens avkastningskrav. De

villkor för att placera kapitalet som Vasallens styrelse beslutat om är inte klart anpassade till affärsverksamheten och har resulterat i låg avkastning.

#### *Rekommendationer*

Styrelsen och ledningen för Akademiska Hus AB, Specialfastigheter Sverige AB, Vasakronan AB, Vasallen AB och i något avseende Jernhusen AB bör, i enlighet med Riksrevisionens bedömningar för respektive bolag, överväga att

- se över och förbättra gällande finanspolicy med avsikt att finanspolicyen ska vara ett starkt styrinstrument för styrelsen.
- aktivt pröva sina riskbedömningar och låta undersöka alternativa låne- och placeringsmöjligheter på marknaden för att förbättra det ekonomiska resultatet.

#### **Ägarförvaltningen**

Ägarförvaltningens aktiviteter i förhållande till de granskade bolagens finansförvaltning inskränker sig till att ange soliditetsmål, avkastningskrav och riktlinjer för ekonomisk rapportering. Förekomsten av ofullständiga och oprecisa finanspolicyer har av ägarförvaltningen inte ansetts kräva att den överväger åtgärder. Indikationer på att ett fastighetsbolag är överkapitaliserat har inte lett till att ägarförvaltningen agerat.

#### *Rekommendationer*

För att uppfylla riksdagens krav på effektivitet, avkastning och strukturanpassning i fastighetsbolagens finansförvaltning, bör regeringen i sin roll som ägarförvaltare överväga att

- mer aktivt följa fastighetsbolagens finansiella utveckling och finansförvaltning; bl.a. bolagens utformning och utvärdering av sina finanspolicyer, pröva vid styrelsenomineringarna behovet av finansiell sakkunskap i styrelserna och ta fram *best practice* för finanspolicyen,
- återföra kapital till staten från Vasallen AB som är överkapitaliserat samt pröva kapitalstrukturen även i övriga granskade bolag.



# 1 Inledning

## 1.1 Motiv för granskningen

Stora och snabba förändringar har skett och sker fortlöpande inom det finansiella området. Den finansiella marknaden har successivt avreglerats, och det utvecklas hela tiden nya finansiella instrument och finansieringskällor. Penning- och kapitalmarknadens komplexitet och möjligheter har ökat för aktörerna. Genom att utnyttja konkurrensen på kapitalmarknaden samt använda sig av olika låne- och placeringsinstrument kan bolag erhålla stora finansiella fördelar. För att följa med i den finansiella utvecklingen och därmed effektivisera den finansiella verksamheten i bolag måste arbetet bedrivas efter genomtänkta strategier.

Den statliga bolagssfären, under förvaltning av Näringsdepartementet, har såväl stora tillgångar som skulder. Bolagens balansomslutning är över 1 000 miljarder kronor. Bolagen har, som självständiga juridiska subjekt, sammantaget räntebärande skulder på ca 524 miljarder kronor.<sup>1</sup> Som jämförelse kan nämnas att den svenska statsskulden uppgår till ca 1310 miljarder kronor.<sup>2</sup>

Alla statliga bolag förutsätts ha affärsmässiga och effektiva finansförvaltningar för att agera på marknaden. De normer som fastställts för finansverksamheten tar dock sikte på rapporteringen i årsredovisningen. Ansvars- och befogenhetsförhållanden är enligt aktiebolagslagen definierade som att styrelsen svarar för bolagets organisation och förvaltning, fattar strategiska beslut, tillsätter verkställande direktör och har rätt att företräda bolaget inom ramen för förvaltningen. Verkställande direktören leder den löpande verksamheten och företräder bolaget inom ramen för den löpande förvaltningen.

Ett bolags externa revisorer granskar ofta finansförvaltningen i vissa avseenden. De externa revisorerna granskar årsredovisningen, bokföringen och företagsledningens förvaltning<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> [www.regeringen.se](http://www.regeringen.se) Besökt 2006-06-09.

<sup>2</sup> Riksgäldskontoret – Den svenska statsskulden nr 780 31 december 2005.

<sup>3</sup> Granskningen av förvaltningen inkluderar en översiktlig genomgång av den interna kontrollens omfattning och organisation främst för att kunna uttala sig om rapporteringen i årsredovisningen. Uttalandet gäller om redovisningen är rättvisande och ger underlag för ett förslag om ansvarsfrihet, dvs. att någon i styrelsen eller verkställande direktören inte har företagit någon åtgärd eller gjort sig skyldig till någon försummelse som kan föranleda skadestånd. Omfattningen av den nödvändiga granskningen av företagsledningens förvaltning utgår från en bedömning av hur stor risken för skadeståndskyldighet är. För ytterligare information se FAR:RS 200 2SE *Revisionens mål* och FAR-meddelande 16. Juni 2006.

Finansförvaltningen är omfattande i de statligt ägda bolagen, upplåningen uppgår till drygt 500 miljarder. För fastighetsbolag är upplåningens effektivitet av särskild betydelse för bolagens resultat då kapitalkostnaderna oftast är en stor del av totalkostnaden. Förutsättningarna för affärsmässighet, som bra finanspolicy och bra riskhantering samt effektiv upplåning till låg räntekostnad är därvid av intresse. Om ett statligt bolag får ekonomiska problem kan detta få konsekvenser för ägaren, ytterst en begäran om kapitaltillskott från staten. Insynen i hur de statliga bolagen sköter sin finansförvaltning är begränsad eftersom verksamheterna bedrivs i aktiebolagsform.

Riksrevisionen har mot denna bakgrund funnit anledning att göra en effektivitetsrevision av affärsmässighet och effektivitet i finansförvaltningen i statliga fastighetsbolag. Denna granskning har således ett vidare syfte än den årliga revision som görs av de av stämman utsedda revisorerna för att få grund för uttalande om årsredovisningen och förslag till ansvarsfrihet.

De granskade bolagen är de fem helägda statliga fastighetsbolagen, Akademiska Hus AB, Jernhusen AB, Specialfastigheter Sverige AB, Vasakronan AB och Vasallen AB. Deras sammanlagda skulder uppgår till drygt 40 miljarder kronor.

## 1.2 Revisionsfrågor

Mot bakgrund av problembilden har vi inriktat denna granskning av fem statliga fastighetsbolag på att besvara den övergripande revisionsfrågan:

### ***Är finansförvaltningen affärsmässig och effektiv?***

För att besvara den övergripande frågan har fokus riktats mot att granska bolagens styrning av finansförvaltningen, främst genom att granska om bolagens finanspolicyer är aktuella och konkreta samt om riskmandat och ansvarsfördelning är tydligt preciserade. Styrelsernas beslut och bolagens tillämpning av finanspolicyer är därmed av särskild betydelse. Vidare görs en bedömning av om det finns alternativa upplägg för finanshanteringen som skulle kunna sänka räntekostnaden och förbättra den årliga avkastningen. Även ägarförvaltningens roll och agerande ingår i granskningen. Begreppet ägarförvaltning som används i denna rapport avser regeringens och regeringkansliets förvaltning och styrning av de statliga bolagen.

## 1.3 Granskningens genomförande

Granskningen avser bolagens finansförvaltning 2005. I något fall har uppgifterna kompletteras med förhållanden som avser våren 2006. En

förstudie genomfördes våren 2005. Granskningen är genomförd i form av fallstudier av fem statliga fastighetsbolag. Alla bolagen är verksamma enbart i Sverige, med en stark eller dominerande ställning inom sin kategori och med en stor, eller mycket stor, andel statliga hyresgäster. Vasakronan avviker från bilden genom att det är ett renodlat kommersiellt fastighetsbolag med en mindre andel statliga hyresgäster.

Som underlag i granskningen har Riksrevisionen använt offentliga dokument såsom riksdagstryck, regeringsbeslut och bolagens årsredovisningar. Styrelse- och bolagsstämmoprotokoll har också studerats liksom finanspolicyer och annan relevant dokumentation.

Respektive bolags styrelseordförande har intervjuats liksom personal vid bolagen och vid ägarförvaltningen på Näringsdepartementet.

Vid granskningen har en analys gjorts av respektive bolags finanspolicy och finansförvaltning. I en bilaga redogörs för de antaganden och metoder som använts vid framtagande av några exempel på alternativa upplägg av bolagens finansförvaltning samt vid en jämförelse av fastighetsbolag.

I analysarbetet har Riksrevisionen anlitat Jens Albråten, JAFK, som rådgivare. Han har i analysarbetet haft med Stefan Engström, Engstrom Financial Adviser, som underkonsult. Analyserna ingår i underlaget för revisionens bedömningar.

I kvalitetssäkringen av rapporten har medverkat universitetslektor Stefan Sjögren vid Handelshögskolan i Göteborg.

Medlemmar i bolagsrådet vid Riksrevisionen, dock ej styrelseledamöter i de granskade bolagen, har deltagit med att lämna synpunkter på denna granskningsrapport liksom andra som rör granskningen av statliga bolag. Riksrevisionen står självständigt för samtliga slutsatser och rekommendationer som redovisas i rapporten.

## 1.4 Utgångspunkter

### 1.4.1 *Statliga fastighetsbolag bildas*

I detta avsnitt beskrivs kort de övergripande förändringar av den statliga fastighetssektorn som genomförts under det senaste dryga decenniet och som lett fram till dagens statliga fastighetsbolag.

#### 1.4.2 *De två första fastighetsbolagen*

Två fastighetskoncerner bildades i samband med ombildningen av Byggnadsstyrelsen år 1993.<sup>4</sup> Den ena – Högskoleskoncernen – bildades för förvaltning av universitetens och högskolornas fastigheter. Koncernen benämndes Statliga Akademiska Hus AB. Den andra koncernen – Fastighetskoncernen – fick överta huvuddelen av det lokalbestånd som Byggnadsstyrelsen förvaltade. Denna koncern kom också att överta vissa fastigheter från andra statliga myndigheter, bl.a. från försvaret. Fastighetskoncernen kom att benämnas Vasakronan Holding AB vilket senare namnändrats till Civitas Holding AB. Som dotterbolag återfanns Vasakronan AB som i sin tur ägde dotterbolagen Vasakronan Krim AB och Vasajorden AB. Till Vasakronan AB överläts i huvudsak kommersiella fastigheter. Till Vasakronan Krim AB överläts det fastighetsbestånd som Kriminalvårdsstyrelsen nyttjar och till Vasajorden AB de institutionsanknutna utbildningsfastigheterna som nyttjas av Sveriges Lantbruksuniversitet (SLU). Vasajorden AB såldes senare till Akademiska Hus AB, för att ytterligare renodla det statliga fastighetsägandet.

De nybildade statliga fastighetsbolagen var mycket väl konsoliderade när de startade sin verksamhet. Initialt hade bolagen statliga krediter genom Riksgäldskontoret<sup>5</sup> men dessa har avvecklats under 1990-talet. I dag är bolagen aktörer på kapitalmarknaden som vilka privata fastighetsbolag som helst.

#### 1.4.3 *Omstruktureringar leder till fler fastighetsbolag*

I en strävan att fortsätta renodlingen av Vasakronan AB till ett kommersiellt fastighetsbolag bildades år 1997 Specialfastigheter Sverige AB av det som tidigare var Vasakronan Krim AB. Till bolaget överläts fastigheter av ändamålskaraktär som hyrdes ut till vissa statliga verksamheter, t.ex. kriminalvårdsfastigheter, vissa försvarsfastigheter, räddningsskolor och sameskolor. Staten övertog samtidigt aktierna i Specialfastigheter AB, och bolaget förvaltas numera direkt av Näringsdepartementet.

Efter avskiljande kom Civitaskoncernen (med Vasakronan AB) att ansvara för förädling, utveckling, förvaltning och avveckling av kommersiella fastigheter utan långsiktiga motiv för staten att äga och med mål som innebär högsta möjliga långsiktiga avkastning på kapitalet.<sup>6</sup>

I samband med 1996 års försvarsbeslut beslutade regeringen att bilda ett aktiebolag som skulle utveckla f.d. försvarsfastigheter. Fastighetsbolaget

---

<sup>4</sup> Prop. 1992/93:37, bet. 1992/93:FiU8, rskr. 1992/93:123.

<sup>5</sup> Akademiska Hus AB fram till 1996 och Vasakronan AB fram till 1997.

<sup>6</sup> Prop. 1997/98:137, bet. 1997/98:FiU25, rskr.1997/98:252.



Vasallen AB bildades i september 1997. Ändamålet för bolaget skulle vara att i samarbete med kommuner och lokalt näringsliv utveckla och förädla fastigheterna för att slutligen sälja dem på kommersiella villkor. Från starten förvärvade Vasallen AB ett antal fastigheter i olika kommuner från Fortifikationsverket. Vid tidpunkten för bolagets bildande ansåg regeringen att det var en fördel att inordna bolaget i den större fastighetskoncernen Civitas, för att säkerställa den finansiella uthålligheten. Dessutom hade Civitas kompetens och erfarenhet av liknande utvecklingsprojekt.<sup>7</sup> 2000/01 föreslog regeringen att Vasallen AB skulle ägas direkt av staten. Ett direktäggande av aktierna i Vasallen AB skulle innebära att bolaget skulle följas på nära håll och att täta dialoger skulle kunna genomföras mellan ägare och bolag.<sup>8</sup>

Jernhusen AB är ett dotterbolag till AB Swedcarrier som i sin tur förvaltas av Näringsdepartementet. Jernhusen AB har sitt ursprung i Affärsverket Statens järnvägars fastighetsdivision. Vid bolagiseringen av affärsverket bedömdes att omkring 570 fastigheter av affärsverkets fastighetsbestånd hade förutsättningar att hanteras i ett kommersiellt fastighetsbolag. Verksamheten i fastighetsdivisionen och nämnda fastigheter flyttades därför över i Jernhusen AB vid årsskiftet 2000/01.

Jernhusen AB äger, förvaltar och utvecklar ett fastighetsbestånd som består av bl.a. stationshus, verkstadslokaler, kontor och lagerbyggnader längs den svenska järnvägen. Jernhusen driver även projekt och planprocesser för att utveckla strategiska markresurser.

#### 1.4.4 Riksdagens riktlinjer

Riksdagen beslutade våren 1996 om riktlinjer för hur statens företagsägande ska förvaltas.<sup>9</sup> Följande huvudprinciper ska gälla för förvaltningen av statliga företag:

- Statligt ägda företag ska arbeta under krav på effektivitet, avkastning på det kapital som företaget representerar och strukturanpassning.
- Den som förvaltar ett statligt företag ska med utgångspunkt i uppsatta verksamhetsmål aktivt följa företagets utveckling och vidta erforderliga åtgärder för att företaget ska uppfylla krav på effektivitet, avkastning och strukturanpassning.

---

<sup>7</sup> Prop. 1996/97:150, bet. 1996/97:FiU20, rskr. 1996/97:284.

<sup>8</sup> Prop. 2000/01:100, bet. 2000/01:FiU27, rskr. 2000/01:279.

<sup>9</sup> Prop. 1995/96:141, bet. 1995/96:NU26, rskr. 1995/96:302.

#### 1.4.5 Lagreglering

Aktiebolagslagen reglerar inte närmare hur finansförvaltningen ska utformas eller arbeta. Lagen reglerar dock bl.a. ansvarsfördelningen mellan styrelse och verkställande direktör. Styrelsen svarar för bolagets organisation och förvaltning av bolagets angelägenheter. Den verkställande direktören ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar. Styrelsen ska också se till att bolagets organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och bolagets ekonomiska förhållanden i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt.<sup>10</sup>

Av årsredovisningslagen<sup>11</sup> framgår att om det är väsentligt för bedömningen av företagets ställning och resultat ska information lämnas avseende användningen av finansiella instrument. I redovisningen ska anges mål och tillämpade principer för finansiell riskstyrning samt exponering för prisrisker, kreditrisker, likviditetsrisker och kassaflödesrisker.<sup>12</sup> Därav följer också kravet på god intern kontroll.

#### 1.4.6 Regeringens styrning

Regeringen har beslutat om ett par riktlinjer för de statliga helägda bolagen: *riktlinjer för anställningsvillkor och incitamentsprogram* beslutade 2003-10-09, samt *riktlinjer för den externa ekonomiska rapporteringen från de statliga bolagen* beslutade 2002-03-21. I de förstnämnda riktlinjerna klargörs att incitamentsprogram bör undvikas i de statliga bolagen. I riktlinjerna om den externa ekonomiska rapporteringen anges att bolagen i sin årsredovisning ska lämna en övergripande omvärldsbevakning, redogörelse för om mål och eventuella samhällsuppdrag har uppfyllts, beskrivning av jämställdhetspolicy, mångfaldsarbetet, styrelsen och dess arbete, utdelningspolicyn, miljöpolicy och miljöarbetet samt en risk- och känslighetsanalys. Den ska beskriva bolagets huvudsakliga rörelserisker respektive finansiella risker. Regeringens riktlinjer lämnar ingen vägledning för hur en risk- och känslighetsanalys ska rapporteras utan hänvisar till att bolagen ska följa Stockholmsbörsens regler, dvs. informera om risk.

Av regeringens årliga skrivelse till riksdagen framgår att det är styrelsens och ledningens ansvar att de företag där staten har ägarintressen sköts föredömligt väl inom de ramar lagstiftningen ger och i enlighet med ägarnas långsiktiga intressen. Det innebär bl.a. att alla styrelser bör besluta om att bolaget ska ha en väl förankrad och gemensam etikpolicy. Det är också styrelsens ansvar att säkerställa att företaget har en miljöpolicy. Regeringen

---

<sup>10</sup> Aktiebolagslagen (2005:551) ABL.

<sup>11</sup> Årsredovisningslagen (1995:1554)

<sup>12</sup> Aktiebolagslagen (2005:551) ABL.

uppmuntrar också de statliga företagen att uppträda i enlighet med OECD:s riktlinjer för globalt ansvar,<sup>13</sup> att vara ett föredöme i jämställdhetsarbetet och att upprätta handlingsplaner för mångfaldsarbetet i den egna organisationen. Däremot finns inget krav på bolagen att ha en finanspolicy för att styra finanshanteringen.

Svensk kod för bolagsstyrning tillämpas av Stockholmsbörsen för vissa bolag från den 1 juli 2005. Regeringen har bestämt<sup>14</sup> att koden ska vara en del av regeringens ramverk för ägarförvaltningen. Grundprincipen är att koden kompletterar statens ägarpolitik. I vissa frågor har ägarförvaltningen funnit skäl att komplettera eller uttolka kodens regler. Det främsta skälet för detta är att koden huvudsakligen riktas mot bolag med spritt ägande.

#### 1.4.7 *Finansförvaltningen och riskerna*

All form av ekonomisk verksamhet innebär ett mått av finansiellt risktagande. En passiv finansförvaltning innebär att inga åtgärder vidtas för att minimera eller parera dessa risker. Genom en aktiv finansförvaltning skapas möjligheter till en rationell hantering av risker med beaktande av den kostnad det medför att minska eller eliminera risker. Utan ett visst risktagande finns det inte någon möjlighet att uppnå vinst utöver den s.k. riskfria räntan (statskuldsväxlar eller statobligationer). Man ska dock skilja på kalkylerade risker, vilka är ett inslag i en aktiv finansförvaltning, och spekulation som tar större och kanske mindre väl underbyggda risker som kan äventyra kapitalet.

För att marknaden ska kunna fungera måste en placerare få betalt för att ta en risk (riskpremie). Den som vill minska sin risk med olika tekniker måste acceptera att den genomsnittliga avkastningen då blir lägre. Risker uppstår inte bara vid placeringar utan är i högsta grad relevanta att beakta även vid upplåning.

En beskrivning av finansieringsförutsättningar och finansiella risker återfinns i bilaga 1.

#### 1.4.8 *Finanspolicy ska styra finansförvaltningen*

Utöver affärsverksamhetens och finansverksamhetens förmåga att skapa avkastning kan man säga att tre grundläggande förhållanden bestämmer ett aktiebolags finansiella situation, nämligen;

---

<sup>13</sup> Genom Globalt Ansvar uppmuntrar regeringen svenska företag att uppträda i enlighet med grundläggande internationella normer kring mänskliga rättigheter, arbetsvillkor, miljöhänsyn och bekämpning av korruption. Inte minst de statliga företagen ska aktivt redovisa sitt sociala och miljömässiga engagemang genom att ansluta sig till Globalt Ansvar skriver regeringen.

