



RIKSREVISIONEN

RiR 2007:30

# Så förvaltas förmögenheten

*– fem stiftelsers kapitalförvaltning och regeringens  
roll som stiftare*

ISBN 978 91 7086 132 1

RiR 2007:30

Tryck: Riksdagstryckeriet, Stockholm 2007

---

Till regeringen  
Utbildningsdepartementet

Datum: 2007-12-14  
Dnr: 33-2006-1308

## Så förvaltas förmögenheten – fem stiftelsers kapitalförvaltning och regeringens roll som stiftare

Riksrevisionen har granskat kapitalförvaltningen i fem stiftelser bildade av staten och regeringens roll som stiftare. Resultatet av granskningen redovisas i denna granskningsrapport. Företrädare för de granskade stiftelserna och Regeringskansliet har fått tillfälle att faktagranska ett utkast till slutrapport.

Rapporten innehåller slutsatser och rekommendationer som avser de granskade stiftelserna. Rapporten skickas därför för kännedom till stiftelserna.

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

Riksrevisor *Lennart Grufberg* har beslutat i detta ärende. Revisionsdirektör *Astrid Hofslagare* har varit föredragande. Revisionsråd *Hans Noaksson* och revisionschef *Göran Hyltander* har medverkat i den slutliga handläggningen.

Lennart Grufberg

Astrid Hofslagare

*För kännedom:*

Stiftelsen för kunskaps- och kompetensutveckling (KK-stiftelsen)  
Stiftelsen för strategisk forskning (SSF)  
Stiftelsen för forskning inom områden med anknytning till Östersjöregionen och Östeuropa (Östersjöstiftelsen)

Stiftelsen för internationalisering av högre utbildning och forskning (STINT)  
Stiftelsen Chalmers tekniska högskola (Chalmersstiftelsen)



# Innehåll

Sammanfattning	7
1 Inledning	11
1.1 Motiv för granskningen	11
1.2 Revisionsfrågor	12
1.3 Utgångspunkter	12
1.4 Granskningens genomförande	17
2 Stiftelsernas kapitalförvaltning – iakttagelser och bedömningar	19
2.1 Strategi	20
2.2 Organisation, styrning och kostnader	26
2.3 Förvaltningsresultat	36
2.4 Rapportering	43
2.5 Överväganden om stiftelsernas kapitalförvaltning	45
2.6 Sammanfattande bedömningar	50
3 Regeringens påverkan på stiftelsernas kapitalförvaltning – iakttagelser och bedömningar	53
3.1 Bakgrund	53
3.2 Iakttagelser	55
3.3 Bedömningar	57
3.4 Sammanfattande bedömningar	61
4 Riksrevisionens slutsatser	63
4.1 Kapitalförvaltningen lever upp till föreskrifterna	63
4.2 Kapitalförvaltningen har dock vissa avvikelser mot best practice	63
4.3 Förvaltningsresultaten skiljer sig åt	65
4.4 Rapporteringen följer best practice med vissa brister	65
4.5 Regeringen borde ha skaffat sig ett bättre kunskapsunderlag	66
5 Riksrevisionens rekommendationer	67
Källförteckning	69
Ordlista	71



# Sammanfattning

## Riksrevisionen har granskat fem stiftelser

Riksrevisionen har granskat kapitalförvaltningen under åren 2002 till 2007 i fem stiftelser. Stiftelserna bildades av staten i början av 1990-talet av löntagarfondsmedel.

- Stiftelsen för kunskaps- och kompetensutveckling (KK-stiftelsen)
- Stiftelsen för strategisk forskning (SSF)
- Stiftelsen för forskning inom områden med anknytning till Östersjöregionen och Östeuropa (Östersjöstiftelsen)
- Stiftelsen för internationalisering av högre utbildning och forskning (STINT)
- Stiftelsen Chalmers tekniska högskola (Chalmersstiftelsen)

## Har kapitalförvaltningen i stiftelserna hanterats på ett kvalificerat sätt?

Granskningens övergripande frågeställning är om kapitalförvaltningen i stiftelserna hanterats på ett kvalificerat sätt. Med utgångspunkt i detta har följande tre revisionsfrågor formulerats:

1. Har stiftelsernas styrelser, givet den planerade utbetalningsstrukturen i stiftelsens stadgar, förvaltat sin förmögenhet så att de finansiella riskerna begränsas och möjligheterna till god avkastning tas till vara?
2. Följer stiftelserna regler och praxis i fråga om redovisning av avkastning på kapital med mera?
3. Använder regeringen sina möjligheter att påverka stiftelsernas kapitalförvaltning så att riksdagens intentioner tillgodoses?

## Granskningen består av två delar

I den första delen behandlar vi

- hur strategierna för kapitalförvaltningen tagits fram och formulerats
- hur stiftelsernas kapitalförvaltning styrs och är organiserad
- vilken avkastning stiftelserna åstadkommit genom sin kapitalförvaltning
- hur rapporteringen ser ut för kapitalförvaltningen.

Vår utgångspunkt har varit att jämföra stiftelsernas kapitalförvaltning mot stiftelsernas föreskrifter och mot *best practice*. Med *best practice* avses ett allmänt accepterat förhållningssätt i branschen, i detta fall kapitalförvaltande organisationer, som också möter höga kvalitetskrav.

Den andra delen granskar regeringens förhållningssätt till stiftelserna. Riksrevisionen har utrett vilka möjligheter regeringen har att påverka stiftelsernas kapitalförvaltning och sedan granskat hur regeringen har agerat. Vi har i denna del utgått ifrån stiftelselagen, stiftelsernas föreskrifter och riksdagsuttalanden.

## Riksrevisionens iakttagelser och slutsatser

### *Kapitalförvaltningen lever upp till föreskrifterna*

Riksrevisionen gör bedömningen att stiftelsernas styrelser har förvaltat sin förmögenhet så att riskerna begränsats och möjligheterna till god avkastning tagits till vara, och de lever därmed upp till stiftelsernas föreskrifter. Stiftelserna har valt strategier för sin kapitalförvaltning som stämmer överens med de mål som finns i verksamheten, och kapitalförvaltningen utförs i enlighet med vald strategi.

### *Kapitalförvaltningen har dock avvikelser mot best practice*

Riksrevisionen bedömer att stiftelsernas strategi, organisation, styrning, förvaltningskostnader och rapportering i viktiga avseenden följer *best practice* även om det finns vissa avvikelser. När det gäller underlag till strategierna saknas generellt delar av den analytiska ansats som normalt ingår i en så kallad ALM-analys. ALM står för Asset Liability Modelling. I en ALM-analys ställer man tillgångar och skulder i form av framtida åtaganden emot varandra och gör vissa antaganden om möjliga avkastnings- och risknivåer samt bedömer sannolikheten för att nå uppsatta mål. Riksrevisionen anser att kapitalförvaltningens strategier bör grundas på underlag med den analytiska ansats som normalt ingår i en ALM-analys.