<sup>14</sup> Regeringens skrivelse 2004/05:120 till riksdagen, *Företag med statligt ägande*.

- det ursprungliga kapitaltillskottet vid bolagets bildande och ägarens benägenhet att vid behov tillskjuta kapital,
- tillgången till aktiemarknaden via börsnotering och
- bolagets självständighet.

Med icke självständiga bolag menas dotterbolag i koncerner. Dessa är sammanlänkade med sitt moderbolag vad gäller finansiella frågor.<sup>15</sup> De statliga bolagen kan i detta fall jämföras med s.k. fåmansbolag – självständiga att finansiera sin verksamhet genom lån men utan tillgång till aktiemarknadens möjlighet att skaffa eget kapital. Det innebär att ett statligt bolag med behov av extern finansiering är hänvisat till att låna på den privata marknaden och under vissa förutsättningar från Riksgäldskontoret.

Ett kapitaltillskott från staten till ett statligt bolag förutsätter riksdagens godkännande.<sup>16</sup>

Finansförvaltningen är en av företagets funktioner vid sidan av t.ex. inköp, produktutveckling, produktion och marknadsföring.

Finansförvaltningens huvudsakliga uppgifter är att:

- aktivt förvalta finansiella tillgångar och skulder,
- säkerställa att bolaget har en tryggad finansiering genom lån och kreditlöften,
- hantera och kontrollera att finansiellt risktagande kan förenas med underliggande affärsrisker och bolagets finanspolicy samt
- förvalta det kapital som inte används i verksamheten.

Utåt är finansförvaltningen ofta en centraliserad strategisk funktion. Inte sällan är den beroende av ett fåtal personer. Ansvarsfördelningen mellan styrelse, ledning och övriga anställda är en viktig förutsättning för att skapa en god intern kontroll och säkerhet. Denna fördelning har också betydelse för att upprätthålla kompetens liksom för effektiviteten.

Finanspolicyn syftar till att klargöra vilka finansiella risker styrelse, företagsledning och finanschef får ta för att skapa värde för bolaget. Som framgått finns det inga entydiga normer om vad en finanspolicy ska innehålla. Däremot finns det idag en rätt god samstämmighet grundad på erfarenheter om varför en policy bör finnas, vad den bör syfta till och vad den bör innehålla.

Riksrevisionens bedömning är att en finanspolicy ska beslutas av styrelsen och den ska ange inriktning för finansförvaltningen, klarlägga gränser för risktagandet, fördela mandat och tydliggöra ansvarsfördelningen. Den ska årligen utvärderas och beslutas av styrelsen. Styrelsen ska också se till att policyn tillämpas. Finanspolicyn bör vara ett samlat dokument för styrningen

<sup>15</sup> Hallgren (2002) *Finansiell strategi och styrning*.

<sup>16</sup> Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2005.

av finansförvaltningen och därför även klargöra sambandet mellan finansförvaltningen och affärsverksamheten. Styrelsens, ledningens och finansförvaltningens riskmandat ska vara så tydligt angivet att ansvarsfördelningen dem emellan blir klar. Finanspolicyn ska ha en så god precision att den styr och sätter tydliga gränser för finansförvaltningen. På detta sätt skapas också rimliga förutsättningar för att uppnå en god intern kontroll. I policyn ska också aktuella riskbegrepp definieras och formuleras. Vidare ska de finansiella risker som bolaget är utsatt för redovisas samt hur de hanteras. En beskrivning av hur framför allt ränteriskerna ska hanteras är av central betydelse för ett bolag med en betydande skuldportfölj.



## 2 Bolagens finansförvaltning

I detta kapitel besvarar vi frågan om de fem statliga fastighetsbolagen har en affärsmässig och effektiv finansförvaltning. I avsnitten redogör vi för de iakttagelser som framkommit vid granskningen. Granskningen omfattar såväl den faktiskt bedrivna finansverksamheten som bolagsstyrelsernas styrning av finansförvaltningen, genom en beslutad finanspolicy och eventuellt därutöver beslutade strategier. Bolagens skuldportföljer har analyserats och i några fall har även hantering av likviditet och placeringar analyserats. Avsnitten avslutas med Riksrevisionens bedömningar.

### 2.1 Jernhusen AB

#### Kortfakta om Jernhusen AB

---

Bolaget skall, direkt eller indirekt genom dotter- och intressebolag, äga, förvalta och utveckla fastigheter, tillhandahålla fastighetsrelaterade tjänster samt därmed förenlig verksamhet. (Bolagsordning för Jernhusen AB, fastställd på bolagsstämman den 22 september 2003.)

Sedan bolagiseringen har verksamheten renodlats genom försäljning av ca 270 fastigheter som enligt bolaget inte stöder affärsinriktningen. Fastighetsbeståndet uppgår till ca 400 fastigheter. Beståndet finns framför allt i Stockholm, Göteborg och Malmö.<sup>17</sup> Fastigheternas marknadsvärde har bedömts uppgå till ca 7 miljarder kronor.<sup>18</sup>

Jernhusen AB har inga internationella engagemang utan lånar i bank och hos Riksgäldskontoret, det senare numera i begränsad utsträckning.

I december 2005 var lånebeloppet knappt 4,7 miljarder kronor. Avkastningsmålet<sup>19</sup> är 12 procent på eget kapital och soliditeten<sup>20</sup> ska vara 35–45 procent. Målen är fastställda av moderbolaget AB Swedcarrier utifrån godkänd affärsplan i AB Swedcarriers styrelse. AB Swedcarriers finansiella mål är satta av ägarförvaltaren och återfinns i en bolagsmapp som överlämnas till bolaget vid bolagsstämman. Något beslut av stämman som fastslagit målen finns inte. Däremot finns en notering att bolagsmappen överlämnats. Under 2005 har bolaget inte lämnat utdelning.

---

<sup>17</sup> Årsredovisning 2004.

<sup>18</sup> Årsredovisning 2004.

<sup>19</sup> Med avkastning på eget kapital menas rullande 12 månaders resultat efter skatt i procent av genomsnittligt eget kapital.

<sup>20</sup> Med soliditet avses redovisat eget kapital i procent av redovisade totala tillgångar vid årets slut.

### 2.1.1 Eget kapital och lån

Jernhusen AB bildades i samband med bolagiseringen av affärsverket SJ år 2001 och består av det som tidigare var SJ:s fastighetsdivision. En grundförutsättning vid bolagiseringen av affärsverket var att denna skulle genomföras utan kapitaltillskott från staten. Det kapital som tilldelades de nybildade bolagen var således likvärdigt med det tillgängliga egna kapitalet i Statens järnvägar. Jernhusen tilldelades ett eget kapital på 1 170 miljoner kronor.<sup>21</sup> Den långsiktiga upplåningen skulle ske på den öppna marknaden. Med tanke på den komplexa bolagiseringsprocessen ansågs dock en total omedelbar upplåning på den öppna kreditmarknaden kunna innebära en finansiell belastning och en ökad risk. En treårig övergångsperiod skulle tillämpas för befintliga och nya riksgäldslån. Lånen skulle dock vara återbetalda efter treårsperioden.<sup>22</sup> År 2003 beslutade riksdagen att bl.a. Jernhusens låneram i Riksgäldskontoret skulle vara kvar.<sup>23</sup> Bolagiseringsprocessen och omstruktureringsarbetet hade tagit längre tid än beräknat.

Vid granskningstillfället hade bolaget en låneram på 1 miljard kronor i Riksgäldskontoret av vilken man lånade 100 miljoner kronor. Cirka 4,6 miljarder kronor lånades i en bank. Vid sidan av lån hos Riksgäldskontoret har bolaget sin upplåning hos endast en långgivare. Hela lånet i bank förfaller under år 2006 vilket innebär ett refinansieringsbehov, dvs. ett behov av att ta upp nya lån för att finansiera verksamheten.

Bolagets räntebindningstid<sup>24</sup> kunde enligt finanspolicyn variera mellan 1,5 och 4 år för bolagets strategiska fastighetsinnehav. För den s.k. avyttringsportföljen fanns en fastslagen räntebindningstid om maximalt 1 år enligt styrelsebeslut fattat i februari 2004. Riksrevisionen har låtit analysera ett aggregat av dessa portföljer. Vid granskningstillfället var räntebindningstiden 6 månader utan hänsyn tagen till räntebindningstaken. Det innebär att bolaget hade en kort bindningstid. Via derivat fanns ett s.k. räntetak för att skydda bolaget mot stora räntehöjningar. Inkluderas detta räntetak var räntebindningstiden 19 månader (se figur 1). En analys av den totala skuldportföljen visade att den genomsnittliga räntan var ca 3,2 procent.<sup>25</sup>

<sup>21</sup> Regeringens skrivelse 2001/02:141 *Redogörelse för bolagiseringen av affärsverket Statens järnvägar.*

<sup>22</sup> Bet. 2001/02:TU1, rskr. 2001/02:125.

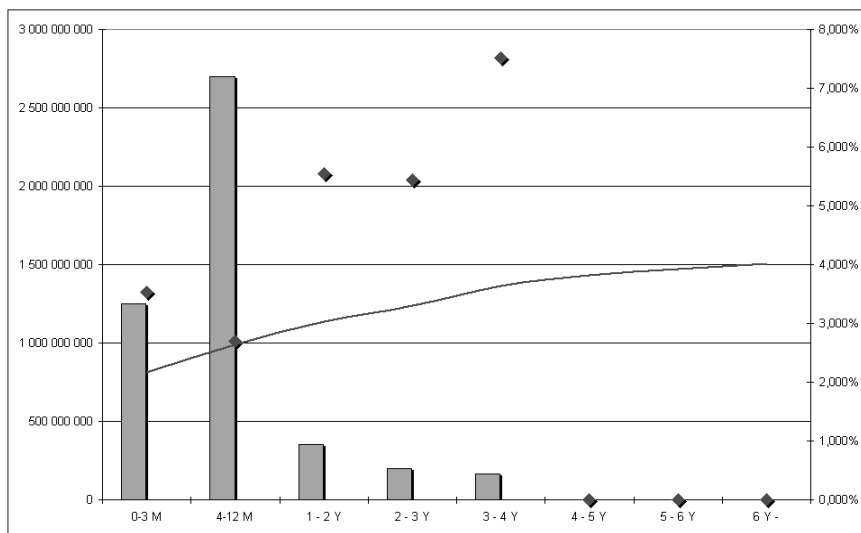
<sup>23</sup> Bet. 2003/04:FIU21, rskr. 2003/04:273 och 274.

<sup>24</sup> Räntebindningstid, eller duration, är den tid som räntan är bunden.

<sup>25</sup> Exklusive avgifter och periodiseringar, december 2005.



Figur 1 Jernhusens låneportfölj



Bilden visar skuldernas räntefallostruktur och snitträntan på lånen på respektive löptid. Det kan vara ett eller flera lån per löptid.

Punkterna visar den egna räntan, t.ex. är snitträntan på lån med 4 års löptid ca 7,5 procent. Linjen visar marknadsräntan som är den faktiska räntan vid granskningstidpunkten.

### 2.1.2 Jernhusens finanspolicy

Bolagsstyrelsen styr bolagets finansförvaltning genom finanspolicyn samt styrelsebeslut två gånger per år. Vid granskningstillfället var Jernhusens gällande finanspolicy beslutad av styrelsen år 2002 och hade därefter fastställts utan ändringar eller tillägg av styrelsen vid dess konstituerande möten för år 2003, 2004 och 2005. Finanspolicy och ränterisk hade behandlats minst två gånger per år av styrelsen.

En större ändring i styrning av finanshanteringen har dock beslutats av styrelsen<sup>26</sup>. Genom beslutet tilläts förvaltningen att använda räntetak, för att skapa ett slags "försäkring" mot stora räntehöjningar. Syftet var att hantera räntebindningstiden, dvs. den genomsnittliga tid som räntan i befintliga lån är bunden. Att förlängningen skulle kunna genomföras via räntetak motiverades av bolagsstyrelsen med att avkastningskurvan var brant vid detta tillfälle. I finanspolicyn har beslutet skrivits in först i den version av dokumentet som styrelsen beslutade den 30 januari 2006.

Regleringen i finanspolicyn som gällde år 2005 av genomsnittlig återstående räntebindningstid på total upplåning gjorde det möjligt att beskriva denna med eller utan s.k. räntetak. Faktisk räntebindningstid för den totala

<sup>26</sup> Protokoll från styrelsemöte 2004-02-11.

låneportföljen var vid granskningstillfället utan räntetak 6 månader och med räntetak 1 år och 9 månader, dvs. inklusive "försäkringen" mot stora räntehöjningar. Bolagsstyrelsens beslut i februari 2004 innebar dock att räntebindningen skulle inkludera räntetaket från detta datum.

Med hänsyn tagen till det beslut som fattades av styrelsen i början av 2004 har styrelsen under åren 2004 och 2005 preciserat den i policyn och 2004 års beslut fastställda styrningen av finansförvaltningen och beslutat om ändringar av räntebindningsmandatet och därvid beslutat att räntetak skulle användas för att uppnå den beslutade räntebindningen. Styrelsen har således fattat strategiska beslut och även minskat finansförvaltningens mandat som inte lagts in i policyn. Upplägget med ett övergripande policydokument och en aktiv styrelse som fattar strategiska finansiella beslut är dokumenterat först i 2006 års finanspolicy.

Regleringen av ett antal viktiga riskområden brister i den policy från 2002 som fortfarande gällde år 2005. Policyn reglerar inte refinansieringsrisken på ett tydligt sätt. Med refinansieringsrisk menas risken för att utlovad finansiering dras tillbaka, eller att det uppstår svårigheter av allvarlig natur att refinansiera lån eller att det tillfälligtvis uppstår störningar på marknaden vilket gör att ny upplåning inte kan ske till rimliga kostnader. Dock fattade styrelsen strategiska beslut i denna fråga i samband med bolagets refinansiering under hösten 2003 samt under våren 2005. Bolagsstyrelsen hanterade således refinansieringsrisken på ett aktivt sätt trots att regleringen i policyn inte var tydlig.

Finanspolicyn hade inte heller en tydlig reglering av hur bolaget ska hantera den s.k. bas- eller spreadrisken. Risken uppkommer om marknaden förändrar priserna för olika kreditvärdigheter och likvider.

En ny finanspolicy fastställdes 2006-01-31 av vilken framgår att största möjliga flexibilitet ska eftersträvas i finansieringen. Räntebindningsintervallet har förlängts och valet av instrument för räntebindning har kompletterats. Ränteswappar och räntetak ingår som instrument med möjliga löptider upp till tio år. Den nya policyn har utformats utifrån styrelsens beslut att den ska "hållas generell och att styrelsen i stället två gånger per år diskuterar/beslutar inriktningen på den operativa ränteriskhanteringen och då mer precist definierar räntebindningsintervall samt val av räntebindningsinstrument inom policyns ramverk".

I förhållande till den tidigare finanspolicyn innehåller 2006 års policy preciseringar, ändringar och tillägg som tillgodoser Riksrevisionens kritik.

### 2.1.3 Bedömning av Jernhusen

#### **En finansiell högriskstrategi har gett god avkastning**

Analysen utförda i slutet av år 2005 visade att en relativt låg direktavkastning på fastigheterna, ett begränsat eget kapital samt en belåning till relativt hög finansiell risk kunde förklara en förmodat låg kreditvärdighet och en åtföljande hög affärsrisk.

Bolagets belåning gjordes till mycket korta räntebindingstider. Det innebar låga räntekostnader men en hög ränterisk inom det räntetak som beslutats. Bolaget hade den kortaste räntebindingstiden och den lägsta snitträntan bland de fem granskade fastighetsbolagen.

Strategin förde med sig att förändringar i ränteläget snabbt fick genomslag i bolagets räntekostnader. Finansstrategin utsatte således bolaget för icke obetydliga risker, upp till den riskbegränsning som räntetaket innebar. Den valda strategin innebar dock att även relativt begränsade räntehöjningar kunde snabbt ha reducerat årets resultat.

2005 års bokslut visar att Jernhusens eget kapital stärktes samt att resultatet förbättrades under året. Årets resultat var ca 318 miljoner kronor. Styrelsen föreslog inte någon utdelning till ägaren för år 2005. Finansnettot förbättrades med 31,3 miljoner kronor, på grund av lägre genomsnittlig ränta och lägre låneskuld än året innan.<sup>27</sup>

Förutom ett i sammanhanget begränsat lån från Riksgäldskontoret har bolaget f.n. sin upplåning koncentrerad till huvudsakligen en långgivare. Bolaget har anfört att få motparter kan ge en flexibel finanshantering och en lägre räntekostnad.

Riksrevisionen gör bedömningen att ensidigheten i motparter i fråga om upplåning innebär en ökad s.k. refinansieringsrisk.

Riksrevisionens bedömning är att Jernhusen, bl.a. motiverat av bolagets kapitalstruktur, valt en marknadsanpassad finansstrategi som genom ett medvetet högt risktagande har ökat bolagets avkastning under år 2005. En mycket betydande andel av upplåningen har utsatts för icke obetydliga risker. Risktagandet har skett inom ramen för styrelsens beslut om räntetak, vilket varit en restriktion för riskbenägenheten. Bedömningen är att styrelsen och förvaltningen med stor kompetens hanterat upplåningen och risktagandet, vilket torde ha medverkat till att hålla riskerna nere.

#### **En finansiell styrning med vissa brister som avhjälpes**

Huvudintrycket är att 2002 års finanspolicy som gällde när granskningen genomfördes var ändamålsenlig. Policyn kompletterades av ett antal styrelsebeslut. Riksrevisionen bedömer att policyn borde ha preciserats och kom-

---

<sup>27</sup> Jernhusen AB – bokslutskommuniké 2005.

pletterats i några betydelsefulla avseenden. Policyn fastställdes visserligen av styrelsen årligen, men uppdaterades inte med hänsyn till viktiga förändringar som infördes. En framväxande ordning att styrelsen tog strategiska finansiella beslut som preciserade vad policyn reglerat och minskade finansförvaltningens riskmandat framgår först av 2006 års policy, men kan fram till dess följas via skriftliga styrelseprotokoll. Policyn var inte tydlig i sin formulering av finansförvaltningens mandat i fråga om räntebindningstider.<sup>28</sup>

Riksrevisionen gör bedömningen att även om iakttagelserna vid granskningen i praktiken inte lett till några oklarheter mellan styrelsen och finansförvaltningen finns det en risk för att mandatet hade bedömts vara oklart om ansvarsfördelningen av någon anledning skulle ha behövt fastställas. Oklarheten gällde därmed, fram till att en ny policy fastställdes i januari 2006, tydligheten i den ansvarsfördelning som ska vara ett inslag i den interna kontrollen.

Riksrevisionens bedömning är att den år 2006 beslutade finanspolicyn tydliggör att styrelsen tar ansvar för strategibeslut av policykaraktär som rör räntebindningen. Policyn innebär att räntebindningen ska behandlas i styrelsen minst två gånger per år. Policyn klarlägger att styrelsen styr genom sin finanspolicy och styrelsebeslut som tillsammans formar en aktiv marknadsanpassad finansstrategi.

Strategiska beslut som inte återfinns i finanspolicyn bör i framtiden föras in i denna. Gällande finanspolicy och styrelsens eventuella kompletterande strategiska beslut om finanshanteringen bör finnas sammanställda och dokumenterade på ett lättillgängligt sätt.

## 2.2 Specialfastigheter Sverige AB

### Kortfakta om Specialfastigheter Sverige AB

---

Föremålet för bolagets verksamhet skall vara att äga och förvalta fast egendom och bedriva byggadministration, samt idka härmed förenlig verksamhet ävensom äga och förvalta lös egendom. (Bolagsordning för Specialfastigheter Sverige AB, fastställd på bolagsstämman 26 april 2000).

Det bokförda värdet på fastighetsinnehavet var ca 5 miljarder kronor år 2004. 80 procent av kontrakterad årshyra kommer från bolagets fyra största hyresgäster:

---

<sup>28</sup> Bolaget har anfört att relativt få personer är sysselsatta med finansfrågor (utöver styrelsen endast verkställande direktören, vice verkställande direktören och finanschefen). Ledningen och finanschefen har god kännedom om vilka regler som gäller enligt finanspolicyn och vilka styrelsebeslut som fattats i strategiska frågor, bland annat om räntebindning och om finansiering varför den interna kontrollen får anses ha varit god.

Kriminalvårdsstyrelsen (44 %), Rikspolisstyrelsen (20 %), Statens Institutionsstyrelse (14 %) och Försvarsmakten (7 %).<sup>29</sup> Hyresavtalen är långa, i genomsnitt 15 år.

Summa skulder är ca 4,4 miljarder kronor. Avkastningen (resultat efter schablonskatt) på genomsnittligt eget kapital ska motsvara den 5-åriga statsobligationsräntan plus 2,5 procentenheter över en konjunkturcykel.<sup>30</sup>

Bolagets soliditet bör uppgå till 20 procent.<sup>31</sup> Målen är angivna i bolagsmappen som överlämnas av ägaren till bolaget vid bolagsstämman. Ägaren har inte beslutat om målen på bolagsstämman. Bolaget delade ut 25 miljoner till staten år 2005.

---

### 2.2.1 *Eget kapital och lån*

År 1997 beslutade riksdagen<sup>32</sup> att Specialfastigheter Sverige AB skulle bildas i samband med att riksdagen beslutat att fastighetsbolaget Vasakronan skulle renodlas och fastigheter av ändamålskaraktär lyftas ur verksamheten.

Gemensamt för statliga ändamålsfastigheter ansågs vara att de är starkt förbundna med en viss statlig verksamhet varför de inte kan förvaltas på renodlat kommersiella grunder. Ett motiv för staten att äga ändamålsfastigheter var enligt propositionen att kunna erbjuda statlig verksamhet långsiktiga och stabila förutsättningar. Vidare angavs att ledningen i fastighetsverksamheterna skulle ansvara för att de finansiella riskerna hanterades på ett ändamålsenligt sätt. Det angavs också att Specialfastigheter Sverige AB skulle bedriva verksamheten kostnadseffektivt. När bolaget skulle bedöma kostnadseffektiviteten skulle dels statens kostnad för det kapital som tillförts fastigheterna, dels inflations- och ränterisk och dels drift- och underhållsinsatser beaktas.<sup>33</sup>

Vid slutet av år 2005 hade bolaget en soliditet på 21,9 procent vilket är den lägsta soliditeten bland de granskade fastighetsbolagen. Bolaget har en låneportfölj på ca 4,4 miljarder kronor. I låneavtalen som upprättas med långgivaren har Specialfastigheter Sverige AB en ägarklausul som säger att om staten minskar sin ägarandel till mindre än 100 procent har långgivarna rätt att begära återlösen av lånen.

---

<sup>29</sup> Årsredovisning 2005.

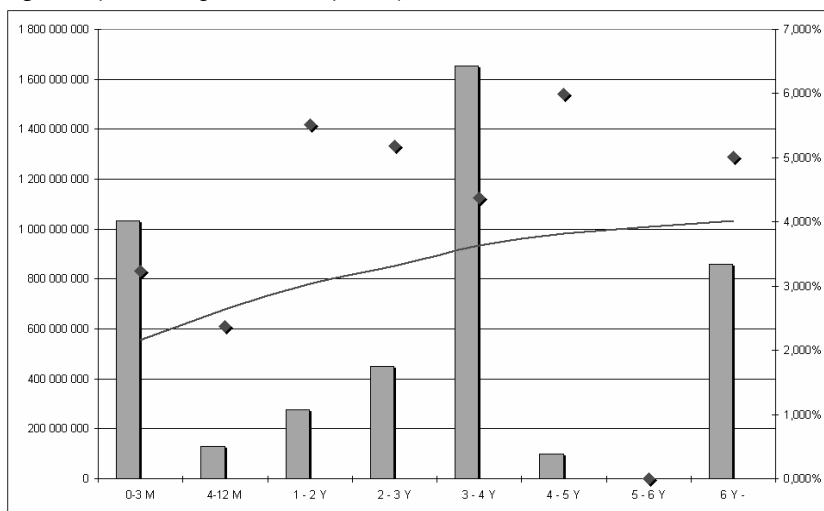
<sup>30</sup> Information till styrelsen för Specialfastigheter Sverige AB vid bolagsstämman den 28 april 2005.

<sup>31</sup> Information till styrelsen för Specialfastigheter Sverige AB vid bolagsstämman den 28 april 2005.

<sup>32</sup> Prop. 1997/98:137, bet. 1997/98:FiU25, rskr. 1997/98:252.

<sup>33</sup> Prop. 1997/98:137, bet. 1997/98:FiU25, rskr. 1997/98:252.

Figur 2. Specialfastigheters skuldportfölj



Bilden visar skuldernas räntefallostruktur och snitträntan på lånen på respektive löptid. Det kan vara ett eller flera lån per löptid.

Punkterna visar den egna räntan, t. ex. är snitträntan på lån med 4 års löptid ca 4,6 procent. Linjen visar marknadsräntan som är den faktiska räntan vid granskningstidpunkten.

Räntebindningstiden, dvs. den genomsnittliga tid som räntan i befintliga lån är bunden, ska enligt finanspolicyn ligga i intervallet 4 till 6 år. En analys av skuldportföljen visar att den s.k. durationen vid granskningstillfället var ca 5 år. Eftersom räntan är högre på längre löptider än kortare, leder de långa löptiderna till att bolagets genomsnittliga ränta på 4,40 procent<sup>34</sup> är betydligt högre än för de övriga av Riksrevisionen granskade fastighetsbolagen. Lägre räntekostnader skulle kunna leda till en avsevärt bättre avkastning för bolaget.

Av diagrammet framgår att bolaget koncentrerat ränteförslaget till tre segment; 0-3 månader, 3-4 år samt 6 år och längre. Specialfastigheters finansstrategi innebär en räntebindning med den längsta löptiden bland de granskade fastighetsbolagen.

Specialfastigheters ledning har gjort bedömningen att bolagets relativt låga soliditet i kombination med bolagets långa hyreskontrakt inte tillåter kortare löptider än den som nu är beslutad, dvs. mellan 4 och 6 år. Kortare löptider anser bolaget skulle innebära en ökad risk som man inte är beredd att ta. Bolaget har sedan 2002 inte ändrat sina bedömningar eller reglering av räntebindningen.

<sup>34</sup> Exklusive periodiseringar och avgifter, november 2005.

De långa hyreskontrakten är knutna till konsumentprisindex, KPI, något som till betydande del skyddar bolaget mot kostnadsökningar i själva fastighetsverksamheten. Denna indexering kompenserar dock inte bolaget i samma utsträckning i samband med ränteförändring i kort perspektiv. Förändringar i räntan styrs emellertid över tiden i allt väsentligt av förändringar i inflationstakten, även om realränteförändringar och förväntad ränteutveckling också är av betydelse. Bolaget har anfört att en eventuell räntehöjning inte kompenseras genom indexeringen och skulle kunna innebära stora merkostnader för bolaget.

Riksrevisionen har låtit göra en beräkning som visar att bolagets strategi, utifrån den nu kända faktiska ränteutvecklingen, har inneburit en merkostnad på uppemot 30 miljoner kronor per år under en följd av år.

Alternativa utformningar av finansstrategin bör kunna leda till en väsentligt effektivare finanshantering. Ett sådant alternativ är att överpröva finanspolicyns reglering av räntebindningen. Eventuella kortsiktiga svängningar i räntan bör hanteras inom ramen för det räntebindningsmandat som policyn bör föreskriva.

Riksrevisionen har låtit göra simuleringar för att ge exempel på vilka konsekvenser kortare räntebindingstider i kombination med dels oförändrad ränta, dels räntehöjning med 1 och 3 procent, skulle kunna få. Beräkningarna indikerar att kortare räntebinding skulle kunna leda till ett för bolaget resultat betydande kostnadsminskning – beroende på antaganden om bindingstid och ränteutveckling. Viktiga nyckeltal för bolaget såsom räntetäckningsgrad och avkastning på eget kapital skulle också förbättras om räntebindingstiden i bolagets låneportfölj förkortades. Detta förhållande gäller oavsett om räntan ligger still eller går upp.

### 2.2.2 *Specialfastigheters finanspolicy*

Specialfastigheters styrelse har årligen beslutat om bolagets finanspolicy. Gällande policy och finansiella strategival har sin grund i en policy som antogs år 2002.<sup>35</sup> Beslutsunderlaget för policyn analyserade ingående konsekvenserna av olika policyalternativ och sökte klarlägga alternativens betydelse för bolagets möjlighet att ge avkastning. Finanspolicyn föreskriver mycket långa tider för räntebindningen. Bolagets räntebindingstid ska ligga i intervallet 4 till 6 år i syfte att uppnå ett stabilt finansnetto.

Policyns skrivningar kring finansförvaltningens mål och ansvarsfördelningen mellan verkställande direktör och finansförvaltaren är otydliga. Vidare saknas en beskrivning av finansfunktionens roll i bolaget. Hos Specialfastigheter sköts finansförvaltningen operativt av två personer, finansförvaltaren

---

<sup>35</sup> 8 § Styrelseprotokoll nr 47.

och ekonomi- och finanschefen, vilket förutsätter att man tillämpar en tydlig ansvarsfördelning dem emellan.

Specialfastigheter är det enda bolaget i granskningen som tydligt hantearot rotationsrisken. Regleringen och formuleringarna av ett antal viktiga områden har emellertid klara brister. Policyn reglerar varken refinansieringsrisken<sup>36</sup> eller kapitalbindningen<sup>37</sup> på ett tydligt sätt. Det är rimligt att den senare är åtminstone ett år längre än den genomsnittliga räntebindningstiden. Anledningen är att i de fall prissättningens struktur ändras på ett för bolaget ogynnsamt sätt, ska det finnas tid på åtminstone ett år att hitta nya motparter eller på annat sätt söka lösa finansieringsbehoven.

Vidare finns det i finanspolicyen betydande brister i regleringen av placeringarna av överskottslikviditeten. Policyn tillåter bl.a. ett betydande risktagande vid placeringarna. Riksrevisionen har dock erfaren att praxis är att överskottet används till att amortera på lånen.

### 2.2.3 *Bedömning av Specialfastigheter*

#### **Finansförvaltningen kan bli effektivare**

Specialfastigheters finansförvaltning kännetecknas av långa räntebindningstider som är förenade med höga räntekostnader jämfört med andra fastighetsbolag. Tillämpningen av bolagets policy om räntebindningstid på 4–6 år har medfört att förutsättningarna för att förbättra bolagets resultat påtagligt begränsats.

Bolaget har anfört att granskningen inte belyser hur valet av finansiell strategi utgår från ett helhetsperspektiv som tar hänsyn till verksamhetsrisker, ägarkrav och det faktum att bolaget har en betydligt lägre soliditet än många andra fastighetsbolag.

Riksrevisionen bedömer emellertid att den valda strategin, utifrån den nu kända faktiska ränteutvecklingen, inneburit en uppskattad merkostnad på uppemot 30 miljoner kronor per år under en följd av år.

Riksrevisionen bedömer att alternativa utformningar av finanspolicyens räntebindningsmandat kan leda till en väsentligt effektivare finanshantering.

---

<sup>36</sup> Med refinansieringsrisk menas risken för att utlovad finansiering dras tillbaka, eller att det uppstår svårigheter av allvarlig natur att refinansiera lån eller att det tillfälligtvis uppstår störningar på marknaden, vilket gör att ny upplåning inte kan ske till rimliga kostnader.

<sup>37</sup> Kapitalbindning i denna bemärkelse är den tid som bolaget har en finansiering hos en eller flera långgivare.



### En finansiell styrning med vissa brister

Huvudintrycket är för övrigt att gällande finanspolicy som helhet är genomarbetad och behandlar väsentliga s.k. operationella risker och marknadsrisker. Policyn bör dock preciseras och kompletteras i några viktiga avseenden.

Ansvarsfördelningen mellan verkställande direktör, ekonomichef och finansförvaltning är oklar på flera väsentliga punkter, främst eftersom riskmandat för dessa befattningar inte behandlats på ett tydligt och konkret sätt.

Vissa finansiella risker behandlas inte på ett tydligt sätt. Hit hör frågor om refinansiering och kapitalbindning.

Som framgår av det ovan framlagda anser Riksrevisionen att den i finanspolicyn gjorda avvägningen som styr upplåningen, starkt minskar bolagets risktagande och flexibilitet, vilket inverkar negativt på bolagets avkastningsförmåga.

## 2.3 Akademiska Hus AB

### Kortfakta om Akademiska Hus AB

---

Bolaget skall, direkt eller indirekt genom dotter- och intressebolag, äga, förvalta och utveckla fastigheter, tillhandahålla fastighetsrelaterade tjänster samt därmed förenlig verksamhet. (Bolagsordning för Akademiska Hus AB, fastställd på bolagsstämma 22 september 2003)

Marknadsandelen på huvudmarknaden, universitets- och högskolelokaler, uppgår till 68 procent. För mindre och medelstora högskolor uppgår marknadsandelen till i genomsnitt 31 procent.<sup>38</sup> Hyror från statliga hyresgäster utgör 89 procent av hyresintäkterna.<sup>39</sup>

Det bokförda fastighetsvärdet uppgår till över 24 miljarder kronor. Det verkliga värdet beräknades till ca 38 miljarder kronor.<sup>40</sup> Summa skulder är 17,4 miljarder kronor.<sup>41</sup>

Avkastningen (resultat efter skatt) på genomsnittligt eget kapital ska motsvara den 5-åriga statsobligationsräntan plus 4 procentenheter över en konjunkturcykel.

Koncernens soliditet bör vara lägst 35 procent. Målen återfinns i en bolagsmapp som överlämnas till bolaget vid bolagsstämman 2005<sup>42</sup>. Något beslut av stämman som fastslagit målen finns inte. Däremot finns en notering att bolagsmappen överlämnats.

Bolaget delade ut 394 miljoner kronor till staten år 2005.

---

<sup>38</sup> I sin marknadsstrategi har Akademiska Hus övervägt var man ska etablera sig. Det har inneburit att Akademiska Hus avstått från att etablera sig på ett antal orter på grund av att bolaget bedömt att investeringen inte blir lönsam på orten.

<sup>39</sup> Årsredovisning 2004.

<sup>40</sup> Fastställt genom en intern fastighetsvärdering. Värderingen bygger på varje fastighets direktavkastning. Förutsättningarna i värderingsmodellen är avstämda med externa fastighetskonsulter. Årsredovisning 2004.

<sup>41</sup> Årsredovisning 2004.

<sup>42</sup> 12 § protokoll fört vid ordinarie bolagsstämma för Akademiska Hus AB den 26 april 2005.

### 2.3.1 Eget kapital och lån

Akademiska Hus startade sin verksamhet år 1993 då Byggnadsstyrelsen bolagiserades. Reformen innebar att varje högskola och universitet själv ska svara för sin lokalförsörjning. Akademiska Hus ska erbjuda ändamålsenliga och sunda lokaler för utbildning och forskning. Akademiska Hus är ett av Sveriges största fastighetsbolag och hyresvärd för en övervägande del av de lokaler som universitet och högskolor disponerar. Bolaget har tillgodosett behovet av nya miljöer och lokaler utan andra kapitaltillskott från staten än det ursprungliga.

År 2005 är soliditeten till 44,8 procent.<sup>43</sup> Räntebindningen, dvs. den genomsnittliga tid som räntan i befintliga lån är bunden, har förlängts till 2,4 vid årets slut jämfört med 1,6 år vid ingången av år 2005, för den del av skuldportföljen som omfattas av ett räntebindningsmandat.

Bolaget har valt att till ca 70 procent ha sin upplåning i utlandet. De allmänna villkoren i prospekt för vissa avtal kan innehålla en ägarklausul som säger att för det fall att svenska staten upphör att vara direkt eller indirekt ägare till mer än 50 procent av aktierna och mer än 50 procent av antalet röster ska lånen omedelbart förfalla till betalning.

Koncernen har funnits som låntagare på den publika marknaden sedan 1996. I takt med att balansräkningen har vuxit har ytterligare lånefaciliteter etablerats. Målsättningen enligt bolaget är att via de olika finansieringsprogrammen erhålla en kostnadseffektiv finansiering på de delmarknader som bäst prissätter koncernens kreditvärdighet. Akademiska Hus har framhållit att bolaget uppfyller de nödvändiga kriterier som möjliggör en kostnadseffektiv internationell finansiering: en tillräckligt stor räntebärande skuld och samtidigt en hög kreditvärdighet samt rating. Bolaget får sina intäkter i svenska kronor men finansierar sig i huvudsak på den internationella kreditmarknaden, via olika marknadsprogram. Den internationella finansieringen är valutasäkrad. Bolaget har vid finansieringen utnyttjat sin goda kreditvärdighet och storleken på sitt finansieringsbehov. Riksrevisionen har konstaterat att bolagsstyrelsen år 1996 genom sitt beslut gjort denna inriktning möjlig. Att engagera sig i nationella och internationella program innebär att bolagen lånar genom att ställa ut egna skuldebrev eller obligationer som säljs på kapitalmarknaden.<sup>44</sup> Man kan också vara engagerad i nationella och internationella certifikatprogram som normalt är lån kortare än ett år.

---

<sup>43</sup> Omräknat enligt nya redovisningsregler IFRS.

<sup>44</sup> I Sverige kallas de MTN – Medium Term Note och i Europa EMTN – European Medium Term Note.

Bolaget saknar vid granskningstillfället långfristiga kreditramar i det svenska banksystemet.<sup>45</sup> Riksrevisionen avser här avtalsmässiga långa kreditramar som på angivna villkor inte är uppsägningsbara från banken. Dessa innehåller vanligen s.k. covenants, gällande ägarklausul, krav på räntetäckningsgrad, soliditet etc.

Bolaget hanterar sin kreditförsörjning, finansierings- och basrisk<sup>46</sup> via långa obligationer. Ränterisken hanteras i huvudsak via räntederivat.

Enligt de beräkningar Riksrevisionen låtit göra varierar bolagets genomsnittliga finansieringskostnad. I den korta finansieringen har sedan ett antal år tillbaka räntekostnaden i genomsnitt legat mer än tio räntepunkter under Stibor<sup>47</sup> medan räntekostnaden i lång finansiering i genomsnitt har varit mindre än tio punkter över Stibor.

Bolagets internationella upplåningen utgör för närvarande ca 70 procent av bolagets totala upplåning. Den granskning som nu gjorts ger inte tillräckligt underlag för att bedöma om bolaget förbättrat sitt finansnetto genom att använda sig av en till övervägande del internationell finansiering. Granskningen har heller inte visat att den internationella finansieringen, med nuvarande hantering, medför några administrativa merkostnader eller finansiella risker utöver dem som gäller vid inhemsk kronfinansiering. Akademiska Hus har också påpekat att Standard & Poor's nyligen gjort bedömningen att Akademiska Hus vid 2005 års slut hade en sammansättning av sina lån som gav bolaget en betydande finansiell flexibilitet och som reducerade refinansieringsriskerna.

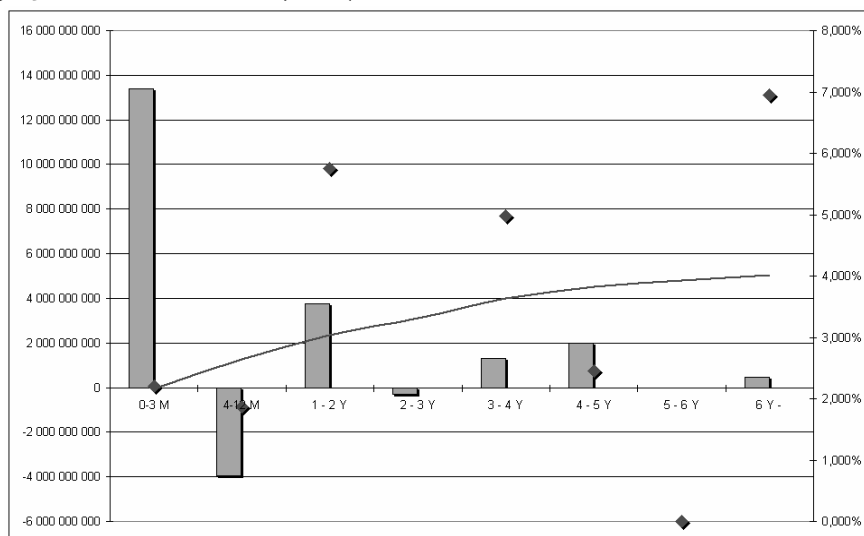
---

<sup>45</sup> Enligt bolagets uppgifter finns bekräftade kreditfaciliteter på mer än en miljard kronor med ett års löptid samt obekräftade kreditfaciliteter på ett avsevärt större belopp utan specificerad löptid.