Det finns vissa avvikelser mot *best practice* inom områdena *organisation, internkontroll, placeringspolicy* och *rapportering*.

I vissa stiftelsers organisation finns brister i hur tydlig arbetsfördelningen är mellan styrelse, rådgivande organ och kapitalförvaltning. I vissa styrelser har viktiga policybeslut överlåtits till ett rådgivande organ.

Internkontrollen utvärderas inte regelbundet.

I stiftelsernas placeringspolicier finns flera avvikelser mot *best practice*.



Några typiska brister är att en kvantifierad risktolerans saknas och att det saknas definitioner på tillgångslag, marknader, risker och hur risker mäts.

Den interna rapporteringen av kapitalförvaltningen är i stort sett ändamålsenlig och enligt *best practice*. Men det finns vissa avvikelser, till exempel inom riskrapportering och kostnadsredovisning. I den externa redovisningen bör vissa stiftelser beskriva kapitalförvaltningens mål och risktagande mer utförligt.

### *Förvaltningsresultaten skiljer sig åt*

De genomsnittliga förvaltningsresultaten skiljer sig betydligt åt, dels beroende på att de fem stiftelserna har olika förutsättningar och har valt olika strategier, dels på att de haft olika stor framgång i förvaltningen. Det genomsnittliga förvaltningsresultatet under perioden för Östersjöstiftelsen och KK-stiftelsen överträffar med god marginal relevanta jämförelseindex. SSF överträffar sitt jämförelseindex. Chalmersstiftelsen och STINT når inte upp till jämförelseindex.

### *Regeringen borde ha skaffat sig ett bättre kunskapsunderlag*

Regeringen har möjlighet att ändra i vissa av de granskade stiftelsernas föreskrifter. Regeringen har använt den möjligheten i ett avseende: för att utse styrelseledamöter i stiftelsernas styrelser. Regeringen får som stiftare utvärdera och följa upp stiftelsernas kapitalförvaltning för att kunna ta till vara statens intressen som stiftare och för att få ett kunskapsunderlag för att kunna avgöra om det finns behov av att ändra något i stiftelsernas föreskrifter. Regeringen har inte gjort några egna utvärderingar. Regeringskansliet har dock tagit del av granskningsrapporter från Kungl. Vetenskapsakademien och Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien som i vissa fall behandlat kapitalförvaltningen.

Regeringen ger ingen samlad information till riksdagen om stiftelserna, förutom korta skrivningar i budgetpropositionerna och de forskningspolitiska propositionerna om de forskningsprojekt där stiftelserna är involverade som finansiärer. Detta trots att riksdagen, i samband med stiftelsernas bildande, utgick från att den hålls informerad om stiftelsernas verksamhet, resultat och eventuella problem.

Riksrevisionen bedömer att regeringen i begränsad utsträckning påverkat kapitalförvaltningen i de granskade stiftelserna. Regeringen borde ha skaffat sig ett bättre kunskapsunderlag än vad som varit fallet om kapitalförvaltningen i stiftelserna.

## Riksrevisionens rekommendationer

- Riksrevisionen rekommenderar stiftelsernas styrelser att arbeta utifrån *best practice* enligt rapporten, för att skapa bättre förhållanden inom strategi, organisation/styrning och rapportering.
- Riksrevisionen rekommenderar regeringen att förstärka utvärderingen av stiftelsernas kapitalförvaltning, för att få
  - ett mer kvalificerat underlag för att avgöra behovet av att ändra i stiftelsernas föreskrifter,
  - ett mer kvalificerat underlag för att utse styrelseledamöter, bland annat för att kunna säkerställa att stiftelsernas styrelser har relevant kompetens inom kapitalförvaltning.

# 1 Inledning

## 1.1 Motiv för granskningen

I den statliga sfären finns ett stort antal stiftelser, som självständigt förvaltar ett mycket omfattande kapital. Staten har som stiftare ett intresse av att ha insyn i om kapitalförvaltningen i statligt bildade stiftelser sköts på ett professionellt och ändamålsenligt sätt.

Riksrevisionen har till uppgift att bland annat granska statligt bildade stiftelser. I det underlag som låg till grund för beslutet att granska fanns iakttagelser som tyder på att det finns betydande variationer i hur kapitalförvaltningen organiserats, i riskbenägenheten och i den faktiska avkastningen på förmögenheterna i de stiftelser som staten bildat med medel från löntagarfonder. Riksrevisionen har mot denna bakgrund funnit anledning att göra en effektivitetsrevision av kapitalförvaltningen i fem utvalda stiftelser.

I valet av vilka stiftelser som ska granskas var det naturligt att välja sådana som har en omfattande verksamhet och en stor förmögenhet. Till de största statligt bildade stiftelserna hör de forskningsstiftelser och andra stiftelser som bildades i samband med upplösningen av löntagarfonderna i början av 1990-talet. De flesta av dessa stiftelser finansierar forskning och fördelar forskningsmedel. För att välja ut vilka stiftelser som skulle granskas användes följande parametrar:

- stiftelsen har ett stort kapital
- stiftelsen är inte nyligen granskad av Kungl. Vetenskapsakademien (KVA)
- stiftelsen kommer att fortsätta att existera i flera år till
- någon stiftelse med hög avkastning och någon med låg
- några stiftelser med intern och några med extern kapitalförvaltning.

Utifrån dessa parametrar valdes följande stiftelser ut:

- Stiftelsen för kunskaps- och kompetensutveckling (KK-stiftelsen)
- Stiftelsen för strategisk forskning (SSF)
- Stiftelsen för forskning inom områden med anknytning till Östersjöregionen och Östeuropa (Östersjöstiftelsen)
- Stiftelsen för internationalisering av högre utbildning och forskning (STINT)
- Stiftelsen Chalmers tekniska högskola (Chalmersstiftelsen)

Stiftelsernas verksamhet består huvudsakligen av att finansiera forskning.

## 1.2 Revisionsfrågor

Granskningens övergripande frågeställning är om kapitalförvaltningen i de undersökta stiftelserna har hanterats på ett kvalificerat sätt. Med utgångspunkt i detta har följande revisionsfrågor formulerats:

1. Har stiftelsernas styrelser, givet den planerade utbetalningsstrukturen i stiftelsens stadgar, förvaltat sin förmögenhet så att de finansiella riskerna begränsas och möjligheterna till god avkastning tas till vara?
2. Följer stiftelserna regler och praxis i fråga om redovisning av avkastning på kapital med mera?
3. Använder regeringen sina möjligheter att påverka stiftelsernas kapitalförvaltning så att riksdagens intentioner tillgodoses?