<sup>46</sup> Basrisken beror på marknadens förändringar i prissättning av olika kreditvärdigheter och likvider.

<sup>47</sup> Stibor står för Stockholm Interbank Offered Rate, den ränta som bankerna betalar på den svenska interbankmarknaden. Stibor-fix är den räntesats som utgör genomsnittet (med undantag av högsta och lägsta notering) av de räntesatser som klockan 11:00 noteras av utvalda banker i Sverige på interbankmarknaden i Stockholm för lån i svenska kronor.

Figur 3. Akademiska Hus skuldportfölj



Bilden visar skuldernas förfallostruktur (ränteförfall inklusive derivat) och snitträntan på lånen på respektive löptid. Det kan vara ett eller flera lån per löptid.

Punkterna visar den egna räntan, t.ex. är snitträntan på lån med 2 års löptid 6 procent. Linjen visar marknadsräntan som är den faktiska räntan vid gransknings-tidpunkten.

Akademiska Hus har, i likhet med flertalet andra fastighetsbolag, en mycket tydlig periodicitet i sina likviditetsströmmar. Det innebär att bolaget har "intäktspucklar" varje kvartalsskifte som enligt bolagets praxis leder till att lån amorteras. Bolagets skulder har fördelats på fyra separata portföljer som hanteras utifrån olika förutsättningar. Det finns bl.a. en kort portfölj med en maximal tillåten räntebindningstid på tre månader. Syftet med den korta låneportföljen är att parera kortfristiga eller periodiska likviditetssvängningar samt den ränterisk som hör samman med dessa svängningar.

Vid en genomgång av låneportföljen framkommer att bolaget har valt en exponering som utnyttjar avkastningskurvans positiva lutning. En mycket stor del av portföljen är exponerad i det korta segmentet dvs. inom 12 månader. Bolaget tar aktivt positioner och är framför allt positionerat för rotationsförändringar i avkastningskurvan. Detta illustreras av att bolaget har betydande ränteförfall i tidssegmentet upp till tre månader samtidigt som man placerar, i allt väsentligt via derivatpositioner i nästkommande segment 4 till 12 månader. Positionerna baseras på att räntan rör sig olika mycket i olika tidssegment, dvs. syftar till att väl förstå och hantera rotationsrisken.

### 2.3.2 *Akademiska Hus finanspolicy*

Koncernen ska enligt bolaget bedriva finansieringsverksamhet med väl anpassade strategier i avvägningen mellan de finansiella riskerna och en låg finansieringskostnad. Den långsiktiga och strategiska inriktningen för skuldförvaltningen fastställs av koncernstyrelsen. Styrelsen beslutar också årligen om det styrande dokumentet, vilket i detta fall kallas finansplanen. Denna innehåller bemyndiganden och mandat för nästkommande år samt en finanspolicy som definierar koncernens risksyn och hur exponeringen för de finansiella riskerna ska hanteras.<sup>48</sup>

Vid granskningen var gällande finansplan (finanspolicy) beslutad av styrelsen 2005-12-15, och en genomgång av styrelseprotokoll visar att styrelsen årligen tar ställning till planen.

Ur den totala skuldportföljen skiljs tre delar ut för att renodla den portfölj som åsätts ett räntebindningsmandat. Det mandat styrelsen fastställer för räntebindningen uttrycks som ett intervall för räntebärande skulds genomsnittliga räntebindningstid, räntederivat inräknade. Under 2005 har intervallet varit 1–3 år.

Styrelsen har även fastställt ett mandat gällande kapitalbindningen. Det innebär att lånen ska ha en spridning så att maximalt en viss procent av skuldportföljen förfaller till refinansiering inom en tolv månadersperiod.

#### Affärsplan och finanspolicy

Bolagets övergripande strategidokument, AkaVision 2010, syftar till att förtydliga vision, strategier och operativa mål så att de innefattar hela verksamheten, inklusive finansverksamheten. Där behandlas bolagets långsiktiga strategiska inriktning och målet för finansieringsverksamheten. Varken affärsplanen eller finanspolicyen behandlar dock utförligt finansverksamhetens anknytning till bolagets affärsverksamhet.

Affärsplanen tydliggör inte mål, krav och restriktioner för finansförvaltningen i bolaget. Budgeterad räntekostnad redovisas dock samt antaganden om den framtida utvecklingen av styrräntan.

Det framgår inte av affärsplanen eller finanspolicyen hur räntekostnaden skall styras eller vilka risker bolaget är berett att ta för att uppnå en viss räntekostnad. Med en sådan redovisning av vilken risk bolaget kan tolerera skulle det gå att belysa vad olika utfall inom detta riskmandat betyder för bolagets resultat och därmed avkastning på eget kapital. Exempelvis formuleras inte mål i fråga om räntetäckningsgraden vilket är viktigt, bl.a. ur kreditvärderingssynpunkt. Dessutom utgör detta nyckeltal ett underlag för att internt och externt bedöma effektiviteten i finansförvaltningen givet bolagets kapitalstruktur samt fastighetsverksamhet.

---

<sup>48</sup> Årsredovisningen 2005.

Det framgår således inte av affärsplanen vilka hot eller möjligheter som styrelsen skall överväga vid valet av ränteriskmandat för finansförvaltningen. Med andra ord vilka finansiella risker styrelsen är beredd att ta, i förhållande till bolagets kärnverksamhet.

Akademiska Hus har framfört att bolagets räntekostnad styrs via fyra restriktioner (mandat) i den av styrelsen beslutade finansplanen:

- Räntebindningsmandat.
- Begränsning av refinansieringsrisken (kapitalbindningsmandat med högst viss procent i låneförfall under en rullande tolv månadersperiod).
- Begränsning av motpartsrisken i form av limiter.
- Valutarisk ska inte förekomma. Elhandeln behandlas dock separat.

Bolaget har vidare redogjort för att räntetäckningsgraden under lång tid varit så hög att den inte har varit en kritisk faktor för finansförvaltningen. Bolaget bedömer att nyckeltalet räntetäckningsgrad inte kan tillföra några väsentliga och i praktiken applicerbara restriktioner för skuldförvaltningen i kort eller medelfristigt perspektiv.

Det beslutade räntebindningsmandat, som framgår av finanspolicyn, har mot denna bakgrund ingen närmare motivering med utgångspunkt i den affärsverksamhet som bedrivs. Detta ger finansförvaltningen ett utrymme att bedriva sin verksamhet relativt oberoende av affärsidé och affärsplan.

Förvaltningens riskmandat blir därmed inte klart relaterat till bolagets affärsverksamhet. En förklaring är att finanspolicyn redogör för ett förhållningssätt till ränterisker snarare än att den ger ramar för finansförvaltningens agerande. Följande utdrag från finanspolicyn kan illustrera detta:

Oavsett längden på portföljens genomsnittliga räntebindning ska den vara väl diversifierad. Erfarenheten visar att avkastningskurvan till större delen av tiden har en positiv lutning vilket innebär att räntor för lång räntebindning är högre än för kort räntebindning. Ränteriskhanteringen ska därför inriktas på att avväga kostnaden för räntebindningen och vidta rätt strategiska positioner. Ränteriskexponeringen vid varje tillfälle ska vara medvetet vald utifrån förväntningar om den framtida ränteutvecklingen.

### Ränterisker

Policyns reglering av flera ränterisker brister i precision. Det förekommer också att för bolaget väsentliga risker över huvud taget inte behandlas i policyn. Det saknas definition och regler för hur finansförvaltningen ska hantera den s.k. bas- eller spreadrisken, dvs. den risk som uppkommer

beroende på marknadens förändringar i prissättning av olika kreditvärdigheter och likviditeter. Inte heller rotationsrisken behandlas i policyn.

#### Kort låneportfölj

”De kortfristiga lån som upptas inför hyresbetalningar utgör en separat portfölj ... Kort portfölj får motsvara maximalt nästkommande kvartals hyresinbetalning, inklusive moms.” sägs det i finanspolicyn. Här brister policyn i precision av vad som ska gälla. Policyn tyder på att bolaget ska ta upp lån inför hyresinbetalningar, men bolaget har framfört att det använder överskottslikviditeten till amorteringar. Policyn klargör inte att bolaget ska amortera lån i den mån det uppstår överlikviditet, vilket är bolagets praxis. Som policyn är utformad ger den finansförvaltningen möjlighet att skapa en situation med överskottslikviditet. Policyn tillåter lån utöver det underliggande finansieringsbehovet i syfte att göra placeringar som förbättrar finansnettot.

#### Ansvarsfördelning

Policyns beskrivning av uppgifter och mandat innebär att verkställande direktören inte har getts några volymbegränsningar för att ta upp lån samt att denne kan delegera sin rätt till annan i organisationen.

### 2.3.3 *Bedömning av Akademiska Hus*

#### **Internationell finansiering kan kompletteras med inhemsk**

Bolaget har anfört att en internationell finansiering ger bäst avkastning, och att detta framgår av bolagets affärsbekräftelser för internationella obligationsemissioner med tillhörande derivattransaktioner.

De beräkningar Riksrevisionen låtit utföra tyder emellertid på att bolaget skulle ha kunnat arbeta med kompletterande finansieringsformer för att sprida riskerna och minska räntekostnaderna.

Det är allmänt bekant att priserna för olika lånemöjligheter varierar över tiden. Detta förhållande är en av huvudpoängerna med att arbeta med kompletterande finansieringsformer. Med andra ord bör en låntagare variera sina finansieringsupplägg, med beaktande av riskexponeringen, beroende på hur prissättningen i marknaden varierar. Sedan några år tillbaka har olika faktorer medverkat till att skapa gynnsamma förhållanden och villkor för stora låntagare på kreditmarknaden, vilket öppnat upp goda möjligheter för olika finansieringsformer.

Riksrevisionen har låtit ta fram ett exempel som visar hur man över tiden kan effektivisera portföljhanteringen med en kompletterande finansieringsform. Exemplet baseras på att bolaget kan använda en kombination av

långfristiga kreditramar, certifikat eller annan kort finansiering och räntederivat. Strategin är vanligt förekommande bland fastighetsbolag. Riksrevisionen menar att exemplet visar att bolaget borde kunnat reducera sina lånekostnader med upp till tio punkter på den del av låneportföljen som denna låneform skulle användas.

Bolaget har anfört att Riksrevisionens jämförelse avser en period med högre räntekostnader än vad som skulle vara aktuellt för bolagets upplåning idag och att möjligheterna att sänka lånekostnaderna är överskattade i exemplet.

Riksrevisionen bedömer att Akademiska Hus bör överväga att bredda sin finansieringsverksamhet med kompletterande inhemska finansieringsformer för att öka möjligheterna till riskspridning, flexibilitet och effektivitetsvinster. Det bör vara en fråga för styrelsen att återkommande orientera sig om behov av kompletterande finansieringsformer.

### **En finansiell styrning med brister**

Riksrevisionen konstaterar att styrelsen har gett finansförvaltningen relativt vida ramar. Intrycket från granskningen är att finansförvaltningen använt sin handlingsfrihet och hanterat betydande risker.

Riksrevisionen bedömer att frågan kan ställas om den valda finansiella strategin tillräckligt knyter an till bolagets affärsplaner för fastighetsverksamheten eller om finansverksamheten tenderar att fatta sina beslut i huvudsak fristående.

Nu gällande finanspolicy från år 2005 gör inte en tydlig sammankoppling av bolagets finansverksamhet och affärsverksamhet. Affärsplanen behandlar inte nyckeltal som räntetäckningsgrad eller avkastningskrav som en förutsättning för finansverksamheten. Bolagets starka kapitalstruktur gör det möjligt för finansförvaltningen att ta betydande risker utan att bolagets ekonomiska nyckeltal hotas.

Som Akademiska Hus framhållit redogör finanspolicyn för hantering av finansiella risker enligt följande:

Med ränterisk avses att resultatet varierar till följd av förändringar i räntenivån. Koncernens tolerans för dessa resultatvariationer avgör förhållningssättet till ränterisk. Detta utgår från koncernens skuldsättningsgrad och räntetäckningsgrad.

Hur det förhållningssätt som policyn talar om ska te sig är dock en tillämpningsfråga.

Allmänt gäller att finansförvaltningens handlingsfrihet ska vara en följd av styrelsens ansvarstagande och tydliga styrning. Ett minimikrav på en finanspolicy är att styrelsen med dess hjälp ska kunna följa upp att finansverksamheten genomförs inom ramen för en tydlig fördelning av uppgifter



och ansvar samt tydliga och precisa riskmandat. Enligt Riksrevisionens bedömning uppfyller policyn inte detta i nuläget.

Granskningen visar att de riskmått och riskmandat som används i policyn inte är tillräckliga för att hindra eller begränsa risken för negativa utfall. Finanspolicyn brister i precision och behandlar inte alla de risker som är betydelsefulla med den uppläggning finansverksamheten har i bolaget – till exempel rotationsrisken. Härigenom blir handlingsfriheten för finansförvaltningen betydande.

Riksrevisionen vill framhålla att en långtgående delegation av uppgifter och riskbedömningar till finansförvaltningen går att förena med att styrelsen fastställer en policy med tydliga regler och ramar, som klargör riskbenägenhet, riskmått och mandat och vars efterlevnad följs upp.

Enligt Riksrevisionens bedömning bör policyn ses över.

## 2.4 Vasakronan AB

### Kortfakta om Vasakronan AB

---

Föremålet för bolagets verksamhet skall vara att äga och förvalta fast egendom och bedriva fastighetsadministration samt idka härmed förenlig verksamhet ävensom äga och förvalta lös egendom. (Bolagsordning för Vasakronan AB, fastställd på bolagsstämman 26 april 2000).

Fastighetsbeståndet är värderat till ca 32,9 miljarder kronor<sup>49</sup>. Bokfört värde är 22,9 miljarder kronor<sup>50</sup>.

Bolagets strategiska inriktning har inneburit en fokusering på attraktiva delmarknader för kommersiella lokaler i Stockholm, Göteborg, Malmö, Lund och Uppsala.

De tio största hyresgästerna svarar för 28 procent av hyresintäkterna. Den största hyresgästen är SEB (9 %), Polismyndigheten (6 %) och Skatteverket (4 %). Statliga hyresgäster står för 35 procent av hyresintäkterna.

Avkastningen på justerat eget kapital ska motsvara den 5-åriga statsobligationsräntan plus 5 procentenheter. Målet är beslutat vid bolagsstämman. Summa skulder var 14,7 miljarder kronor år 2004<sup>51</sup>. Bolaget delade ut 254 miljoner kronor till staten år 2005.

---

#### 2.4.1 Eget kapital och lån

Vasakronan har under åren valt en strategi att renodla fastighetsbeståndet till att bli ett renodlat kommersiellt fastighetsbolag. Det innebär att fastig-

---

<sup>49</sup> Årsredovisning 2004

<sup>50</sup> Årsredovisning 2004

<sup>51</sup> Årsredovisning 2004

heter av ändamålskaraktär lagts i separata bolag, t.ex. Specialfastigheter Sverige AB, eller sålts ut.

Efter avskiljande kom Civitas Holding-koncernen, som är holdingbolaget till Vasakronan, ”att ansvara för förädling, utveckling, förvaltning och avveckling av kommersiella fastigheter utan långsiktiga motiv för staten att äga och med mål som innebär högsta möjliga långsiktiga avkastning på kapitalet”.<sup>52</sup> I början av år 2000 beslutade Vasakronans styrelse att bolaget skulle fortsätta driva en linje som innebar ett ökat fastighetsbestånd men att beståndet skulle koncentreras till ett mindre antal orter i landet – Stockholm, Stockholms närförorter, Göteborg, Malmö, Lund och Uppsala. Försäljningen av fastigheter på andra orter skulle finansiera köp av kommersiella lokaler på dessa storstadsorter. Vid bildandet av bolaget övertog Vasakronan fastigheter till ett belopp av 16,8 miljarder kronor av staten. Regeringen bemyndigade Riksgäldskontoret att övergångsvis lämna lån inom en angiven ram på vissa villkor till bolaget under tiden den 1 oktober 1993–31 december 1999. Det tydliggjordes att vid en förändring av bolagets ägarstruktur skulle kvarstående lån hos Riksgäldskontoret återbetalas inom sex månader.

Under de första åren lade Vasakronan om sin låneportfölj och 1996 låg ca 70 procent av lånen kvar hos Riksgäldskontoret. Under det året genomförde bolaget flera omläggningar av lånen, bl.a. genom att låna på den internationella marknaden med målet att kunna lösa de återstående lånen i Riksgäldskontoret under 1997. Ca 15 procent av upplåningen har gjorts utanför Sverige.

År 2004 reviderades finanspolicyn så att möjlighet ges till upplåning i bank mot säkerhet i pantbrev. Styrelsen beslutade även att det skulle vara möjligt att ha en ägarklausul i Vasakronans upplåningsavtal vilket skulle öppna för en ökad belåning av beståndet. En ägarklausul ger långivarna rätt att begära förtida återbetalning av lån om svenska statens ägarandel skulle understiga 51 procent.<sup>53</sup> Styrelsen beslutade också att avveckla Vasakronans rating hos det internationella ratinginstitutet Standard & Poor's.

Vasakronans låneportfölj uppgick vid första granskningstillfället till drygt 14 miljarder kronor fördelat på upplåning via marknadsprogram och banklån.<sup>54</sup> Vid det andra granskningstillfället<sup>55</sup> uppgår skuldportföljen till knappt 12 miljarder kronor, dvs. skuldportföljen har amorterats med nästan 2,5 miljarder kronor. Detta har skett genom nettoförsäljningar av fastigheter och att bolagets aktieinnehav i fastighetsbolaget Norrporten har avyttrats.

---

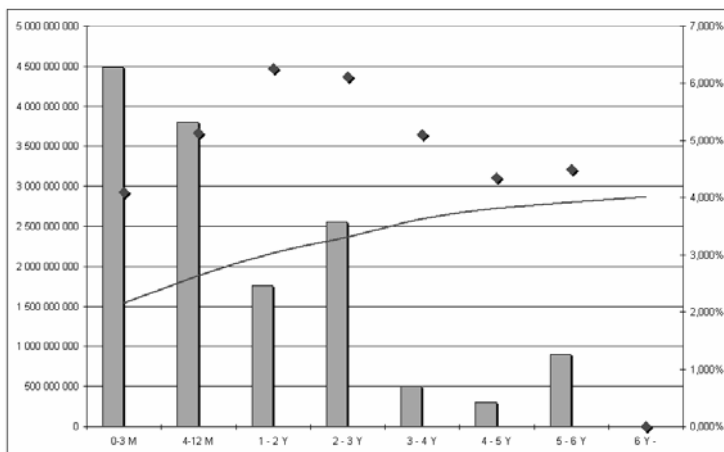
<sup>52</sup> Prop. 1997/98:137, bet. 1997/98:FiU25, rskr. 1997/98:252.

<sup>53</sup> Riksrevisionen konstaterar att detta är ytterligare en variant av hur en ägarklausul formuleras och den skiljer sig från såväl Specialfastigheters som Akademiska Hus ägarklausuler, utan att för den skull skillnaderna tycks vara affärsmässigt motiverade.

<sup>54</sup> Portföljanalys april 2005.

<sup>55</sup> Portföljanalys mars 2006.

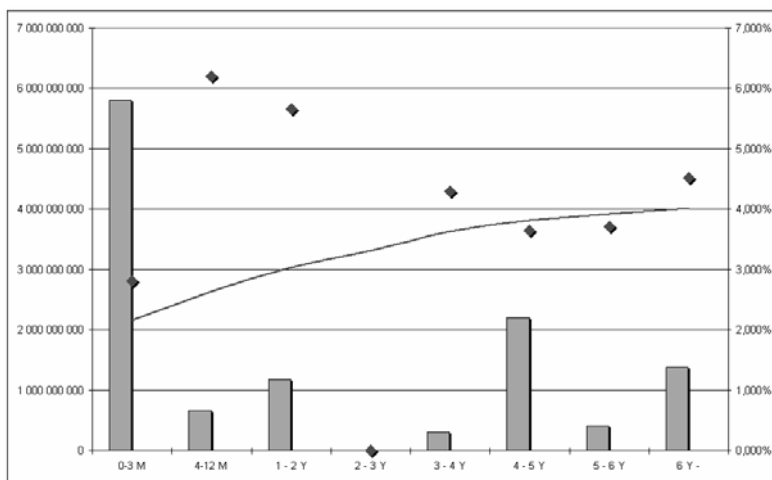
Figur 4. Vasakronans skuldportfölj 2005



Bilden visar skuldernas (ränteförfall inklusive derivat) förfallostruktur och snitträntan på lånen på respektive löptid vid första granskningstillfället 2005. Det kan vara ett eller flera lån per löptid.

Punkterna visar den egna räntan, t.ex. är snitträntan på lån med 4 års löptid ca 5 procent. Linjen visar marknadsräntan som är den faktiska räntan vid granskningstidpunkten.

Figur 5. Vasakronans skuldportfölj - 2006



Bilden visar skuldernas förfallostruktur och snitträntan på lånen på respektive löptid vid andra granskningstillfället 2006.

Punkterna visar den egna räntan, t.ex. är snitträntan på lån med 4 års löptid ca 4 procent. Linjen visar marknadsräntan som är den faktiska räntan vid granskningstidpunkten.

Räntebindningen, dvs. den genomsnittliga tid som räntan i befintliga lån är bunden, ska enligt finanspolicyn ligga i intervallet lägst 1 år och högst 3 år. Vid första granskningstillfället var räntebindningen 1,4 år medan den ett år senare är 2,1 år. Trots detta har räntekänsligheten i låneportföljen ökat. Det förklaras av att ju lägre räntenivå en låneportfölj har i förhållande till en marknadsportfölj desto känsligare är den för ränteuppgångar.

Vid båda granskningstillfällena finns det en ojämnhet i ränteförfallen och en betydande s.k. rotationsrisk, dvs. en risk för att räntorna rör sig åt olika håll och olika mycket för korta och långa lån. Såväl 2005 som 2006 har bolaget ett betydande ränteförfall i det kortaste löptidsintervallet, dvs. upp till tre månader. År 2006 uppgår det till nästan 50 procent av låneportföljen. I intervallet upp till 12 månader uppgår det till ca 54 procent. Trots att en betydande del av portföljen förfaller inom tre månader har bolaget som helhet en låg risk i sin verksamhet. Förklaringen är att kapitalstrukturen och en soliditet på 50 procent medger en hög riskexponering.

Riksrevisionen har låtit göra en analys av hur Vasakronans genomsnittliga ränta ligger i jämförelse med marknadsräntan. Den genomsnittliga låneräntan vid det första granskningstillfället bedömdes ligga ca en och en halv procent över den marknadsränta som skulle ha gällt om portföljen refinansierats vid granskningstillfället. Det motiveras främst av att flertalet lån tagits upp tidigare och då till högre räntenivåer.

Den jämförelse med marknadsräntan vid en viss tidpunkt som här gjorts kan inte ensam läggas till grund för bedömningar av hur ett bolags finanser hanteras. En relevant bedömning av ett bolags lånekostnader sker bland annat genom att jämföra med andra fastighetsbolag, vilket redovisas separat längre fram i texten.

Jämförelser med marknadsräntan kan emellertid användas för att förut säga möjligheter och risker med en förväntad utveckling av bolagets räntekostnader, såsom de kan bedömas med kännedom om analystillfallets marknadsränta. Vidare kan återkommande jämförelser av faktisk låneränta och marknadsränta ge en bild av låneportföljens s.k. undervärde eller övervärde vid olika tillfällen i förhållande till en marknadsportfölj, vilket kan vara en indikation på hur finansförvaltningen sköts. Bolaget redovisar också i sin årsredovisning 2005 bolagets genomsnittliga låneränta och räntebindning och visar hur denna ränta skiljer sig från marknadsräntan för en ny låneportfölj med motsvarande räntebindning..

Vi detta tillfälle under våren 2005 hade bolagets låneportfölj i förhållande till en marknadsportfölj ett klart s.k. undervärde motsvarande ett flertal procent av låneportföljen. Ett år senare var bolagets portfölj betydligt mer marknadsanpassad och det s.k. undervärdet hade sjunkit till omkring en procent av låneportföljen om drygt 12 miljarder kronor. Den genomsnittliga räntan för bolagets låneportfölj ligger vid ett tillfälle under våren 2006 något

över räntan för en hypotetiskt marknadsmässig portfölj. Detta är en avsevärd förbättring jämfört med förhållandet vid motsvarande tillfälle våren 2005. Då var skillnaden betydligt större.

Den kraftiga sänkningen av bolagets genomsnittliga låneränta mellan de två granskningstillfällena beror till största delen på att ett antal gamla lån med hög ränta har förfallit.

Bolaget har anfört att det inte är rimligt att jämföra den aktuella låneräntan med marknadsräntan eftersom det indikerar att Vasakronan för ett antal år sedan skulle ha valt att ha all finansiering till rörlig ränta, vilket skulle ha inneburit en orimligt hög ränterisk för företaget och underminerat företagets möjlighet att kunna finansiera sig över huvud tagit. Bolaget anför vidare att en bedömning av finansförvaltningen bör avse en jämförelse över tiden med andra fastighetsbolag.

Vid ett tillfälle under våren 2005 lät Riksrevisionen göra en jämförelse med ett flertal andra fastighetsbolag. Jämförelsen tyder på att Vasakronans genomsnittliga ränta då låg högre än för jämförelsebolagen. Vid denna jämförelse togs hänsyn till skillnader i duration, kreditvärdighet och fastighetslag genom att ge dessa faktorer vikter. Med ett oförändrat sätt att mäta har Vasakronans genomsnittsränta ett år senare, dvs. vid ett tillfälle under våren 2006, närmast sig jämförelsebolagen men ligger fortfarande över (se bilaga 2).

Vasakronan har anfört att valet av jämförelsebolag och viktningen av de faktorer som beräkningen bygger på borde ha gjorts på ett annat sätt.

#### 2.4.2 *Vasakronans finanspolicy*

Målet för Vasakronans finansverksamhet är ”att koncernens finansieringsbehov ska vara säkerställt och att finansiella kostnader är så låga som möjligt utifrån ramarna i finanspolicyn”.<sup>56</sup>

Sedan bolagets bildande har det funnits en finanspolicy som har reviderats efter behov. Den vid de båda granskningstillfällena gällande finanspolicy var beslutad 2005. Finanspolicyn är såväl en beskrivning av den finansiella hanteringen som ett styrdokument. Identifieringen och beskrivningen av finansiella risker är i flera delar översiktlig. En del risker behandlas inte alls eller endast i förbigående. Följande har iakttagits:

---

<sup>56</sup> Årsredovisningen 2005.

- Vad policyn allmänt säger om att styrelsen "fastställer bolagets finansiella strategi och finanspolicy" brister i substans. Det som saknas i policyn är att styrelsen ska fastställa och ge befogenheter nedåt i organisationen. Det gäller framför allt mål och inriktning för de finansiella aktiviteterna, riskfaktorer och riskmandat, riktlinjer för att hantera de finansiella riskerna samt önskvärd kapitalstruktur över tiden.
- Policyn beskriver att verkställande direktören ansvarar för att styrelsen hålls informerad om finansverksamheten. Det framgår det dock inte att verkställande direktören vanligtvis har ansvaret för att implementera finanspolicyn i organisationen, fastställa finansinstruktioner samt besluta om systemstöd och kompetensförsörjning. Vidare framgår det inte om det är styrelsen eller den verkställande direktören som beslutar om nya upplåningsformer, om bolagets exponering mot tredje man såsom rating, nya motparter och användning av nya instrument.
- Regleringen av finansieringsrisken och ränterisken är oprecis. Reglerna lämnar ett betydande utrymme för finansavdelningen att, utan styrelsens kontroll, välja riskexponering för bolaget.
- Hur rotationsrisken ska hanteras, framgår inte av finanspolicyn.
- Policyn anger två huvudprinciper för befogenheter inom avdelningen men i övrigt hänvisas till ett annat policydokument om den interna kontrollen

Bolaget har anfört att finanspolicyn är ett dokument som innehåller ramar och riktlinjer för finansverksamheten. Utöver detta dokument är finansverksamheten mycket detaljerat reglerad i metodinstruktioner, policy för intern kontroll, instruktioner för bokföring mm. Rapportering av finansförvaltningen sker kontinuerligt på detaljnivå.

Riksrevisionen har fått ta del av den reviderade och mer preciserade finanspolicy som bolagets styrelse beslutat 2006-04-26. I den nya policyn har vissa av de brister som redogjorts för ovan åtgärdats.

### 2.4.3 *Bedömning av Vasakronan*

#### **Lånestrategin har effektiviserats**

Bolaget har år 2006 en starkt marknadsanpassad portfölj. I de tidssegment som är överviktade i ränteexponeringen ligger bolaget i närheten av marknadsräntan. I segmenten mellan 4–6 år har bolaget tagit lån i fördelaktiga räntelägen. Den verkliga låneräntan i detta segment är mer förmånlig än marknadsräntan vid granskningstillfället under våren 2006.

De analyser Riksrevisionen låtit utföra tyder emellertid på att Vasakronans genomsnittliga ränta vid en tidpunkt våren 2006 ligger högre än för jäm-

förbara fastighetsbolag, även om det har skett en betydande förbättring jämfört med läget vid motsvarande tidpunkt våren 2005.

Vasakronan har, som tidigare sagts, anfört att Riksrevisionens jämförelse borde ha gjorts på ett annat sätt.

Riksrevisionen gör bedömningen att bolaget vid ett granskningstillfälle våren 2005 hade en jämfört med andra fastighetsbolag hög räntekostnad i förhållande till sin ränterisk. Det är Riksrevisionens bedömning att Vasakronans låneportfölj fortfarande har en ojämnhet i räntebindningsstrukturen och en betydande rotationsrisk. Bolagets mycket goda soliditet innebär dock att den totala finansiella risken är låg. Vasakronans genomsnittliga låneränta har ett år senare, dvs. vid ett granskningstillfälle våren 2006, förbättrats. Analysen tyder dock på att bolaget fortfarande ligger något över jämförelsebolagens ränta.

### **En finansiell styrning med brister**

Granskningen visar att den av styrelsen år 2005 beslutade finanspolicyn brister i precision, tydlighet och fullständighet

Riksrevisionens bedömning är att det granskade policydokumentet inte tillräckligt väl fungerade som styrdokument eller för reglering av de finansiella riskerna i ett bolag av Vasakronans dignitet. Bristerna i 2005 års finanspolicy rör främst att finanspolicy inte är ett tillräckligt heltäckande styrdokument för finansförvaltningen.

Brister i policyn från 2005 finns avseende ansvarsfördelningen mellan styrelsen och företagsledningen. Företagsledningens mandat i den finansiella verksamheten är stort i förhållande till styrelsen. Definitioner och reglering av de risker som bolaget är exponerat för är otillräckliga. Det gäller regleringen av ränterisken och att en reglering av rotationsrisken saknas.

Den finanspolicy som beslutades våren 2006 har inte varit föremål för granskning. Utifrån den information som Riksrevisionen har tagit del av från bolaget förefaller de ändringar som gjorts vara väl motiverade i arbetet med att få ökad tydlighet och precision i finanspolicyn.

## 2.5 Vasallen AB

### Kortfakta om Vasallen AB

---

Föremålet för bolagets verksamhet skall vara att äga och förvalta aktier ävensom äga och förvalta fast egendom, bedriva fastighetsadministration och idka därmed förenlig verksamhet samt att äga och förvalta lös egendom. (Bolagsordning för Vasallen AB, fastställt på bolagsstämman den 22 april 2004).

Av Vasallens kontraktsvärde på 195 miljoner kronor kommer merparten, 70 procent, från offentlig verksamhet såsom stat, kommun och landsting. Den störste enskilde hyresgästen är Försvarsmakten.<sup>57</sup>

Förvaltningsfastigheter, som innehas i syfte att generera hyresinkomster eller värdestegring, hade ett sammanlagt värde av ca 870 miljoner kronor. Vasallen har inga räntebärande skulder. Fritt eget kapital uppgår till 1,9 miljarder kronor och kortsiktiga placeringar till 1,2 miljarder kronor.<sup>58</sup> Avkastningen (resultat efter skatt) på det genomsnittliga egna kapitalet över en förädlingscykel ska motsvara den 5-åriga riskfria räntan plus 2,5 procentenheter. En förädlingscykel antas vara 10 år och definieras som den tid som det i genomsnitt tar att förvärva, utveckla och förädla samt sälja en försvarsfastighet. Den riskfria räntan definieras som räntan på en femårig statsobligation.<sup>59</sup> Målet återfinns i den s.k. bolagsmapp som överlämnas vid bolagsstämman 2005 men framfördes också muntligt vid stämman 2004. Något beslut av stämman som fastslagit detta mål finns inte. Bolagsstämman har inte beslutat om soliditetsmål för bolaget.<sup>60</sup>

Bolaget delade ut 76 miljoner kronor till staten år 2005.<sup>61</sup>

---

### 2.5.1 Eget kapital och lån

Vasallen är ett bolag med mycket god finansiell styrka. Vid slutet av år 2005 uppgick det egna kapitalet till 2 080 miljoner kronor. Soliditeten uppgick till 87 procent, mätt som det egna kapitalet i procent av balansomslutningen. Bolagets egna översikter visar att tillgången på kapital och bolagets soliditet, undantaget smärre variationer, inte förändrats sedan dess första verksamhetsår 1998.<sup>62</sup> Bolaget har således ett betydande eget kapital beräknat i procent av balansomslutningen. Bakgrunden till den finansiella tillgångsmassan var att det vid etableringen av Vasallen 1997 fanns en betydande

---

<sup>57</sup> Årsredovisning 2005.

<sup>58</sup> Årsredovisning 2004.

<sup>59</sup> Information till styrelsen för Vasallen AB vid bolagsstämman den 6 april 2005.

<sup>60</sup> 14-15 §§ Protokoll fört vid ordinarie bolagsstämma för Vasallen AB torsdag 22 april 2004.samt Protokoll fört vid ordinarie bolagsstämma för Vasallen AB onsdag 6 april 2005.

<sup>61</sup> Årsredovisning 2005.

<sup>62</sup> Årsredovisning 2005.



osäkerhet gällande bolagets affärsmässiga utsikter och därmed även kapitalbehovet.

Medan övriga granskade fastighetsbolag har stora, huvudsakligen räntebärande, skulder för att kunna bedriva sin kärnverksamhet är Vasallen i stället nettoplacerare av kapital. Ett förhållande som torde ha bidragit positivt till övriga granskade bolags avkastningsförmåga.

Vasallen har alltsedan det bildades endast vid få tillfällen haft behov av att utnyttja sin stora likviditetsreserv för att hantera planerade eller oväntade kapitalkrävande händelser. Efterutdelningen till staten år 2003 på 500 miljoner kronor<sup>63</sup> som ledde till en tillfällig brist på likvida medel är ett sådant exempel. Som en följd av detta övergick bolaget från att vara placerare av likvida medel till att för första gången vara låntagare på den externa marknaden. Kortfristiga lån på 400 miljoner kronor togs för att överbrygga den likviditetssvacka som då uppstod i avvaktan på försäljningar som genomfördes under 2004. Lånen betalades tillbaka under 2004.<sup>64</sup>

I sin roll som likviditetsförvaltare hanterade Vasallen vid slutet av år 2005 likvida medel på 1 269 miljoner kronor. Härav uppgick kortfristiga placeringar med en kortare löptid än tre månader till 193 miljoner kronor. Företagscertifikat eller liknande placeringar med en löptid över tre månader uppgick till 1 079 miljoner kronor.

Den genomsnittliga löptiden på placeringarna under år 2005 har beräknats vara fyra månader. Avkastningen uppgick till 1,6 procent. Detta förklaras av korta placeringar till rådande låga marknadsräntor.

Enligt information från bolaget har verkställande direktör och vice verkställande direktör fått i uppdrag av styrelsen att genomlysna bolagets kapitalstruktur.

Bolaget kommenterade senast sitt kapitalbehov i årsredovisningen för år 2004 på följande sätt:

Som en följd av Vasallens försäljningsstrategi och det fortsatta arbetet med försäljning av färdigutvecklade fastigheter, kommer Vasallen att vara aktiv som placerare på kreditmarknaden.

Vasallens fortsatta kapitalbehov bestäms av storleken på kommande investeringar, hur lång tid pågående och kommande utvecklingsuppdrag ska ta samt hur snabbt försäljningen av genomförda utvecklingsprojekt kan genomföras.

Bedömningen har därför gjorts att Vasallen även fortsättningsvis ska ha ett väl tilltaget eget kapital för att kunna parera osäkerhet och risk i uppdraget.

För att bedöma ändamålsenligheten i placeringsverksamheten kan exempelvis den genomsnittliga löptiden av placeringarna kopplas till omsättningshastighet i Vasallens fastighetsportfölj. Bolaget har bedömt att denna omsättningshastighet är fem år. En matchning skulle alltså innebära att placeringarna ges en genomsnittlig löptid på fem år.

---

<sup>63</sup> Årsredovisning 2003.

<sup>64</sup> Årsredovisning 2004.

Utifrån dessa utgångspunkter har Riksrevisionen låtit göra en *överslagsberäkning*. Den visar att år 2005 skulle en sådan matchning ha kunnat öka placeringarnas avkastning med ca 15 miljoner kronor. Detta skulle motsvara drygt 10 procent av det genomsnittliga årsresultatet för 2003 och 2004.

### 2.5.2 *Vasallens finanspolicy*

Finanspolicyen är bolagsstyrelsens centrala dokument för att styra finansförvaltningen. Policyen ska klargöra ansvarsfördelningen och särskilt fördela riskmandat, precisera risknivåer och fungera som rättesnöre för finansfunktionen i arbetet med "att säkerställa koncernens kapitalbehov på kort och lång sikt och att optimera finansnettot utifrån i policyen definierade ramar".<sup>65</sup>

Vid granskningstillfället var Vasallens gällande finanspolicy beslutad av styrelsen i november år 2000. Denna policy föreskriver att styrelsen ska fastställa finanspolicy och finansiell strategi samt utvärdera policyen årligen. Vad som avses med finansiell strategi utvecklas inte närmare i policydokumentet.

En granskning av styrelseprotokoll, från det att bolaget bildades t.o.m. år 2005, visar att det saknas noteringar om att styrelsen årligen har fastställt finanspolicy och finansiella strategier, fattat principbeslut som innebär en tillämpning av policyen eller utvärderat den på sätt som föreskrivits i den beslutade policyen. Granskningen av styrelseprotokollen styrker således iakttagelsen att styrelsen inte fattat beslut som vare sig preciserat eller utvärderat policyen. Enligt uppgifter från bolaget har dock policyen årligen prövats utan att det medfört ändringar som protokollförts på styrelsemötet. Det finns inte heller några dokumenterade indikationer på att ledningen skulle ha tagit initiativ till policyförändringar eller haft önskemål om att ändra på givna riskmandat.

Policyen hade således inte varit föremål för återkommande prövning och vid behov uppdatering samt utvärdering på sätt som föreskrivs.

År 2003 beslutades om ett tillfälligt lån på 400 miljoner kronor. Av styrelseprotokoll framgår dels att ekonomichefen informerat styrelsen om "att den av styrelsen fastlagda finanspolicyen inte behandlar villkoren för upplåning i företaget utan endast placeringar av överskottslikviditet". Beslutet om upplåning fattades således inte inom de regler och ramar som finanspolicyen anger eftersom policyen "gäller för Vasallen enbart som likviditetsförvaltande bolag".<sup>66</sup> Styrelsen beslutade emellertid vid sitt möte 2003-10-22 "att uppdraga åt företagsledningen att förelägga styrelsen ett förslag till omar-

---

<sup>65</sup> Årsredovisningen 2004.