## 1.3 Utgångspunkter

### 1.3.1 Allmänt om stiftelser

En stiftelse bildas genom att egendom enligt ett skriftligt förordnande av en eller flera stiftare avskiljs för att varaktigt förvaltas som en självständig förmögenhet för ett bestämt ändamål. Stiftelsens egendom ska anses vara avskild när den tagits om hand av någon som har åtagit sig att förvalta den i enlighet med stiftelseförordnandet, 1 kap. 2 § stiftelselagen (1994:1220) (stiftelselagen). Föreskrifterna i stiftelseförordnandet ska följas vid förvaltningen av stiftelsens angelägenheter, om inte föreskrifterna strider mot någon bestämmelse i stiftelselagen. Om ett åtagande att förvalta stiftelsens egendom i enlighet med stiftelseförordnandet görs av en eller flera fysiska personer, föreligger *egen förvaltning*. Den eller de fysiska personer som har åtagit sig att förvalta stiftelsens egendom i enlighet med stiftelseförordnandet bildar styrelse för stiftelsen. Styrelsen svarar för att föreskrifterna i stiftelseförordnandet följs.<sup>1</sup>

### *Stiftelser bildade av staten*

Statliga stiftelser är bildade av staten<sup>2</sup>. Statliga stiftelser som staten ensam har bildat är mindre självständiga gentemot sin stiftare än andra stiftelser. Stiftaren kan ändra i vissa av stiftelsens föreskrifter eller upphäva dem utan att samråda med någon annan.

<sup>1</sup> 2 kap. 1 § stiftelselagen (1994:1220).

<sup>2</sup> 6 kap. 4 a § stiftelselagen.

### 1.3.2 Bedömningsgrunder

---

Bedömningsgrunder för revisionsfråga 1 och 2

---

#### *Riksdagens riktlinjer*

Förmögenhetsförvaltning regleras i stiftelselagen: ”I den mån det inte följer av stiftelseförordnande hur stiftelsernas förmögenhet ska vara placerad, svarar styrelsen eller förvaltaren för att förmögenheten är placerad på ett godtagbart sätt.”<sup>3</sup> Av de granskade stiftelsernas stiftelseförordnande följer hur förmögenheten ska vara placerad. Därför är inte stiftelselagen tillämplig som bedömningsgrund i detta avseende.

Inför riksdagens beslut om användning av löntagarfondsmedel för forskning uttalade sig utbildningsutskottet i frågan. Utskottet ansåg att ”en framgångsrik förmögenhetsförvaltning bör kunna medföra att stiftelsernas verksamhet utsträcks på obestämd tid. [...] Det anförda understryker vikten av en kvalificerad förmögenhetsförvaltning och att stiftelsernas finansiella insatser byggs upp successivt på grundval av deras självständiga bedömningar<sup>4</sup>.” Utskottet uttalade detta med anledning av att regeringen föreslog ”att [...] Den totala tiden för de föreslagna insatserna skulle uppgå till ca 15 år.”<sup>5</sup> Utbildningsutskottet uppfattade dock inte regeringens förslag som ett slutligt ställningstagande till hur länge verksamheten ska pågå, utan mer som ett riktmärke.

#### *Stiftelsernas föreskrifter*

I föreskrifterna för de stiftelser som är bildade med löntagarfondsmedel finns det ett avsnitt som behandlar förmögenhetsförvaltningen. I stadgarna för stiftelserna KK, STINT, SSF och Östersjöstiftelsen står skrivet: ”Styrelsen ansvarar för att stiftelsernas förmögenhet förvaltas på ett betryggande sätt så att riskerna begränsas och möjligheterna till god avkastning tas tillvara”. För den del av kapitalet som inte får förbrukas har Chalmersstiftelsen följande paragraf: ”... får omplaceras i andra tillgångar som ger betryggande säkerhet och rimlig avkastning”. I några av stiftelsernas ändamålsparagrafer står det att stiftelsens kapital inte får förbrukas, medan andra får förbruka hela kapitalet eller delar av kapitalet på ett visst antal års sikt.

<sup>3</sup> 2 kap. 4 § stiftelselagen.

<sup>4</sup> Bet. 1992/93:UbU16, som anger principer för bildandet av forskningsstiftelser av löntagarfondsmedel, s. 10 f. rskr. 1992/93:387.

<sup>5</sup> Bet. 1992/93:UbU16, s. 10 f. rskr. 1992/93:387.

### *Styrelsens ansvar för kapitalförvaltningen*

De granskade stiftelsernas styrelser beslutar, inom ramen för stiftelsens föreskrifter, självständigt om riktlinjerna för hur kapitalet ska förvaltas. Styrelsen beslutar också självständigt hur kapitalförvaltningen ska organiseras. Ansvaret för kapitalförvaltningen stannar dock enligt stiftelselagen alltid hos styrelsen oavsett hur stiftelsen är organiserad<sup>6</sup>. Enligt de granskade stiftelsernas föreskrifter är styrelsen ansvarig för hur kapitalet förvaltas.<sup>7</sup>

### *Best practice*

De formuleringar som handlar om kapitalförvaltning i stiftelsernas föreskrifter är mycket allmänt hållna. Utbildningsutskottets uttalande om ”kvalificerad kapitalförvaltning” innebär att vi finner det motiverat att stiftelsernas kapitalförvaltning ska möta höga kvalitetskrav. Tydliga bedömningsgrunder är dock svåra att hitta för dessa stiftelser avseende kapitalförvaltning. En jämförelse kan till exempel göras med fonder som har tydliga regelverk att följa och försäkringsbolag som styrs av försäkringsrörelselagen och riktlinjer från Finansinspektionen. Vår bedömning utgår därför huvudsakligen från *best practice*.

Det finns i dag en god samstämmighet bland aktörer och intressenter grundad på erfarenhet om hur de grundläggande dragen hos en kvalificerad kapitalförvaltning bör se ut. Med *best practice* avses således vår tolkning av ett allmänt accepterat förhållningssätt i branschen, i detta fall kapitalförvaltande organisationer, som också möter höga kvalitetskrav. Beskrivningen av *best practice*, den bedömningsgrund som används i rapporten, baseras på erfarenhet från den expertis från KPMG och Agentia<sup>8</sup> som anlits i granskningen. *Best practice* för kapitalförvaltningens olika delar beskrivs närmare i kapitel 2.

---

#### Bedömningsgrunder för revisionsfråga 3

---

### *Regeringens möjlighet att påverka stiftelsernas kapitalförvaltning*

Stiftelselagen trädde i kraft den 1 januari 1996. Ett år efter stiftelselagens ikraftträdande infördes i lagen en möjlighet för regeringen att ändra i stiftelseförordnandet för en stiftelse bildad av staten ensam.<sup>9</sup> Förordnandets ändamålsparagraf får dock inte ändras. Skälen för ändringen var i korthet

<sup>6</sup> 2 kap. 3 § jmfrit 4 § stiftelselagen (1994:1220).

<sup>7</sup> Styrelseledamöter vid stiftelser har ett personligt och individuellt ansvar enligt boken Stiftelselagen av Henning Isoz, sid 144.

<sup>8</sup> Se avsnitt 1.4 för vidare information om KPMG och Agentia.