<sup>66</sup> Finanspolicy 2000-11-15.

betad finanspolicy som inkluderar beslutsprocessen vid upptagande av lån". Riksrevisionen konstaterar att styrelsebeslutet aldrig har verkställts.

Granskningen visar således att varken något förslag till ny policy förelagts styrelsen eller något beslut om ny policy fattats. Policyn från år 2000 gäller fortfarande, och bolaget saknar en policy för sin kapitalförsörjning.

Finanspolicyn, som konstaterats vara en policy för placering av överlikviditet, saknar väsentliga beståndsdelar som bör finnas med i en genomarbetad policy. Förutom vad som ovan sagts om behovet av att årligen utvärdera och ompröva policyn kan följande nämnas.

- Reglerna för likviditetsförvaltning står inte i tydlig samklang med Vasallens affärsverksamhet. Skälet är att placeringen av finansiella medel under långa perioder, och till fullo under åren 2004 och 2005<sup>67</sup>, är fristående från fastighetsverksamheten och inte inordnad i eller en ovillkorlig förutsättning för denna. Det är tydligt att policyn inte, som avsikten var, säkerställer koncernens kapitalbehov på kort och lång sikt. I stället innehåller policyn regler för placering av finansiella medel som bolaget betecknat som en överlikviditet. Det rör sig om medel som under åren 2004 och 2005 inte nyttjats i bolagets affärsverksamhet.
- Policyn föreskriver att bolaget endast får placera i mycket säkra värdepapper med en löptid på som längst ett år. I årsredovisningen år 2004 sägs, även om detta inte är en fastställd policy, att "de värdepapper som Vasallen placerar i ska vara möjliga att omsätta inom tre dagar". Finanspolicyn gör ingen koppling till bolagets kapitalbehov eller något centralt nyckeltal. Policyn saknar motivering till begränsningen i tillåten löptid för placeringarna.
- Ekonomi- och finansdirektören är enligt policyn ansvarig för finansförvaltningen och beslutar i samråd med redovisningschefen om räntebindningen. Bolaget har ingen särskild finanschef. Redovisningschefen ansvarar under ekonomi- och finansdirektören för placeringsverksamheten och beslutar om placeringar i samråd med sin chef samt genomför beslutade transaktioner. Personal under redovisningschefen registrerar beslut och bokför beslutade transaktioner. En controller underställd ekonomi- och finansdirektören har kontrollerande uppgifter och upprättar kvartalsvis rapport till verkställande direktör och ekonomi- och finansdirektören i enlighet med finanspolicy.

---

<sup>67</sup> Årsredovisningen 2004, bokslutskommunikén 2005.

### 2.5.3 *Bedömning av Vasallen*

#### **Fritt eget kapital överstiger bolagets behov**

Vasallens affärsidé är att förädla och utveckla främst f.d. försvarsfastigheter för alternativ kommersiell användning samt bedriva fastighetsförvaltning. Bolaget har alltså inte till syfte att vara likviditetsförvaltare. Omfattningen av bolagets fria egna kapital, som av bolaget betecknats som överlikviditet uppgår till en miljard kronor, har dock medfört att likviditetsförvaltningen varit och är en ekonomiskt betydelsefull del av bolagets verksamhet. Denna likviditetsförvaltning är dock knappast en förutsättning för affärsverksamheten. Eventuella kortare perioder med likviditetsbehov som inte kan mötas av bolaget torde kunna tillgodoses genom upplåning av kapital på marknaden. Riksrevisionen menar därför att regeringen som ägarföreträdare bör överväga att bolaget arbetar med en soliditetsnivå som är lägre och därmed mer gängse för fastighetsbolag.

Riksrevisionen har låtit göra en översiktlig analys av Vasallens kapitaliseringsbehov baserat på inhämtade uppgifter om bolagets samlade planerade investeringar. En simulering av bolagets resultat- och balansräkning fram till år 2010 har gjorts. Den utgår från att kapitalet minskas med en miljard kronor samt antaganden om genomsnittlig hyresnivå, finansieringskostnad och placeringsränta.

Denna översiktliga analys indikerar att om överkapitaliseringen på närmare en miljard kronor återförs till staten så får bolaget initialt under år 2006 en relativt hög räntekänslighet som successivt minskar. Hänsyn har då inte tagits till eventuella realisationsvinster vid försäljning av fastigheter. Vasallens soliditet beräknas vid periodens slut ligga på betryggande 50 procent.

Riksrevisionens bedömning är därför att staten bör kunna överväga att återta den del av kapitaltillskottet till bolaget som innebär en överlikviditet, dvs. närmare en miljard kronor.

#### **En omfattande likviditetsförvaltning med låg avkastning**

Den helt övervägande delen av likviditetsförvaltningen har under de två senaste åren bestått av en hantering av en överlikviditet, som inte kan anses vara motiverad av bolagets affärsverksamhet med fastigheter. Sedan bolaget bildades har en överlikviditet endast vid få tillfällen nyttjats för att stödja bolagets affärsidé. Den affärsidén beskrivs numera som "att skapa långsiktig värdetillväxt genom att kundorienterat utveckla och förädla försvarsrelaterade fastigheter till attraktiva förvärsobjekt på en kommersiell marknad".<sup>68</sup>

---

<sup>68</sup> Bokslutskommuniké januari–december 2005.

Bolagets styrelse tycks ha utgått från att en stark och omfattande likviditet kan behövas i bolagets affärsverksamhet. Policyn begränsar emellertid tillåten löptid på placeringarna till ett år utan motivering. Policyn har tillämpats och fått till följd att bolaget placerat en betydande kapitalvolym till låg avkastning.

I granskningen har det inte framkommit någon avgörande argument varför placeringarnas löptid bör begränsas till ett år. Riksrevisionens bedömningen är därför att förvaltningen av bolagets likviditet inte utformats med utgångspunkt i bolagets syfte och verksamhetsrisk.

Riksrevisionen konstaterar att det under den granskade perioden inte finns någon dokumenterad strategisk diskussion mellan ägarförvaltningen och bolaget om bolagets kapitalbehov eller likviditetspolicy. Några närmare direktiv i dessa avseenden har inte heller lämnats av ägarförvaltningen.

Givet att bolaget behåller nuvarande kapitalstruktur, vilket Riksrevisionen ifrågasätter, kan följande bedömning göras. Den beslutade policyn för placering av bolagets likvida medel leder till ineffektivitet. Avkastningen blir låg eftersom policyn föreskriver att placerade medel ska kunna användas i rörelsen med mycket kort varsel. Riksrevisionen gör bedömningen att fastighetersnas relativt långa förädlingscykel<sup>69</sup> tillåter betydligt längre löptider för placeringarna än vad hittills har varit fallet. Med ett antagande om en genomsnittlig löptid på ca fem år skulle avkastningen kunna öka med omkring 15 miljoner kronor per år. För åren 2003 och 2004 motsvarar det omkring en tio procentig ökning av årsresultatet.

Vasallen har anfört att Riksrevisionens antagande om så långa löptider inte står i överensstämmelse med bolagets affärsidé eller uppdrag och att felaktiga antaganden ligger till grund för att bedömningen att årsvinsten skulle kunna öka.

Utifrån det underlag om syfte och inriktning av Vasallens verksamhet som Riksrevisionen haft tillgång till kommer Riksrevisionen inte till samma slutsats. Frågan om bolagets kapitalbehov och förutsättningar för placering av medel är av den digniteten att den bör prövas av regeringen.

### **En finansiell styrning med brister**

Riksrevisionens bedömning är att finanspolicy som ett av styrelsens centrala styrdokument bör uppdateras årligen samt vid beslut om större förändringar. Nu gällande finanspolicy från år 2000 saknar väsentliga beståndsdelar och har inte förnyats sedan dess tillkomst. Att bolaget år 2003 övergick från att vara placerare till att även vara låntagare ledde inte till någon översyn av policyn trots att styrelsen beslutat att så skulle ske.

---

<sup>69</sup> Uppges vara omkring tio år.

Företagsledningen har alltså varit passiv i detta avseende och styrelsen har inte följt upp sitt beslut.

Gällande finanspolicy är närmast en policy för likviditetshandling, och det saknas en policy för bolagets kapitalförsörjning. Policyns regler för likviditetsförvaltningen är inte heller i samklang med fastighetsverksamheten. Kraven på placering med kort löptid som snabbt kan omsättas på marknaden baseras enligt Riksrevisionens bedömning knappast på aktuella behov i bolagets verksamhet. Finanspolicyns reglering av den tid placeringar fått bindas har medfört att bolagets avkastning i onödan har begränsats.

Ansvarsfördelningen för finansförvaltningen inom bolaget är enligt Riksrevisionens bedömning inte lämplig. Redovisningschefen beslutar, i samråd med ekonomi- och finansdirektören, om placeringar men genomför också placeringar. Samma person ansvarar också för redovisningen. Controllern har att kontrollera finansiella beslut som hans chef är delaktig i. Denna ansvarsfördelning inom bolaget framstår enligt Riksrevisionen som olämplig och undergräver nivån på den interna kontrollen. Riksrevisionen noterar också att det förekommit att styrelsens beslut inte verkställts, vilket visar på att det finns ytterligare brister i den interna kontrollen.

## 2.6 Regeringens ägarförvaltning

Förvaltningen av statens aktier i bolagen sköts av regeringen på uppdrag av riksdagen. Riksdagen har beslutat att den som förvaltar ett statligt ägt företag med utgångspunkt i uppsatta verksamhetsmål aktivt ska följa företagets utveckling och vidta erforderliga åtgärder för att företaget ska uppfylla krav på effektivitet, avkastning och strukturanpassning. Regeringen har även deklarerat att ägarförvaltningen ska vara tydlig, öppen och fortlöpande anpassas till de ökade och förändrade krav som ställs.<sup>70</sup>

Regeringen får besluta om försäljning av aktier eller andelar i bolag där staten har mindre än hälften av rösterna för samtliga aktier eller andelar, om inte riksdagen bestämt annat för bolaget. Regeringen får inte utan riksdagens medgivande minska statens ägarandel i bolag där staten har hälften eller mer än hälften av rösterna.<sup>71</sup>

Genom Näringsdepartementet och dess enhet för statligt ägande förvaltas de statligt ägda bolagen inom det av riksdagen angivna förvaltningsmandatet. Mot bakgrund av iakttagelserna vid den genomförda granskning av fem statliga fastighetsbolags finansförvaltning gör Riksrevisionen en kort

---

<sup>70</sup> Regeringens skrivelse 2005/06:120, 2006 års redogörelse för företag med statligt ägande.

<sup>71</sup> 26 § lagen (1996:1059) om statsbudgeten.

redovisning samt bedömning av hur ägarförvaltningen skött frågan om bolags finansförvaltning.

### 2.6.1 *Omfattning av ägarförvaltningens styrning*

Det är styrelsens och ledningens ansvar att bolaget sköts föredömligt väl inom de ramar lagstiftningen ger och i enlighet med ägarens långsiktiga intressen. Det kan vara en intrikat avvägning för ägarförvaltningen att avgöra i vilken utsträckning den ska agera genom riktlinjer, rapporteringskrav, erfarenhetsutbyte eller styrdialog för att uppfylla riksdagens krav, utan att i onödan begränsa styrelsernas möjlighet att fullgöra sina uppgifter. Styrelserna bör stödjas att fullgöra sina uppgifter utan att deras ansvar rubbas eller blir oklart i förhållande till aktiebolagslagen.

Ägarförvaltningen av statens fastighetsbolag utövas främst genom krav på soliditet och avkastning samt krav på ekonomisk rapportering. Kraven på rapportering avser den information som ska lämnas i bolagens årsredovisning. Under 2005 har en inte oväsentlig del av ägarförvaltningens tid använts för att anpassa soliditets-, avkastnings- och rapporteringskrav till nya redovisningsregler (IFRS). Ägarförvaltningens stöd till bolagens styrelser vad gäller finansförvaltningen är begränsade. De inskränker sig till nämnda nyckeltal och krav på rapportering.

Översiktligheten i ägarförvaltningens stöd till styrelserna innebär att det finns stor variation mellan bolagen. Variationen gäller hur ansvar inom respektive bolag fördelas, hur policyer och strategier formas samt det finansiella risktagandet. Granskningen visar att de ekonomiska konsekvenserna av den finansiella policy och strategi som ett bolag tillämpar kan vara betydande.

Exempel från granskningen är bl.a. att Specialfastigheter under år 2005 lånat till en genomsnittlig ränta på 4,4 procent medan Vasallen lånar ut likvida medel till en ränta på 1,6 procent. Om, rent hypotetiskt, Vasallen istället för att placera till räntan 1,6 procent hade lånat ut en miljard kronor till Specialfastigheter – ett för Vasallen i sammanhanget inte orimligt belopp – skulle det ge en årlig effektivitetsvinst för staten på 32 miljoner kronor.

Av granskningen har också framkommit att det finns stora skillnader i soliditet mellan bolagen. Vasallen hade vid slutet av år 2005 en soliditet på 87 procent medan Vasakronan vid samma tidpunkt hade en soliditet på 50 procent, Akademiska Hus 44,8 procent, Jernhusen 28,5 procent och Specialfastigheter 21,9 procent. En för fristående fastighetsbolag betryggande soliditet kan bedömas ligga i storleksordningen 30 och i vissa fall upp till 40 procent. För statliga bolag skulle den kanske till och med kunna vara något lägre med tanke på ägarens ställning.

Det finns självfallet inget generellt svar på vilken soliditet som är lämplig för fastighetsföretag. Det går alltså inte att ange något visst soliditetstal som skulle motivera en översyn av ett bolags kapitalstruktur. Effekten av staten som ägare, bolagens investerings- och utvecklingsplaner, strukturförändringar inom staten och även annan information måste beaktas när ägarförvaltningen överväger behov av ändring av kapitalstruktur. Vasallens höga soliditet på 87 procent är dock ett tecken på att det behövs en översyn av kapitalstrukturen. Av granskningen framgår att bolaget under en period haft en överlikviditet på ca en miljard kronor.

En så långt möjligt optimal kapitalstruktur förutsätter att ägarförvaltaren återkommande prövar och vid behov återför kapital till staten. Det kan därför enligt Riksrevisionens bedömning finnas skäl att mer systematiskt pröva kapitalstrukturen även i de andra granskade bolagen.

Laktagelserna vid granskningen visar sammanfattningsvis att ägarförvaltningen kan göra mera för att företagen ska uppfylla riksdagens krav på effektivitet, avkastning och strukturanpassning. En aktiv och välskött finansförvaltning kan generellt sett öka ett bolags förmåga att ge god avkastning.

### 2.6.2 Ägarklausuler i låneavtal

I Vasakronans låneavtal finns en möjlighet att införa en ägarklausul som säger att långgivaren har rätt att begära återlösen av lånet om statens ägarandel understiger 51 procent. Låneavtal med Akademiska Hus kan innehålla en liknande ägarklausul som säger att för det fall svenska staten upphör att vara direkt eller indirekt ägare till mer än 50 procent av aktierna i bolaget, ska lånen jämte eventuell ränta omedelbart förfalla till betalning. Specialfastigheter Sverige AB har i sina låneavtal en ägarklausul som säger att om staten minskar sin ägarandel till mindre än 100 procent har långgivarna rätt att begära återlösen av lånen.

Ägarandelen och villkoren för hur lånen sägs upp varierar således mellan bolagen. Bolagen anger att de regelmässigt kontaktar ägarförvaltningen för att informera om innehållet i ägarklausul och för att få ett informellt godkännande. Ägarklausulens utformning är en ägarfråga då det bl.a. kan påverka villkoren vid en försäljning av ett bolag. Ägarklausulernas varierande utformning kan knappast förklaras av ägarens förhållningssätt eller av bolagens skilda inriktningar. Snarare visar det på att ägarförvaltningen inte uppmärksammat eller intresserat sig för frågan.



## 3 Sammanfattande bedömningar och rekommendationer

Granskningen omfattar fem statligt ägda fastighetsbolag, nämligen Akademiska Hus AB, Jernhusen AB, Specialfastigheter Sverige AB, Vasakronan AB och Vasallen AB. I granskningen av bolagens affärsmässighet och effektivitet har fokus riktats mot att granska bolagens styrning av finansförvaltningen, främst genom att undersöka om bolagens finanspolicyer är aktuella och konkreta samt om riskmandat och ansvarsfördelning är tydligt preciserade. Vidare görs en bedömning av om det finns alternativa upplägg för finanshanteringen som skulle kunna förbättra avkastningen. Även ägarförvaltningens roll och agerande ingår i granskningen.

Samtliga fem fastighetsbolag har finanspolicy för styrning av finansförvaltningen. De överväger inriktningen av sin finanspolicy och agerar på marknaden för att på så sätt hantera risker och kostnader för sin upplåning. Riksrevisionens intryck är att bolagens finansförvaltning ligger i linje med finansförvaltningen inom fastighetsbranschen som helhet.

Riksrevisionens bedömning är dock att det finns möjligheter att förbättra affärsmässigheten och effektiviteten i de fem fastighetsbolagen. Även ägarförvaltningen arbetar med att följa bolagens utveckling kan förbättras. Det kan för det enskilda bolaget röra sig om potentiella förbättringar i storleksordningen ett antal miljoner kronor årligen. Detta skulle klart kunna förbättra det årliga resultatet. Det innebär dock inte att det rör sig om mycket stora ekonomiska förbättringar i förhållande till skuldportföljerna som sammantaget uppgår till drygt 40 miljarder kronor.

Våra slutsatser gäller följande: bolagens riskbenägenhet, bolagens finanspolicy, bolagens låne- och placeringsstrategier, Vasallens kapitalstruktur och regeringens ägarförvaltning.

### 3.1 Bolagens riskbenägenhet

**Bolagens benägenhet att ta finansiella risker varierar. Förklaringarna är flera, men styrelsernas sakkunskap och attityd till risktagande torde ha stor betydelse.**

Det är en central uppgift för en styrelse att ta ställning till hur finansverksamheten ska anpassas för att på bästa sätt styra och stödja respektive fastighetsbolags verksamhet. Skillnader i fastighetsbestånd, hyresavtalens längd och kontrakterade hyresintäkter är självfallet viktiga faktorer att beakta. Granskningen visar i några fall att finansförvaltningen är relativt svagt

kopplad till affärsverksamheten. Den har snarare karaktär av en relativt självständig verksamhet.

Även andra förhållanden än verksamhetens art påverkar benägenheten att ta risker. Styrelsens, ledningens och finansförvaltningens sakkunskap är ett. Uppfattningen om vilka risker som det kan anses rimligt att ett fastighetsbolag tar i sin finansförvaltning för att skapa värde åt bolaget är ett annat. Granskningen visar att benägenheten att ta risker i finansverksamheten varierar väsentligt.

Exempelvis kan nämnas att Jernhusen enligt Riksrevisionens bedömning på ett framgångsrikt sätt tagit betydande men väl kontrollerade risker, vilka under år 2005 bidragit till årets vinst med mer än 30 miljoner kronor.

Som ett annat exempel kan nämnas att Specialfastigheter haft en policy som enligt Riksrevisionens bedömning lett till en ineffektiv räntestruktur. Genom att aktivt välja en lång räntebindningstid har bolaget fått en hög genomsnittlig ränta. Under senare år har tillämpningen av denna policy reducerat bolagets avkastning med uppemot 30 miljoner kronor per år, enligt Riksrevisionens bedömning.

Även i andra än de ovan nämnda avseendena visar granskningen att risktagandet har varit olika mellan bolagen. Vasallen har under senare år haft en betydande överlikviditet. Bolagets placeringpolicy kan inte sägas ha haft sin grund i affärsverksamheten utan har utgått från att placeringarna ska styras av kravet på en stark och näst intill omedelbar möjlighet att vara likvid. Under senare år har det emellertid aldrig krävts att bolagets likvida medel snabbt kan nyttiggöras i affärsverksamheten. Placeringspolicyen, som inneburit placeringar till låg ränta, har enligt Riksrevisionens bedömning därmed reducerat bolagets årsresultat med omkring 10 procent eller ca 15 miljoner kronor.

Sammanfattningsvis kan konstateras att de ekonomiska konsekvenserna av de finansiella policyer och strategier som bolagen tillämpar är betydande och mycket varierande. Bolagens beslut om och agerande i finansförvaltningen påverkar klart årets avkastning för bolagen.