<sup>9</sup> Bet. 1996/97:LU2, rskr. 1996/97:62.

att det allmännas intresse av att kunna påverka användningen av ibland betydande belopp avsatta från offentliga medel ansågs stå över de allmänna bestämmelserna om stiftelser. Lagändringen, som trädde i kraft den 1 januari 1997, syftade till att säkerställa ett demokratiskt inflytande över stiftelsernas förvaltning.<sup>10</sup>

I dag får regeringen följaktligen ändra eller upphäva föreskrifterna i frågor om till exempel hur stiftelsens förmögenhet ska vara placerad, om sådana föreskrifter redan finns hos stiftelsen, utan godkännande från styrelsen och utan ansökan till Kammarkollegiet. Regeringen kan dock inte lägga till en ny föreskrift – endast ändra eller ta bort befintliga föreskrifter<sup>11</sup>.

Följande föreskrifter får ändras eller tas bort:

- hur stiftelsens förmögenhet ska vara placerad
- huruvida stiftelsen ska ha egen eller anknuten förvaltning
- av vem en styrelseledamot eller förvaltaren entledigas eller utses, eller hur styrelsen ska vara sammansatt
- styrelsens beslutsföret eller omröstningsförfarande
- arvode till styrelsens ledamöter eller förvaltaren
- räkenskaper eller årsredovisning för stiftelsen
- revision
- rätt att föra talan om skadestånd till stiftelsen eller om entledigande av styrelseledamot eller förvaltare.

### *Riksdagens intentioner vid stiftelsernas bildande*

#### *Utvärdering och uppföljning*

I utbildningsutskottets betänkande inför riksdagens beslut vid de första löntagarfondsstiftelsernas bildande<sup>12</sup> samt lagutskottets betänkande inför riksdagens beslut om en lagändring<sup>13</sup> finns följande resonemang som är betydelsefulla för regeringens förhållningssätt till de granskade stiftelserna.

Utbildningsutskottet ansåg 1993 i överensstämmelse med regeringens förslag att stiftelsernas verksamhet regelbundet bör bli föremål för kvalificerad utvärdering och uppföljning, bland annat för att ge stiftelserna underlag för omprövning och omprioritering.<sup>14</sup> Utskottet noterade dock att verksamheten i stiftelseform tar sikte just på att verksamheten ska kunna fungera utan fortlöpande prövning och omprövning utifrån.

Föreskrifterna för KK, SSF, STINT och Östersjöstiftelsen är försedda med en rätt för Kungl. Vetenskapsakademien (KVA) att utföra granskning av stift-

<sup>10</sup> Bet. 1996/97:LU2.

<sup>11</sup> 6 kap. 4 a § stiftelselagen (1994:1220).

<sup>12</sup> Bet. 1992/93:UbU16, som anger principer för bildandet av forskningsstiftelser av löntagarfondsmedel, rskr. 1992/93:387.

<sup>13</sup> Bet. 1996/97:LU2.

<sup>14</sup> Bet. 1992/93:UbU16, s. 10 f. rskr. 1992/93:387.

elsens verksamhet<sup>15</sup>. Utvärderingarna syftar bland annat till att granska om stiftelserna finansierar verksamhet som kan anses vara i överensstämmelse med stiftelsernas ändamål. Dåvarande Akademinämnden<sup>16</sup> har fastställt att granskningarna i allt väsentligt bör fokusera på innehållsliga frågor, d.v.s. en verksamhets- och projektbedömning som görs från vetenskapliga utgångspunkter.

Regeringen har möjlighet att följa upp och utvärdera kapitalförvaltningen i de statliga stiftelserna. Bedömningen av regeringens möjlighet görs mot bakgrund av motivuttalanden från bildandet av löntagarfondsstiftelserna och införandet av regeringens rätt att ändra i föreskrifter enligt 6 kap. 4 a § stiftelselagen. När löntagarfondsstiftelserna bildades eftersträvades att säkerställa att riksdag och regering inte skulle ha någon fortsatt kontroll över förmögenheten, vilket avspeglas i stiftelseförordnandena. Efter ett regeringskifte utreddes frågan och bestämmelsen 6 kap. 4 a § infördes i stiftelselagen. Genom denna ändring gjordes avvikelse från principen, som stiftelselagen utgår ifrån, att stiftaren inte ska kunna ändra stiftelsens föreskrifter. Ändringen innebär att regeringen som företrädare för stiftaren kan ändra föreskriftens norm om till exempel kapitalförvaltningen, om en sådan norm finns i föreskrifterna. De rättspolitiska skäl som ligger till grund för ändringen gäller endast för stiftelser inrättade av det allmänna. Det starka offentliga intresset av att förvaltningen sker enligt riktlinjer utformade med respekt för demokratiska principer och för det allmännas bästa vägde över principen om stiftelseförordnandets orubblighet. Det ansågs särskilt otillfredsställande att ansvariga demokratiska institutioner skulle sakna möjlighet att påverka besluten under lång eller obegränsad tid framåt, när förvaltningen rör stora belopp och avser väsentliga inslag i den offentliga verksamheten. Avsikten med ändringen<sup>17</sup> var att garantera offentlig insyn, demokratiskt inflytande och demokratisk kontroll. Syftet med ändringen var dock inte att ge staten något som liknar ägarbefogenheter även om stiftelserna i vissa avseenden blev mindre självständiga.<sup>18</sup>

Det är regeringen som ska ta till vara statens intressen som stiftare i enlighet med det privaträttsliga regelverk som gäller för stiftelser. Enligt stiftelselagen har stiftaren ett rättsligt skyddat intresse av att tillgångarna används enligt stiftarens vilja. Stiftelselagen utgår från att stiftaren efter stiftelsebildningen kan ha intresse av att följa stiftelsens verksamhet för att kunna säkerställa att ändamålet med stiftelsen uppfylls och att kapitalförvaltningen uppfyller rimliga krav. Regeringen har därför som stiftare en rätt att föra talan om skadestånd mot styrelseledamöter, förvaltare eller revisorer

<sup>15</sup> För SSF och KK har även Kungliga Ingenjörsvetenskapsakademien (IVA) rätt att granska verksamheten.

<sup>16</sup> Akademinämnden kan endast fastställa vad som gäller för KVA:s granskningsarbete, inte för IVA. Sedan den 1 januari 2007 heter Akademinämnden Akademistyrelsen.

<sup>17</sup> 6 kap. 4 a § stiftelselagen (1994:1220).

<sup>18</sup> Prop. 1996/97:22 s. 23 ff. bet. 1996/97: LU2, rskr. 1996/97:62.



som i uppdraget åsamkar stiftelsen skada.<sup>19</sup> Ett exempel där en skadeståndstalan kan bli aktuell är att förmögenheten inte är placerad på ett godtagbart sätt. Detta gäller stiftelser där föreskrifterna inte innehåller någon norm för hur förmögenheten ska vara placerad. I motiven till stiftelselagen<sup>20</sup> sägs att frågan om vad som är godtagbar placering kan vara att bedöma med beaktande av vilken kunskap i ekonomiska spörsmål som finns representerad i styrelsen eller hos förvaltaren i dennes högsta verkställande organ. En viss miniminivå måste dock uppnås om de ska anses ha fullgjort sina uppdrag.<sup>21</sup> Det är möjligt att styrelsens kompetens kan komma att beaktas även i bedömningen av en skadeståndstalan där föreskrifterna innehåller en norm om förmögenhetens placering.

Sammanfattningsvis får regeringen utvärdera och följa upp stiftelsernas kapitalförvaltning av tre skäl: för det första för att kunna ta till vara statens intressen som stiftare och för det andra för att få ett kunskapsunderlag för att kunna avgöra om det finns behov av att ändra något i stiftelsernas föreskrifter enligt 6 kap. 4 § i stiftelselagen. Detta kan ske utan att det måste finnas indikationer på allvarliga brister som skulle kunna leda till skadeståndskrav. I samtliga av de granskade stiftelserna tillsätter också regeringen styrelseledamöter, och regeringen behöver därför för det tredje underlag för beredningen av sitt beslut om tillsättningar.

### *Information till riksdagen*

I samband med de första löntagarfondsstiftelsernas bildande utgick riksdagen från att riksdagen skulle hållas informerad om stiftelsernas verksamhet, resultat och eventuella problem.<sup>22</sup>

## 1.4 Granskingens genomförande

För att besvara de två första revisionsfrågorna har stiftelsernas kapitalförvaltning granskats. Resultatet har dokumenterats i en rapport per stiftelse. De stiftelsespecifika rapporterna och ett utkast till slutrapport har faktagranskats av respektive stiftelse. I arbetet har Riksrevisionen anlitat expertis inom kapitalförvaltningsområdet: Sven Höglund och Jan Forsell från KPMG som har varit huvudkonsulter och Peter Agardh från Agentia Advisors som har varit kvalitetssäkrare och stått för en inledande granskning av Östersjöstiftelsen. KPMG är en av världens största revisionsorganisationer. KPMG erbjuder branschspecifika och kvalificerade tjänster inom revision, skatt och

<sup>19</sup> 5 kap. 1 § stiftelselagen (1994:1220).

<sup>20</sup> Prop. 1993/94:9 s. 122, 1993/94:LU12, rskr. 1993/94:25.

<sup>21</sup> Prop. 1993/94:9 s. 122, 1993/94:LU12, rskr. 1993/94:25 och Stiftelsernas rättsliga ställning, Carl Hemström s. 75.

<sup>22</sup> Bet. 1992/93:UbU16, s. 12, rskr. 1992/93:387.

rådgivning. De anlitade konsulterna från KPMG har mångårig erfarenhet av kapitalförvaltningsfrågor. Agentia Advisors är en mindre konsultorganisation som är specialiserad på kapitalförvaltningsområdet. Den anlitade konsulten har lång och omfattande erfarenhet inom området.

I den här rapporten redovisas Riksrevisionens samlade iakttagelser, bedömningar och rekommendationer.

För att kunna svara på den tredje revisionsfrågan har Riksrevisionen klargjort vilka juridiska möjligheter regeringen har att påverka de statliga stiftelsernas kapitalförvaltning. Rapportutkastet har granskats av f d hovrättsrådet Henning Isoz. Riksrevisionen har även genomfört intervjuer med representanter för Regeringskansliet, Kungl. Vetenskapsakademien och Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien. Dessa representanter har fått faktagranska rapportutkastet.

## 2 Stiftelsernas kapitalförvaltning – iakttagelser och bedömningar

I detta kapitel besvaras revisionsfråga 1 och 2:

*Har stiftelsernas styrelser, givet den planerade utbetalningsstrukturen i stiftelsens stadgar, förvaltat sin förmögenhet så att de finansiella riskerna begränsas och möjligheterna till god avkastning tas till vara?*

*Följer stiftelserna regler och praxis i fråga om redovisning av avkastning på kapital med mera?*

### *Stiftelsernas varierande förutsättningar komplicerar jämförelsen*

Ambitionen är att göra en jämförande analys mellan de fem stiftelsernas kapitalförvaltning. De förutsättningar som de granskade stiftelserna fick från början varierar relativt mycket mellan stiftelserna. Detta komplicerar jämförelsen.

De olika förutsättningarna har rimligen påverkat stiftelserna i deras strategiska kapitalförvaltningsbeslut.

När stiftelserna bildades beslutades bland annat om storleken på startkapital, stiftelsernas ändamål och i vissa fall en minsta livslängd enligt följande:

- STINT fick det lägsta startkapitalet, 1 057 miljoner kronor, och ett krav på livslängd på minst tio år. STINT ska främja internationalisering av högre utbildning och forskning. STINT har extern kapitalförvaltning.
- SSF fick ett stort startkapital på 6 000 miljoner kronor. Ingen uttalad livslängd återfinns i stadgarna. SSF ska stödja naturvetenskaplig, teknisk och medicinsk forskning. SSF har huvudsakligen extern kapitalförvaltning.
- KK-stiftelsen fick ett startkapital på 3 597 miljoner kronor. KK-stiftelsens ändamål är uppdelat i fyra uppdrag. Det kapital som är knutet till vart och ett av dessa uppdrag gavs olika livslängdsmål. Målen varierar från ingen tid alls till att kapitalet inte får förbrukas (avser 35 procent av kapitalet, avkastningen får förbrukas). KK-stiftelsen har intern kapitalförvaltning.
- Stiftelsen Chalmers tekniska högskola, i granskningen kallad Chalmers-stiftelsen, fick ett startkapital på 1 580 miljoner kronor samt samtliga

aktier i Chalmers Tekniska Högskola AB (Chalmers AB). Chalmersstiftelsen är ensam ägare till Chalmers AB, som genomför forskning och utbildning. Stiftelsen får inte förbruka 900 miljoner kronor (avkastningen får förbrukas) och aktierna i Chalmers AB får inte säljas. Chalmersstiftelsen har huvudsakligen extern kapitalförvaltning.

- Östersjöstiftelsen fick initialt drygt 1 200 miljoner kronor. Stiftelsen ska stödja forskning och utbildning med anknytning till Östersjöregionen och Östeuropa vid Södertörns högskola. Stiftelsens kapital får ej förbrukas. Östersjöstiftelsen har intern kapitalförvaltning.

### *Analys av fyra områden*

Stiftelsernas kapitalförvaltning analyseras i fyra områden:

- Strategi
- Organisation, styrning och kostnader
- Förvaltningsresultat
- Rapportering

Strukturen utgår ifrån investerarnas investeringsprocess. Genom en analysansats som tar hänsyn till helheten får vi en bättre och mer nyanserad förståelse för beslutsprocessen och hur resultaten har skapats, än om vi enbart hade analyserat utfallet av förvaltningen. Varje avsnitt inleds med en beskrivning av *best practice* på området, för att följas av iakttagelser av avvikelser mot *best practice* och sedan en generell analys och bedömning.

## **2.1 Strategi**

Syftet i denna del är att värdera stiftelsernas övergripande strategi för kapitalförvaltningen.