### 3.2 Bolagens finanspolicy

Flera av de granskade bolagen har en ofullständig, oprecis och i några fall inaktuell finanspolicy. En sannolik konsekvens av detta är att styrelsens faktiska inflytande över hanteringen av mycket betydande ekonomiska värden och risker blir mindre medan verkställande direktörens eller finansfunktionens inflytande blir större. I några fall har också den interna kontrollen brister.

Styrelsens uppgifter enligt aktiebolagslagen, att svara för bolagets organisation och förvaltning av bolagets angelägenheter, torde för de granskade bolagen innebära ett krav på att det finns en tydlig och konkret finanspolicy. En viktig uppgift för styrelsen är att, med hänsyn till bolagets uppdrag och kompetens m.m., göra en egen avvägning mellan risktagande och lönsamhet. Finanspolicyn är ett instrument för styrelsen. Riksrevisionens bedömning är att en finanspolicy ska beslutas av styrelsen och den ska ange inriktning för finansförvaltningen, klargöra gränser för risktagandet, fördela mandat och tydliggöra ansvarsfördelningen. Den ska årligen utvärderas och beslutas av styrelsen. Styrelsen ska också se till att policyn tillämpas. Finanspolicyn bör vara ett samlat dokument för styrningen av finansförvaltningen och därför även klargöra sambandet mellan finansförvaltningen och affärsverksamheten. Styrelsens, ledningens och finansförvaltningens riskmandat ska vara så tydligt angivet att ansvarsfördelningen dem emellan blir klar. Finanspolicyn ska ha en så god precision att den styr och sätter tydliga gränser för finansförvaltningen. På detta sätt skapas också rimliga förutsättningar för att uppnå en god intern kontroll. I policyn ska också aktuella riskbegrepp definieras och formuleras. Vidare ska de finansiella risker som bolaget är utsatt för redovisas samt hur de hanteras. En beskrivning av hur framför allt ränteriskerna ska hanteras är av central betydelse för ett bolag med en betydande skuldportfölj.

Delegering av uppgifter och befogenheter för finansförvaltningen bör således ske genom aktiva beslut från styrelsen och samlas i policyn. Finansförvaltningens handlingsfrihet bör vara ett resultat av styrelsens samlade överväganden och tydliga regler i finanspolicyn.

Styrelserna i alla de fem granskade bolagen har upprättat och beslutat om en finanspolicy. Dessa policies föreskriver att de ska vara föremål för årlig utvärdering och styrelsebeslut. De granskade bolagens policyer har emellertid inte alltid varit uppdaterade med hänsyn till de beslut styrelsen fattat.

Granskningen har i några avseenden uppmärksammat brister hos samtliga granskade bolag. Dessa brister påverkar också den interna kontrollen i beslut som har stora ekonomiska konsekvenser för bolagen. I samtliga bolag har uppmärksammat en otydlig ansvarsfördelningen i något viktigt avseende mellan styrelse och ledning eller mellan ledning och finansförvaltning. Oklarheter har iakttagits i policyn för Vasallen. Otydligheter har uppmärksammat hos Akademiska Hus, Jernhusen, Specialfastigheter och Vasakronan. Under 2006 har såväl Jernhusen som Vasakronan beslutat om en ny finanspolicy.

Följande brister i finanspolicyn har uppmärksammats.

- Olika befattningshavares uppgifter och mandat är inte tillräckligt klarlagda. Till exempel kan verkställande direktör tillåtas ta upp lån utan volymrestriktion eller att efter fritt skön delegera sin befogenhet till andra inom bolaget. I andra fall är verkställande direktör och ekonomi- eller finansfunktionerna inte klart åtskilda.
- Det finns risker som genomlysts otillräckligt och där policyn då snarare är beskrivande än ett tydligt ställningstagande till riskprofil och riskmandat. De riskmått och riskmandat som används är otillräckliga för att reducera risken för negativa utfall. Exempelvis behandlar policyn inte tydligt kapitalbindning, rotationsrisk och hanteringen av derivat. Vidare förekommer oklar reglering av räntebindningsmandat, refinansieringsrisk och basrisk.
- I flera bolag är det svårt att få en överblick över vilka regler, riktlinjer och strategibeslut som vid ett visst tillfälle ska styra den operativa finanshanteringen. Det förekommer t.ex. att affärsplanen innehåller beslut som har stor betydelse för finansförvaltningen men att detta inte omnämns i finanspolicyn. Gällande finanspolicy kan ha ändrats på någon punkt utan att detta förts in i policyn. Dokumentation om styrelsens beslut om finansverksamheten finns inte alltid samlad och aktuell på ett ställe. Sammantaget skapar detta osäkerhet om vad som faktiskt gäller, och policyns funktion som styrinstrument avtar.

### 3.3 Bolagens låne- och placeringsstrategier

**Genom att överväga alternativa tillvägagångssätt vid upplåning och placeringar och aktivt uppsöka marknaden skulle flera bolag sannolikt kunna öka sin avkastning.**

För Specialfastigheter förutsätter möjligheterna att öka avkastningen en ändrad riskbedömning i linje med vad som sagts ovan. Emellertid tycks Vasakronan ha fattat ogynnsamma beslut om räntebindning medan Akademiska hus inte tillräckligt har undersökt de alternativ till befintlig finansiering som marknaden erbjuder. Inarbetade lösningar förefaller inte alltid ifrågasättas regelbundet varför arbetssätt och rutiner har bestått.

Enligt de beräkningar som Riksrevisionen, vid ett första granskningstillfälle under våren 2005, låtit utföra hade Vasakronan jämfört med andra fastighetsbolag en hög räntekostnad i förhållande till ränterisken. En delförklaring är att bolaget historiskt intagit vad som visat sig vara ogynnsamma beslut om ränte-

bindning. I en uppföljande analys ett år senare var skillnaden betydligt mindre, men genomsnittsräntan är fortfarande något högre än för jämförelsebolagen. Förfall av lån med höga räntor är den viktigaste förklaringen men en del av den positiva utvecklingen, kan enligt Riksrevisionens bedömning, förklaras av finansförvaltningens agerande.

För Akademiska Hus kan frågan ställas om bolaget bör utnyttja fler finansieringsformer för att på så sätt försöka minska sina lånekostnader. Bolagets upplåning sker nu huvudsakligen på den internationella obligationsmarknaden. De beräkningar Riksrevisionen låtit göra indikerar att en mer diversifierad lånestrategi skulle kunna bidra till att sprida riskerna och sänka lånekostnaderna för en del av portföljen med uppemot 10 punkter.

### 3.4 Vasallens kapitalstruktur

**Vasallen AB är överkapitaliserat, med upp till en miljard kronor, vilket minskat bolagets förmåga att motsvara ägarförvaltarens avkastningskrav. Styrelsen beslut om kortfristiga placeringar av dessa medel är inte klart anpassat till affärsverksamheten och har resulterat i en låg avkastning på det egna kapitalet.**

Vasallen har i flera år varit överkapitaliserat, i betydelsen att avsevärda likvida medel inte använts i bolagets affärsverksamhet. Styrelsens placeringsvillkor för det kapital som inte använts i bolagets affärsverksamhet har varit strikta, för att bolaget med kort varsel ska kunna ha mycket stor likviditet tillgänglig. Erfarenheten från flera år visar emellertid att denna likviditet de facto inte har behövts i affärsverksamheten. Medlen har placerats till låg avkastning.

Soliditeten har i årsredovisningen 2005 redovisats till 87 procent. Denna kapitalstruktur försvårar för bolaget att motsvara ägarförvaltarens avkastningskrav. Riksrevisionens bedömning är att staten bör kunna återta den del av statens kapitaltillskott som innebär en överlikviditet, upp emot en miljard kronor. Riksrevisionen gör vidare bedömningen att det kan finnas skäl att pröva kapitalstrukturen även i de andra granskade bolagen.

### 3.5 Regeringens ägarförvaltning

**Ägarförvaltningens aktivitet i förhållande till de granskade bolagen inskränker sig till att ange soliditetsmål, avkastningskrav och riktlinjer för ekonomisk rapportering. Förekomsten av ofullständiga finanspolicyer anses inte kräva åtgärder och indikationer på att ett fastighetsbolag är överkapitaliserat har inte lett till åtgärder.**

Ägarförvaltningen av statens fastighetsbolag utövas främst genom krav på soliditet och avkastning samt krav på ekonomisk rapportering. Kraven på rapportering avser den information som ska lämnas i bolagens årsredovisning. Under 2005 har en inte oväsentlig del av ägarförvaltningens tid använts för att anpassa soliditets-, avkastnings- och rapporteringskrav till nya redovisningsregler (IFRS).

För de granskade bolagen har ägarförvaltningen inte gjort några analyser av finanspolicyer, finansiellt risktagande eller affärsmässigheten i hanteringen av finanserna som föranlett beslut om förändringar för bolagen. Ägarförvaltningens styrning av och stöd till bolagen och deras styrelser vad gäller finansförvaltningen är av begränsad omfattning.

Ägarförvaltningen anser att ytterligare insatser från dess sida vad gäller bolagens finansförvaltningen inte skulle vara i linje med praxis för styrningen av bolagen.

Riksrevisionens bedömning är att ägarförvaltningen bör följa bolagens finansförvaltning mer aktivt och överväga stödjande insatser. Utökade insatser är möjliga utan att de behöver leda till att respektive styrelses ansvar rubbas eller blir oklart i förhållande till aktiebolagslagen.

Uppgiften att nära följa och vid behov ompröva bolagens kapitalstruktur samt när så anses påkallat återföra kapital till staten, ankommer på ägarförvaltningen. Riksrevisionens bedömning är att ägarförvaltningen i fråga om Vasallen inte varit tillräckligt aktiv i detta avseende. En så långt möjligt optimal kapitalstruktur förutsätter att ägarförvaltaren återkommande prövar och vid behov återför kapital till staten. Det kan därför enligt Riksrevisionens bedömning finnas skäl att mer systematiskt pröva kapitalstrukturen även i de andra granskade bolagen.

Granskningen visar vidare att ägarklausulerna i låneavtalen mellan bolagen och kreditgivarna varierar hos de granskade bolagen. Genom ägarklausul anges att banken kan säga upp lånen till bolaget när ägarförhållandena ändras. Ägarklausulerna är ett resultat av överenskommelser mellan bolagen och respektive kreditgivare i en förhandlingssituation.

Denna variation i ägarklausuler kan knappast förklaras av ägarens förhållningssätt eller av bolagens skilda inriktningar. Snarare visar det på att ägarförvaltningen inte uppmärksammat eller intresserat sig för frågan. Riksrevisionens bedömning är att ägarklausulens utformning bör vara en ägarfråga då dessa bl.a. kan påverka villkoren vid en försäljning av bolagen.

Grunden för Riksrevisionens bedömning är att riskbenägenheten varierar (avsnitt 3.1), betydande skillnader finns i kvaliteten på finanspolicyer (avsnitt 3.2), möjligheter finns att påtagligt förbättra bolagens resultat i upplåningen (avsnitt 3.3) samt att det kan finnas skäl att se över de granskade bolagens kapitalstruktur (avsnitt 3.4).

Riksrevisionen gör sammantaget bedömningen att ägarförvaltningen bör göra mera för att bolagen ska uppfylla de krav på effektivitet, avkastning och strukturanpassning som regeringen föreslagit och riksdagen beslutat år 1996. En mer aktiv ägarförvaltning av de statliga fastighetsbolagen, innefattande regelmässiga analyser av bolagens finansförvaltning och finansiella situation, skulle sannolikt leda till att det blir bättre förutsättningar för att bolagen ska kunna öka sin avkastning.

### 3.6 Rekommendationer

Utgångspunkten för Riksrevisionens rekommendationer är att det är styrelsens och ledningens ansvar att bolaget sköts föredömligt väl inom de ramar lagstiftningen ger och i enlighet med ägarens långsiktiga intressen. Det är viktigt att ägarförvaltningen avgör på vilket sätt den ska agera genom riktlinjer, rapporteringskrav, erfarenhetsutbyte eller styrdialog för att uppfylla riksdagens krav, utan att begränsa styrelsernas möjlighet att utföra sina uppgifter. Styrelserna bör stödjas att fullgöra sina uppgifter utan att deras ansvar rubbas eller blir oklart i förhållande till aktiebolagslagen.

Utgångspunkten för rekommendationerna är också att en finanspolicy ska beslutas av styrelsen och den ska ange inriktning för finansförvaltningen, klarlägga gränser för risktagandet, fördela mandat och tydliggöra ansvarsfördelningen. Den ska årligen utvärderas och beslutas av styrelsen. Styrelsen ska också se till att policyn tillämpas. Finanspolicyn bör vara ett samlat dokument för styrningen av finansförvaltningen och därför även klargöra sambandet mellan finansförvaltningen och affärsverksamheten. Styrelsens, ledningens och finansförvaltningens riskmandat ska vara så tydligt angivet att ansvarsfördelningen dem emellan är klar. Finanspolicyn ska ha en så god precision att den styr och sätter tydliga gränser för finansförvaltningen. På detta sätt skapas också rimliga förutsättningar för att uppnå en god intern kontroll.

#### Bolagen

**Styrelsen och ledningen för Akademiska Hus AB, Specialfastigheter Sverige AB, Vasakronan AB, Vasallen AB och i något avseende Jernhusen AB bör, i enlighet med Riksrevisionens bedömningar för respektive bolag, överväga att**

- se över och förbättra gällande finanspolicy med avsikt att finanspolicyn ska vara ett starkt styrinstrument för styrelsen.

- aktivt pröva sina riskbedömningar och låta undersöka alternativa låne- och placeringsmöjligheter på marknaden för att på så sätt förbättra det ekonomiska resultatet.

#### Regeringen/ägarförvaltningen

**För att uppfylla riksdagens krav på effektivitet, avkastning och strukturanpassning i fastighetsbolagens finansförvaltning, bör regeringen i sin roll som ägarförvaltare överväga att**

- mer aktivt följa fastighetsbolagens finansiella utveckling och finansförvaltning; bl.a. bolagens utformning och utvärdering av sina finanspolicer, pröva vid styrelsenomineringarna behovet av finansiell sakkunskap i styrelserna och ta fram *best practice* för finanspolicyn,
- återföra kapital till staten från Vasallen AB samt pröva kapitalstrukturen även i övriga granskade bolag.



## Referenser

### **Riksdagstryck**

- Bet. 1992/93:FiU8 *Ny organisation för förvaltning av statens fastigheter och lokaler, m.m.*
- Bet. 1995/96:NU26 *Aktiv förvaltning av statens företagsägande.*
- Bet. 1996/97:FiU20 *Riktlinjer för den ekonomiska politiken, utgiftstak, ändrade anslag för budgetåret 1997, m.m.*
- Bet. 1997/98:FiU25 *Statlig fastighetsförvaltning och lokalförsörjning, m.m.*
- Bet. 2000/01:FiU27 *Tilläggsbudget 1 för budgetåret 2001.*
- Bet. 2001/02:TU1 *Utgiftsområde 22 Kommunikationer.*
- Bet. 2003/04:FIU21 *Tilläggsbudget 1 för 2004.*
- Prop. 1992/93:37 *Ny organisation för förvaltning av statens fastigheter och lokaler, m.m.*
- Prop. 1995/96:141 *Aktiv förvaltning av statens företagsägande.*
- Prop. 1997/98:137 *Förvaltning av statens fastigheter och statliga myndigheters lokalförsörjning m.m.*
- Prop. 2000/01:100 *2001 års ekonomiska vårproposition.*
- Rskr. 1992/93:123.
- Rskr. 1995/96:302.
- Rskr. 1996/97:284.
- Rskr. 1997/98:252.
- Rskr. 2000/01:279.
- Rskr. 2001/02:125.
- Rskr. 2003/04:273 och 274.
- Skr. 2001/02:141 *Redogörelse för bolagiseringen av affärsverket Statens järnvägar.*
- Skr. 2004/05:120 *2005 års redogörelse för företag med statligt ägande.*
- Skr. 2005/06:120 *2006 års redogörelse för företag med statligt ägande.*

### **Material från Regeringskansliet**

- Riktlinjer: *Anställningsvillkor för personer i företagsledande ställning samt för incitamentsprogram för anställda i statliga företag N3055*
- Riktlinjer för extern ekonomisk rapportering för företag med statligt ägande N2022
- Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2005.

## **Bolagsmaterial**

### *Akademiska Hus AB*

AkaVision, strategidokument med bl.a affärsplaner.

Finanspolicy

Information till styrelsen för Akademiska Hus AB vid bolagsstämman den 26 april 2005.

Låneportfölj

Protokoll fört vid ordinarie bolagsstämma för Akademiska Hus AB den 26 april 2005.

Årsredovisning 2004.

Årsredovisning 2005.

### *Jernhusen AB*

Bokslutskommuniké 2005.

Finanspolicyer

Låneportfölj

Protokoll från styrelsemöte i Jernhusen AB 2004-02-11.

Årsredovisning 2004

Årsredovisning 2005

### *Specialfastigheter Sverige AB*

Finanspolicy

Information till styrelsen för Specialfastigheter Sverige AB vid bolagsstämman den 28 april 2005.

Låneportfölj

Styrelseprotokoll nr 47 2002.

Årsredovisning 2004

Årsredovisning 2005.

### *Vasallen*

Bokslutskommunikén 2005.

Bokslutskommuniké januari–december 2005.

Finanspolicy

Information till styrelsen för Vasallen AB vid bolagsstämman den 6 april 2005.

Placeringsportfölj

Protokoll fört vid ordinarie bolagsstämma för Vasallen AB torsdag 22 april 2004.

Protokoll fört vid ordinarie bolagsstämma för Vasallen AB onsdagen 6 april 2005.

Årsredovisning 2003.

Årsredovisning 2004.

Årsredovisning 2005.

*Vasakronan*

Finanspolicyer

Låneportfölj

Årsredovisning 2004

Årsredovisning 2005.

### **Övrigt material**

FAR:RS 200 2SE *Revisionens mål*.

FAR-meddelande 16, 12 juni 2006.

Riksgäldskontoret – *Den svenska statskulden nr 780*, 31 december 2005.

Hallgren, Örjan (2002) *Finansiell strategi och styrning*. 8.e uppl.

Helsingborg: Ekonomibok Förlag AB.



# Bilaga 1 Kort beskrivning av finansieringsförutsättningar och finansiella risker

## Finansieringsförutsättningar

Det finns många tekniker och metoder, och kombinationer av dessa, som ett bolag kan använda för att finansiera sin verksamhet. Vanligtvis kombineras olika åtgärder med hänsyn tagen till kostnadsminimering, riskhantering och flexibilitet. Dessutom kombinerar man oftast finansieringsfaciliteterna med möjligheter att använda olika sk. derivatinstrument för att reducera riskerna. Nedan följer en översiktlig och generell beskrivning av olika finansieringsupplägg.

### Traditionell upplåning

Det historiskt sett traditionella upplåningsförfarandet hos fastighetsbolagen har varit och är fortfarande att ta upp långfristiga fast förräntade lån hos bostadsfinansieringsinstitut. Räntorna binds då för 2 till 10 år i taget och amorteringsplanerna löper på perioder upp till 50 till 60 år.

### Kreditramar

Det vanligaste förfaringssättet i dag är att man skapar olika former av kreditramar. Dessa faciliteter, vars konstruktion är föremål för bilaterala förhandlingar mellan bolaget och det finansiella institutet, kan vara konstruerade på olika sätt.

Det vanligaste upplägget för kreditramar är att man skapar en kreditfacilitet som löper över en tidsperiod upp till 5 år med en i förväg bestämd ränta eller marginal gentemot exempelvis Stibor, vidare att det finns möjlighet för kunden att variera räntebindningstiden på finansieringen inom ramen för detta kreditupplägg. Normalt brukar man också skapa en derivatram i samband med ett upplägg med kreditramar. Detta görs för att exempelvis använda s.k. swappar för att ändra sin räntebindning över tiden och att i förekommande fall kunna använda derivatmarknaden för att minska sin finansieringskostnad.