### **2.1.1 *Best practice***

En av styrelsens viktigaste uppgifter i fråga om kapitalförvaltningen är att sätta långsiktiga mål som bygger på en analys av organisationens åtaganden. Dessa mål kan sedan översättas i kvalitativa och kvantitativa mål för risk och avkastning. När dessa steg är klara utformas portföljen för att ge en förväntad avkastning och risknivå i linje med målen. Ofta baseras beräkningarna av förväntad avkastning och risknivå på historiska värden över lång tid för respektive tillgångsslag. Processen bör även innefatta en framåtblickande

bedömning.<sup>23</sup> Målet bör vara att förväntad avkastning och risknivå är väldefinierade och följs upp kontinuerligt.

En god kapitalförvaltning har sin grund i en noggrann analys av framtida åtaganden och de tillgångar investeraren disponerar. Detta kan göras genom en så kallad ALM-analys (Asset Liability Modelling). Inom försäkringsbolag, pensionsstiftelser och flera organisationer med tvingande åtaganden som sträcker sig relativt långt fram i tiden är det vedertaget att genomföra ALM-analys. En ALM-analys är en analytisk ansats som beräknar en aktörs möjlighet att uppfylla sina finansiella åtaganden ställt mot de tillgångar aktören kontrollerar. ALM-analysen kan vara mer eller mindre avancerad. Ett huvudsyfte är att ta fram ett underlag för beslut om vilken finansiell risk aktören kan ta. Detta är ett underlag för beslut om strategi vid placering av tillgångarna.

En ALM-analys inbegriper normalt följande:

- Bestäm *antaganden om avkastning och risk* på tillgångarna och åtaganden. Antaganden kan varieras på flera sätt:
  - Olika avkastnings- och risknivåer på tillgångarna
  - En kraftig marknadsrörelse vid någon tidpunkt
  - Olika nivåer på den ränta med vilken åtagandena värderas
  - Olika nivåer på förväntad inflation
- Identifiera *alla framtida betalningsflöden* av åtagandena, både i storlek och när de infaller i tid.
- *Simulera utvecklingen* av såväl åtaganden som tillgångar baserat på de antaganden som gjorts.

Simuleringen ger ett resultat som påvisar att *uppsatt mål nås med viss sannolikhet*.

Även om flera av stiftelserna i granskningen saknar tvingande åtaganden långt fram i tiden har ändå styrelserna uttryckt målsättningar att verksamheten ska fortgå över en lång tidsperiod. I den strategiska analysen är det rimligt att utgå från dessa mål som givna. Tydliga livslängdsmål är en viktig utgångspunkt i en ALM-analys för att kunna balansera förväntad risk och avkastning i syfte att uppnå goda resultat i kapitalförvaltningen.

Det är således i första hand två frågor som ska besvaras genom den strategiska analysen: Vilken avkastning krävs för att stiftelsen ska kunna infria sina åtaganden om utbetalningar av forskningsbidrag? Vilka risker är lämpliga att ta för att med rimlig säkerhet klara denna uppgift? När frågorna besvarats kan en sammansättning av tillgångarna anges som gör det möjligt att på lång sikt fullgöra det av styrelsen beslutade uppdraget.

<sup>23</sup> Den strategiska allokeringen baseras i regel på långsiktiga prognoser om förväntad avkastning och risk över tiden. Den taktiska allokeringen syftar till att utnyttja avvikelser mot denna på kort till medellång sikt. Som en utgångspunkt inför allokering har givetvis marknadsprognoser en stor betydelse.

---

### Best practice strategi

Baserat på stadgar och verksamhet anger styrelsen mål för avkastning och risk i kapitalförvaltningen. Ett viktigt verktyg är att analysera hur en förmögenhet, sammansatt av olika tillgångar, klarar de åtaganden stiftelsen antingen bestämt sig för, eller de alternativa åtaganden som stiftelsen vill pröva realismen i. Detta kan ske genom en ALM-analys, som kan vara mer eller mindre avancerad. Den strategi styrelsen väljer ska vara anpassad till livslängd, avkastnings- och riskmål men även till stiftelsens riskaptit och styrelsens bedömning av den egna organisationens möjligheter.

Strategin och de strategiska målen hör till de policybeslut som fattas av stiftelsens styrelse och som inte bör överlätas till andra inom stiftelsen<sup>24</sup>.

---

#### 2.1.2 Iakttagelser

SSF har genomfört en analys med ALM-liknande ambition. Följande punkter visar på skillnader i den analysen i förhållande till vad som enligt *best practice* ingår i en ALM-analys: den sträcker sig inte över hela den tidshorisont som SSF har beslutat ska vara målet för stiftelsens livslängd; prognosen utgår från en viss allokering som i stora drag är i linje med den faktiska, men som inte återspeglas i styrdokument; arbetet slutförs inte med en faktisk anpassning av tillgångarna baserat på prognosen.

Avkastningsmålet är inte formellt beslutat av styrelsen. Det bör dock tilläggas att det i styrelseprotokoll från 2004 finns en notering om ett avkastningsmål som kan vara rimligt. Styrelsen har heller inte fattat formella beslut om kvantifierade riskmått. SSF:s strategi är starkt fokuserad på att undvika kapitalförluster. Det finns dock inget mått på hur stor förlust man accepterar.<sup>25</sup>

STINT har inte gjort en ALM-analys som grund för att fastställa en strategi. STINT genomför dock årligen en beräkning av vilken livslängd som kan uppnås baserat på den strategiska sammansättning av sina tillgångar stiftelsen har beslutat om. De har inte gjort olika antaganden för avkastning och risk utan använder endast ett utfallsscenario för marknadsutvecklingen. Någon simulering som leder till en bedömning av sannolikheten att uppnå satta mål avseende livslängd och utbetalningstakt görs inte.

Styrelsen har inte beslutat om tillåten risk. Styrelsen kan sägas ha accepterat den implicita risk som placeringsstrategin innebär.

KK-stiftelsen följer kapitalet genom en prognosmodell som innebär att man kan kontrollera kapitalets bevarande enligt stadgarna. Prognosmodellen utgör en början på en ALM-analys, som dock inte innehåller olika utfallsscenarier.<sup>26</sup> Simulering för att beräkna sannolikhet att uppnå avkastningsmål görs inte.<sup>27</sup>

---

24 Enligt 2 kap. 3 § stiftelselagen ansvarar styrelsen för att föreskrifterna följs. Detta ansvar kan inte styrelsen delegera till någon annan även om styrelsen har delegerat till exempel en beslutsfunktion.

25 En vanlig modell för att sätta en gräns för högsta tillåtna förlustrisk och anpassa portföljen till detta är "value-at-risk".

26 Under några år i inledningen av 2000-talet genomfördes beräkningarna med några olika utfallsscenarier.

27 Ett motiv som anges är att stiftelsen har en så god betalningsförmåga att man inte har bedömt detta som nödvändigt.

Då styrelsen fattar beslut om stiftelsens verksamhetsplan fattar den indirekt beslut om avkastningsmålet. Styrelsen har inte beslutat om tillåten risk i form av direkta riskbegränsningar. Dock finns ett antal risklimiter på innehav som ger indirekta riskbegränsningar. Styrelsen kan sägas att genom detta ha accepterat den implicita risk som placeringsstrategin innebär.

Chalmers har gjort en ALM-analys. Dock har styrelsen inte angett ett mått på total risktolerans<sup>28</sup> i kapitalplaceringarna.

Östersjöstiftelsen har inte gjort en ALM-analys. Stiftelsen har inte utformat sin långsiktiga strategiska allokering på grundval av hur deras utbetalningsplan ser ut. Detta motiveras av stiftelsens goda betalningsförmåga. Avkastningsmålet är således inte grundat på en behovsanalys, utan är härlett från en analys av vilken avkastning som kan uppnås givet en viss strategisk sammansättning av tillgångarna.

Styrelsen har inte beslutat om risklimiter för stiftelsens olika innehav. Den viktigaste bristen rör onoterade värdepapper, som utgör en betydande andel av portföljen.

### 2.1.3 *Bedömningar*

Stiftelserna är inga små förmögenhetsförvaltare och forskningsfinansiärer. Båda uppgifterna, kapitalförvaltning och att fördela forskningsmedel, är styrelsens ansvar och bör ges högsta prioritet. Styrelsernas kompetens ska vara sammansatt med hänsyn till båda uppgifterna. Beslutsunderlag om hur kapitalet ska förvaltas bör bygga på en genomarbetad systematik, vara pedagogiskt och syfta till att samtliga ledamöter, även de utan kapitalförvaltningskompetens, ges förutsättningar att ha ett reellt inflytande över besluten och styrningen av kapitalförvaltningen.

Granskningen visar sammantaget att endast Chalmers har genomfört en fullständig ALM-analys. För övriga stiftelser saknas delar av den analytiska ansats som normalt ingår i en ALM-analys. Samtliga stiftelser följer dock kapitalet kontra åtaganden för att säkerställa verksamheten och stadgekrav genom egna modeller.

Samtliga stiftelser har relativt väl formulerat sina avkastningsmål. I flertalet fall grundas dock avkastningsmålet på stiftelsernas erfarenhet eller på en härledning ur den aktuella tillgångsallokeringen, i stället för framtida prognostiserade åtaganden inom verksamheten.

Flera styrelser diskuterar ingående och följer risker i anslutning till föreslagna strategier och placeringar. Enskilda styrelseledamöter och/eller ledamöter i kapitalutskott har mycket god insikt i kapitalplaceringar och de risker som är förenade med denna förvaltning.

<sup>28</sup> Med totalrisk menas portföljens aggregerade finansiella risk.

Generellt brister stiftelserna dock i att formulera kvantifierade mål på risktagande. Konsekvensen av att inte formellt besluta om risknivåer blir att styrelsens kapitalutskott eller motsvarande tilldelas ett betydande riskmandat, utan att styrelsen tagit formella beslut om detta. I praktiken blir då de risker stiftelsen faktiskt tagit i sin kapitalförvaltning också de risker som man får anse att stiftelsens styrelse haft för avsikt att ta. Genom denna ordning, utan angivande av risknivåer, kommer de risker som tas att avgöras av kapitalutskottet. Styrelsen ansvarar enligt stiftelsernas föreskrifter för hur förmögenheten är placerad. Att styrelsen har det slutliga ansvaret talar för att tydliga delegationsbeslut är önskvärda.

Betydande riskmandat som är en följd av att det inte finns några riktlinjer bör undvikas. Förhållanden som inte klarläggs i strategin kan leda till oklara förutsättningar för agerandet i kapitalförvaltningen. Styrelsen har ett stort ansvar för hur uppgifter som rör kapitalförvaltningen utförs inom stiftelsen. I sista hand kan ansvar aldrig utkrävas av någon annan än styrelsen. Styrelseledamöterna har enligt stiftelselagen ett långtgående personligt och individuellt ansvar.

De strategiska analysmodeller som stiftelserna använder innebär att stiftelserna kan göra uppskattningar men inte välunderbyggda beräkningar av sin framtida utbetalningsförmåga. Stiftelsernas motiv till att inte genomföra fullständiga ALM-analyser (således med undantag för Chalmersstiftelsen) är främst två. För det första har stiftelserna inga tvingande betalningsåtaganden längre än ett fåtal år framåt och har möjlighet att på egen hand styra utbetalningstakten. För det andra är stiftelserna väl kapitaliserade i relation till aktuella tvingande åtaganden och prognostiserade utbetalningar. Det ger dem möjlighet att förändra kapitalförvaltningens strategi med begränsade effekter på verksamheten inom överskådlig tid.

Riksrevisionen menar sammantaget att stiftelserna bör förbättra sitt underlag för beslut om strategi. ALM-analysen har vuxit fram ur modern portföljteori och har sedan 1990-talet blivit en integrerad och central del av större investerares verksamhet. Under 2000-talet har det blivit norm även för mindre institutionella investerare att bygga en strategisk allokering utifrån tydligare avkastningskrav och kunskaper om portföljoptimering d.v.s att matcha tillgångar och åtaganden inom ramen för en förenklad ALM-analys. Detta talar för att det ändå kan vara värdefullt för stiftelserna att använda den analytiska ansats som finns i en ALM-analys. Riksrevisionen anser att kapitalförvaltningens strategier bör grundas på underlag med den analytiska ansats som enligt *best practice* ingår i en ALM-analys. Genom ett sådant beslutsunderlag kan styrelsens strategiska beslut avseende avkastningsmål och risknivå bli bättre underbyggda.

För att belysa risknivåerna i stiftelsernas strategi kan stiftelserna delas in i tre grupper:



### *Stiftelser med hög risk*

De två aktörerna, KK-stiftelsen och Östersjöstiftelsen, med intern förvaltning har högst risk<sup>29</sup> i portföljerna. Dessa stiftelser har krav på kapitalbevarande, vilket normalt inte förknippas med det höga risktagandet. Granskningen visar dock att stiftelserna har en betryggande marginal i sitt kapital och har kunnat hantera sitt risktagande.

Ett krav på kapitalets bevarande som löpande följs upp skulle kunna leda till ett mer balanserat risktagande. I stadgarna finns heller inget specificerat krav på avkastning, varför styrelserna för KK-stiftelsen och Östersjöstiftelsen hade möjligheten till en alternativ strategi med lägre avkastningsmål och därmed lägre risk. En av de främsta orsakerna till KK-stiftelsens och Östersjöstiftelsens strategival förefaller vara en övertygelse om att den interna förvaltningen kan skapa en god avkastning med den valda strategin. Styrelserna för dessa stiftelser har, på goda grunder, visat ett stort förtroende för sina förvaltare. Givetvis innebär detta en nyckelpersonsrisik som måste hanteras, då dessa personer rimligen är svåra att ersätta.

### *Stiftelser med medium risk*

Chalmersstiftelsen har valt en balanserad strategi, som är väl underbyggd av ALM-analysen.