Villkoren för kreditramarna är föremål för förhandlingar mellan bolaget och det finansiella institutet. Förutom prissättningen på kreditramen gäller detta även löptiden på kreditramen. Från och till kan det vara prismässigt

intressant att skapa långfristiga kreditfaciliteter eller kreditramar på löptider upp till 10 till 15 år. Med sådana långa löptider kan man minska den basrisk som bolag med stora låneportföljer är utsatta för, dvs. risken att marginalen mellan exempelvis Stibor och bolagets upplåningskostnad varierar över tiden.

Generellt sett är bedömningen att de svenska bankerna är flexibla när det gäller att skapa kreditramar som är väl anpassade till det enskilda bolagets behov.

### Marknadsprogram

Marknadsprogram innebär att bolaget via en eller flera emittentbank(er) finansierar sig direkt på penning- och obligationsmarknaden.

Det finns olika varianter av marknadsprogram med olika egenskaper ägnade att möta bolagets finansieringsbehov. Normalt kombinerar man även marknadsprogrammen med olika typer av kreditfaciliteter och "back-up liner" samt derivatramar. Detta för att maximera flexibiliteten och ha möjlighet att finansiera sig där det är mest kostnadseffektivt vid varje tidpunkt.

Även om det finns undantag krävs som regel att bolaget låter betygsätta själva företaget och/eller marknadsprogrammet via ratinginstitut som exempelvis Standard & Poor's eller Moodys. Detta görs för att optimera antalet placerare, priset och likviditeten i papperet.

Undantaget är korta certifikatprogram där det emitterade papperet har en begränsad löptid upp till 12 månader (360 dagar). Det finns flera exempel på bolag utan rating som använder korta certifikat som upplåningsinstrument utan egentlig prisdifferens mot bolag med rating.

Ett vanligt förfaringssätt, för bolagen, när man arbetar med ett marknadsprogram är att bevaka prissättningen på marknaden vad gäller det aktuella programmet jämfört med prissättningen på en befintlig kreditram samt back-up-faciliteten. Därefter finansierar man sig där det är billigast antingen via att emittera marknadspapper, via ramen eller kreditfaciliteten. Räntederivat används sedan för att uppnå önskvärd räntebindningstid i låneportföljen.

Som nämndes ovan finns det en rad olika typer marknadsprogram. Nedan redovisas ett par exempel;

- *Certifikat*, som är det vanligast förekommande bland bolagen, är enkla skuldebrev med löptider upp till maximalt ett år. Vanligaste löptiden på ett certifikat är tre månader.
- *Företagsobligationer eller MTN-program* (Medium Term Note) med olika löptider som fungerar som traditionella obligationer.

Det finns flera sätt att emittera ett marknadsprogram antingen via en emittentbank som i sin tur försäkrar sig om att fler banker kan köpa marknads-papperet. Man kan ha flera banker som agerar som s.k. market makers dvs. ställer priser i certifikaten.

För större program som kräver en god spridning kan en s.k. tender panel vara lämpligt. Upplägget innebär att agentbanken bildar ett syndikat av banker som i tävlan (via auktion) med varandra skall bjuda på de marknads-papper som ska ges ut.

Företagens agerande på lånemarknaden är numera sofistikerat bland annat på så sätt att man ofta använder speciellt konstruerade program anpassade efter den egna riskhanteringen samt placerarnas önskemål. Man kopplar även numera finansieringsprogrammen till derivatramar och kreditfaciliteter i bankerna på ett helt annat sätt än tidigare.

### **Kreditlinor och lånelöften**

En kreditlina, eller kort lånelöfte, skall ha en i förväg fastställd marginal mot en basränta, vanligtvis Stibor.

Tanken med att använda kreditlinan är exempelvis i en situation om marknaden prissätter bolagets marknadsprogram relativt dåligt och man därför väljer att under en övergångsperiod använda kreditlinan.

En kreditlina kan också ses som ett försäkringsinstrument på så sätt att bolaget kan använda faciliteten i en turbulent marknadssituation när bolagets normala marginaler har vidgats på grund av sannolikt tillfälliga störningar i finansmarknaden.

Längre lånelöften som sträcker sig över flera år syftar till att hantera bas- och även refinansieringsrisken. Längre kreditlöften, som också ska vara prissatta mot Stibor, har en högre kostnad jämfört med den korta upplåningen.

### **Prissättning**

Prissättningen varierar i förhållande till bolagens rating. Nedanstående uppställning visar den aktuella prissättningen mellan olika ratingkategorier samt kort och lång upplåning. Skillnaden i prissättning mellan att använda marknadsprogram eller att utnyttja kreditfacilitet i bank är vanligtvis mycket liten.

Rating (Standard & Poor's)	Kort finansiering i relation till Stibor	Lång finansiering 5 år i relation till swap
AA+	Minus 10 till 15 bps	Plus 10 till 15 bps
AA	Minus 10 till 15 bps	Plus 10 till 15 bps
AA-	Minus 7 till 14 bps	Plus 15 till 20 bps
A+	Minus 5 till 10 bps	Plus 20 till 30 bps

För att hantera basrisken, enligt tidigare, bör en stor låntagare även ha bekräftade långfristiga kreditlöften som står i relation till Stibor. För ett bolag med rating AA ligger priset på kreditlöften, 10 miljarder kronor på 10 år, på mellan 3 till 5 räntepunkter (hundredels procent) och i den mån man utnyttjar krediten blir priset swap plus 10 till 15 räntepunkter.

### Derivatinstrument

På räntemarknaden förekommer ett antal s.k. derivatinstrument. Dessa instrument karakteriseras av att man byter ränteströmmar med en motpart. Exempel på detta är en ränteswap som innebär att man kan ändra räntebindningen för ett underliggande lån utan att förändra lånets avtalsvillkor. Derivatinstrument används i huvudsak för att hantera ränterisken i en finansportfölj exempelvis för att uppnå önskad räntebindningsstruktur i en låneportfölj.

### Finansiella risker

I finansförvaltningen görs åtskillnad mellan operativa risker och marknadsrisker. I det här avsnittet beskrivs de olika risker som ett bolag är exponerat för och som därför bör finnas definierade och reglerade i bolagets finanspolicy. Ytterligare fördjupningar och förklaringar av vissa begrepp har inte gjorts inom ramen för denna förstudie.

### Operativa risker

Operativ risk kan definieras som risken för förlust orsakad av brister i ett bolags egna beslut och hantering av sin finansverksamhet. Det gäller intern verksamhet, exempelvis ledning, medarbetare, processer, externa händelser och sammanhang som påverkar bolagets verksamhet, exempelvis brottslighet. Även legala risker som i det här sammanhanget framför allt gäller kvalitetssäkring av avtal gällande kreditfaciliteter, derivatinstrument samt annan liknande dokumentation, ingår i begreppet operativa risker.

### Marknadsrisker

Med marknadsrisker avses, i det här sammanhanget, förändringar i marknaden som påverkar värdet och risken i bolagets finansiella exponering.



I begreppet ingår ett antal risker som har relevans för bolagets finansiella situation. Nedan beskrivs de aktuella riskerna.

Definition av *ränterisk*, *riskfaktor* och *rotationsrisk*

En populärversion av *ränterisken* skulle kunna skrivas enligt nedan:

Ränterisk definieras som en icke initial påverkbar räntekostnadsökning eller förändring av värdet på räntebärande tillgångar och skulder. Ränterisk uppstår i samband med att skuldportföljens exponeringar i räntebindning blir utsatta för påverkan i takt med förändringar på penning- och obligationsmarknaden.

Därutöver kan det finnas en närmare definition av ränterisken som skulle kunna beskrivas i en bilaga till finanspolicyn, enligt nedan:

Begreppet *ränterisk* består dels av exponering dvs. summan av de kapitalvärden som förändras om vissa givna händelser inträffar, exempelvis om räntan förändras med en procent, dels av risk med vilket menas storleken på ränteförändringen.

*Ränterisk* beror enligt denna definition på fyra förhållanden, nämligen:

1. *Verkan*

Hur stor blir skadan om räntan förändras, t.ex. hur mycket faller en fast förräntad obligationsportfölj i värde om räntan stiger med en procent?

2. *Sannolikhet*

Hur sannolik är händelsen i fråga dvs. vilken är sannolikheten att räntan rör sig med en procent?

3. *Volatilitet*

Hur mycket kan, exempelvis, räntan förändras momentant dvs. under en dag? En eller två procent?

Med volatilitet eller riskfaktor menas alltså storleken på den momentana ränteförändringen d.v.s. att räntan momentant och maximalt kan variera med exempelvis en procent.

4. *Rotationsrisk*

Rotationsrisk innebär att räntorna rör sig olika mycket och inte alltid åt samma håll i olika tidssegment på avkastningskurvan. Detta innebär att bolaget i sin riskhantering inte enbart kan utgå från antagandet att räntan maximalt och momentant kan variera med exempelvis en procent; det är nödvändigt att ha olika riskfaktorer i olika tidssegment på avkastningskurvan. Eftersom långa och korta räntor, förutom att de har olika varians, även kan röra sig åt olika håll kan man inte riskmässigt kvitta korta och långa positioner mot varandra. Ett sätt att hantera rotationsrisken är att bestämma hur stor andel av portföljen som maximalt får förfalla inom olika tidsintervall.

### Definition av basrisk eller spreadrisk

*Basrisken* som ingår i begreppet ränterisk definieras som den risk som uppkommer beroende på marknadens förändringar i prissättning av olika kreditvärdigheter och likviditet. Risken består i att denna prissättning kan variera och leda till en fördyring av låneräntan jämfört med en standardränta, exempelvis Stibor.<sup>72</sup>

### Definition av refinansieringsrisk

Med *refinansieringsrisk* menas att utlovad finansiering dras tillbaka samt att det uppstår svårigheter av allvarlig natur att refinansiera en låneportfölj eller att det tillfälligtvis uppstår störningar på marknaden vilket gör att nyupp-låningen inte kan ske till rimliga kostnader.

### Definition av betalningsberedskap

Denna risk innebär att bolaget inte har likvida medel för förutsedda och oförutsedda betalningar.

### Definition av valutarisker

Med *valutarisk* avses risken att tillgångar och skulder förändras i värde till följd av förändringar i valutakurser. Valutarisker kan vara antingen transaktionsrisk eller translationsrisk.

*Transaktionsrisk eller cash flow-risk.* Den kursrisk ett företag med betalningsflöden i annan valuta är exponerad för.

*Translationsrisk eller balansexponering.* Den kursrisk ett företag är utsatt för om tillgångar och skulder inte är i samma valuta.

### Definition av likviditetsrisk

*Likviditetsrisk* är kostnaden i kronor för att i förtid avyttra en likvid tillgång (värdepapper). Kostnaden är dels en funktion av spreadens storlek dvs. skillnaden mellan köp- och säljränta eller kurs, dels den återstående löptiden på värdepappret.

### Definition av kredit och motpartsrisker

Med *kreditrisk* menas att en låntagare inte kan betala ränta och kapitalbelopp på förfallodag. En annan typ av kreditrisk är de s.k. *motpartsriskerna*. Denna risk, som innebär att en motpart inte klarar av att uppfylla sina åtaganden

---

<sup>72</sup> STIBOR står för Stockholm Interbank Offered Rate, den ränta som bankerna betalar på den svenska interbankmarknaden. Stibor-fix är den räntesats som utgör genomsnittet (med undantag av högsta och lägsta notering) av de räntesatser som klockan 11:00 noteras av utvalda banker i Sverige på interbankmarknaden i Stockholm för lån i svenska kronor.

enligt avtal, är framförallt aktuell i handel med derivatinstrument som exempelvis swappar. Motpartsrisken begränsas till eventuell utebliven ränteintäkt.



## Bilaga 2 Jämförelse av genomsnittsränta

En jämförelse av Vasakronans och andra fastighetsbolags genomsnittliga ränta vid en granskningstidpunkt våren 2005 och vid motsvarande tidpunkt ett år senare, dvs. våren 2006

Avdrag eller påslag på redovisad snittränta uttryckt som en premie i jämförelse med Vasakronan.

### Våren 2005

Företag / kategori	Snittränta	Kreditvärdighet	Fastighetstyp	Duration	Totalt
Vasakronan	4,65%	0%	0%	0%	<b>4,65 %</b>
Fyra statliga fastighetsbolag	4,3% – 5,1%	-0,1% - 0,2%	-0,1% - 0,1%	-1,3% - 0,5%	<b>4,48 %</b>
Fem börsnoterade fastighetsbolag	3,4% - 4,5%	0,0% - 0,2%	-0,2% - 0,2%	-0,4% - 0,4%	<b>3,78 %</b>
Fem kommunala fastighetsbolag	2,8% - 3,6%	0,2%	0,2%	-0,4% - 0,3%	<b>3,54 %</b>
Två privatägda fastighetsbolag	2,8% - 4,9%	-0,2% – 0,1%	0,2%	-0,2% - 0,1%	<b>3,75 %</b>

Snitträntan för jämförelsebolagen var 3,92% våren 2005 att jämföra med Vasakronans 4,65%.

### Våren 2006

Företag / kategori	Snittränta	Kreditvärdighet	Fastighetstyp	Duration	Totalt
Vasakronan	3,7%	0%	0%	0%	<b>3,7 %</b>
Fyra statliga fastighetsbolag	4,3% – 5,1%	-0,1% - 0,2%	-0,1% - 0,1%	-1,3% - 0,6%	<b>3,73 %</b>
Fem börsnoterade fastighetsbolag	3,4% - 4,5%	0,0% - 0,2%	-0,2% - 0,2%	-0,2% - 0,5%	<b>3,38 %</b>
Fem kommunala fastighetsbolag	2,8% - 3,6%	0,2%	0,2%	-1,1% - 0,3%	<b>3,25 %</b>
Två privatägda fastighetsbolag	2,8% - 4,9%	-0,2% – 0,1%	0,2%	-0,4% - 0,3%	<b>3,42 %</b>

Snitträntan för jämförelsebolagen var 3,45% våren 2006 att jämföra med Vasakronans 3,7%.



## Tidigare utgivna rapporter från Riksrevisionen

2003	2003:1	Hur effektiv är djurskyddstillsynen?
2004	2004:1	Länsplanerna för regional infrastruktur – vad har styr prioriteringarna?
	2004:2	Förändringar inom kommittéväsendet
	2004:3	Arbetslöshetsförsäkringens hantering på arbetsförmedlingen
	2004:4	Den statliga garantimodellen
	2004:5	Återfall i brott eller anpassning i samhället – uppföljning av kriminalvårdens klienter
	2004:6	Materiel för miljarder – en granskning av försvarets materieförsörjning
	2004:7	Personlig assistans till funktionshindrade
	2004:8	Uppdrag statistik <i>Insyn i SCB:s avgiftsbelagda verksamhet</i>
	2004:9	Riktlinjer för prioriteringar inom hälso- och sjukvård
	2004:10	Bistånd via ambassader – en granskning av UD och Sida i utvecklingssamarbetet
	2004:11	Betyg med lika värde? – en granskning av statens insatser
	2004:12	Höga tjänstemäns representation och förmåner
	2004:13	Riksrevisionens årliga rapport 2004
	2004:14	Arbetsmiljöverkets tillsyn
	2004:15	Offentlig förvaltning i privat regi – statsbidrag till idrottsrörelsen och folkbildningen
	2004:16	Premiepensionens första år
	2004:17	Rätt avgifter? – statens uttag av tvingande avgifter
	2004:18	Vattenfall AB – Uppdrag och statens styrning
	2004:19	Vem styr den elektroniska förvaltningen?
	2004:20	The Swedish National Audit Office Report 2004
	2004:21	Försäkringskassans köp av tjänster för rehabilitering
	2004:22	Arlandabanan <i>Insyn i ett samfinansierat järnvägsprojekt</i>
	2004:23	Regelförenklingar för företa
	2004:24	Snabbare asylprövning
	2004:25	Sjukpenninganslaget – utgiftsutveckling under kontroll?
	2004:26	Utgift eller inkomstavdrag? – Regeringens hantering av det tillfälliga sysselsättningsstödet
	2004: 27	Stödet till polisens brottsutredningar
	2004:28	Regeringens förvaltning och styrning av sex statliga bolag
	2004:29	Kontrollen av strukturfonderna
	2004:30	Barnkonventionen i praktiken
2005	2005:1	Miljömålsrapporteringen – för mycket och för lite
	2005:2	Tillväxt genom samverkan?
	2005:3	Arbetslöshetsförsäkringen – kontroll och effektivitet
	2005:4	Miljögifter från avfallsförbränningen – hur fungerar tillsynen
	2005:5	Från invandrapolitik till invandrapolitik
	2005:6	Regionala stöd – styrs de mot ökad tillväxt?
	2005:7	Ökad tillgänglighet i sjukvården? – regeringens styrning och uppföljning
	2005:8	Representation och förmåner i statliga bolag och stiftelser

- 2005:9 Statens bidrag för att anställa mer personal i skolor och fritidshem
- 2005:10 Samordnade inköp
- 2005:11 Bolagiseringen av Statens järnvägar
- 2005:12 Uppsikt och tillsyn i samhällsplaneringen – *intention och praktik*
- 2005:13 Riksrevisionens årliga rapport 2005
- 2005:14 Förtidspension utan återvändo
- 2005:15 Marklösen *Finns förutsättningar för rätt ersättning?*
- 2005:16 Statsbidrag till ungdomsorganisationer – *hur kontrolleras de?*
- 2005:17 Aktivitetsgarantin – *Regeringen och AMS uppföljning och utvärdering*
- 2005:18 Rikspolisstyrelsens styrning av polismyndigheterna
- 2005:19 Rätt utbildning för undervisningen *Statens insatser för lärarkompetens*
- 2005:20 Statliga myndigheters bemyndiganderedovisning
- 2005:21 Lärares arbetstider vid universitet och högskolor – *planering och uppföljning*
- 2005:22 Kontrollfunktioner – *två fallstudier*
- 2005:23 Skydd mot mutor *Läkemedelsförmånsnämnden*
- 2005:24 Skydd mot mutor *Apoteket AB*
- 2005:25 Rekryteringsbidrag till vuxenstuderande – *uppföljning och utbetalningskontroll*
- 2005:26 Granskning av Statens pensionsverks interna styrning och kontroll av informationssäkerheten
- 2005:27 Granskning av Sjöfartsverkets interna styrning och kontroll av informationssäkerheten
- 2005:28 Fokus på hållbar tillväxt? *Statens stöd till regional projektverksamhet*
- 2005:29 Statliga bolags årsredovisning
- 2005:30 Skydd mot mutor *Banverket*
- 2005:31 När oljan når land – *har staten säkerställt en god kommunal beredskap för oljekatastrofer?*
- 2006 2006:1 Arbetsmarknadsverkets insatser för att minska deltidsarbetslösheten
- 2006:2 Regeringens styrning av Naturvårdsverket
- 2006:3 Kvalitén i elöverföringen – *finns förutsättningar för en effektiv tillsyn*
- 2006:4 Mer kemikalier och bristande kontroll – *tillsynen av tillverkare och importörer av kemiska produkter*
- 2006:5 Länsstyrelsernas tillsyn av överförmyndare
- 2006:6 Redovisning av myndigheters betalningsflöden
- 2006:7 Begravningsverksamheten – *förenlig med religionsfrihet och demokratisk styrning?*
- 2006:8 Skydd mot korruption i statlig verksamhet
- 2006:9 Tandvårdsstöd för äldre
- 2006:10 Punktskattekontroll – mest reklam?
- 2006:11 Vad och vem styr de statliga bolagen?
- 2006:12 Konsumentskyddet inom det finansiella området – *fungerar tillsynen?*
- 2006:13 Kvalificerad yrkesutbildning – *utbildning för marknadens behov?*
- 2006:14 Arbetsförmedlingen och de kommunala ungdomsprogrammen
- 2006:15 Statliga bolag och offentlig förvaltning
- 2006:16 Socialstyrelsen och de nationella kvalitetsregistren inom hälso- och sjukvården



- 2006:17 Förvaltningsutgifter på sakanslag
- 2006:18 Riksrevisionens Årliga rapport
- 2006:19 Statliga insatser för nyanlända invandrare
- 2006:20 Styrning och kontroll av regeltillämpningen inom socialförsäkringen

Beställning: [publikationsservice@riksrevisionen.se](mailto:publikationsservice@riksrevisionen.se)