En följd av negativ marknadsutveckling kan bli att kapitalet faller under, eller åtminstone i närheten av, kravet på kapitalnivå. För att hantera denna risk kommer förmågan att göra väl avvägda allokeringar mellan aktier och räntor att vara av stor betydelse för Chalmersstiftelsen.

### *Stiftelser med låg risk*

SSF och STINT har lägst risk<sup>30</sup> i portföljerna, och saknar idag formella livslängdskrav. Risknivån kan härledas till att de önskar säkerställa nuvarande nivå på verksamheten under den livslängd styrelsen har satt som mål, vilket i sig är bra. Dock kan en möjlig konsekvens av detta vara att de inte fullt ut tillvarar möjligheterna till god avkastning. En ALM-analys skulle kunna ge underlag för en eventuellt högre risknivå.

Dessa stiftelser har störst möjlighet att anpassa verksamhetens omfattning och livslängd till utfallet av kapitalförvaltningen, eftersom de inte har några krav på lägsta kapitalnivå.<sup>31</sup> Sett ur det senare perspektivet borde de

<sup>29</sup> Risk definierad som standardavvikelse.

<sup>30</sup> Risk definierad som standardavvikelse.

<sup>31</sup> STINT har i sina föreskrifter ett livslängdskrav på minst tio år. Detta uppnåddes 2004.

kunna ha högre risk än dagens nivåer för att potentiellt förlänga livslängden ytterligare, bland annat genom att stiftelsen

- avskiljer medel för att kunna uppfylla beslutade åtaganden
- kan avsätta medel till en riskbuffert
- har förmågan att långsiktigt hålla fast vid strategin.

Styrelserna måste dock återkommande göra en egen samlad bedömning av hur stiftelsens mål bäst uppfylls och vilken risknivå som ska väljas.

## 2.2 Organisation, styrning och kostnader

Här har vi granskat hur stiftelserna genomfört sin strategi.

Resultatet redovisas inom fyra områden:

- Organisation
- Internkontroll
- Placeringspolicy
- Förvaltningskostnader

### 2.2.1 Organisation

#### *Best practice*

Praxis hos stiftelser och andra kapitalförvaltande organisationer är att organisera kapitalförvaltningen på följande sätt:

- Styrelsen är ytterst ansvarig för kapitalförvaltningen och fattar beslut av policykaraktär.
- Ett rådgivande organ finns, som kan vara ett utskott av styrelsen med eller utan externa ledamöter. Beroende på tillgången på intern utvärderingskompetens kan andra former av rådgivning förekomma, såsom att upphandla externa tjänster för till exempel ALM-analyser, analytisk utvärdering av utfallet av kapitalförvaltningen eller utvärdering av ett urval av externa kapitalförvaltare.
- Att ha en verkställande organisation som ansvarar för den operativa kapitalförvaltningen och fattar löpande affärsbeslut.
- Att ha en administrativ organisation som ska lösa två uppgifter:
  - *Back-office* som administrerar affärsflödet. Detta är en relativt specialiserad funktion som kan kräva särskild kompetens, dock beroende av vilka typer av affärstransaktioner som genomförs.
  - Redovisning, en uppgift som ofta ligger inom ekonomienheten.

Det bör särskilt noteras att styrelsen alltid har fullt ansvar, men att den givetvis kan delegera frågor till det rådgivande organet eller den verkställande

organisationen. Delegeringen kan utformas på olika sätt, allt ifrån att enbart implementera styrelsens investeringsbeslut i till exempel fonder eller andra finansiella instrument genom passiv förvaltning till att bedriva en egen aktiv förvaltning. Den formella delegeringen och ansvarsfördelningen kan utgöras av självständiga dokument, men även ingå i en arbetsordning, instruktion och placeringsreglemente.

---

#### **Best practice organisation**

Styrelsen är huvudansvarig och fattar policybeslut. I styrelsen bör finnas någon med specifik kapitalförvaltningskompetens. Ett rådgivande organ med god kapitalförvaltningskompetens bistår styrelsen. En operativ förvaltning och en administrativ organisation finns som hanterar affärsflöde och redovisning. Det är av stor vikt att roll- och ansvarsfördelningen är tydligt dokumenterad.

---

#### *Lakttagelser*

STINT avviker från *best practice* genom att beslut om avkastningsmål inte tas av styrelsen.

SSF avviker från *best practice*, då i princip alla kapitalförvaltningsbeslut, både policymässiga och operativa, är koncentrerade till kapitalutskottet.

KK-stiftelsen avviker från *best practice* genom att styrelsen har delegerat en stor befogenhet till förvaltaren som rapporterar direkt till styrelsen och inte till vd. I kapitalutskottet finns ingen extern kompetens och den enda i kapitalutskottet med specifik kapitalförvaltningskompetens är förvaltaren. I styrelsen finns ingen specifik kapitalförvaltningskompetens.

Chalmersstiftelsen uppvisar inga avvikelser mot *best practice*.

Östersjöstiftelsen avviker mot *best practice* genom brist på specifik kapitalförvaltningskompetens i styrelsen. Roll- och ansvarsfördelningen bör stramas upp. I dag har placeringsdelegationen, eller kapitalutskottet, som även innehåller externa ledamöter, ganska vid beslutanderätt som enligt *best practice* bör ligga i en linjefunktion. Placeringsdelegationen bör endast vara rådgivande men fattar i dag löpande affärsbeslut.

#### *Bedömningar*

Styrelsens slutgiltiga och personliga ansvar för kapitalförvaltningen tillsammans med styrelsens roll att fatta beslut av policykaraktär ställer relativt stora krav på att styrelsen besitter en samlad god kapitalförvaltningskompetens. Vår granskning visar att det i några av stiftelsernas styrelser inte finns någon specifik kapitalförvaltningskompetens. Enligt Riksrevisionens bedömning bör åtminstone en person med sådan kompetens finnas i styrelsen för att styrelsen ska kunna hantera sitt huvudansvar för kapitalförvaltningen.

Det rådgivande organet till styrelsen, kapitalutskottet, innehåller vanligtvis extern kompetens. KK-stiftelsen och Östersjöstiftelsen avviker här mest mot *best practice*, då de inte har någon extern kompetens alls i sina kapitalutskott.

I jämförelse med *best practice* har flera av stiftelserna brister i hur de tydliggjort arbetsfördelningen mellan styrelse, rådgivande organ och operativ kapitalförvaltning. Vissa styrelser överlåter viktiga policybeslut till kapitalutskottet. När det gäller arbetsfördelningen mellan styrelsen och det rådgivande organet avviker SSF mest mot *best practice*, då i princip alla kapitalförvaltningsbeslut, även de av policykaraktär, är koncentrerade till det rådgivande organet. Avvikelsen ska värderas med utgångspunkt i att styrelsen ändå är slutligt ansvarig för kapitalförvaltningen.

### 2.2.2 Internkontroll

#### *Best practice*

Finansinspektionen har beskrivit<sup>32</sup> hur en finansiell aktör bör organisera sin internkontroll. De granskade stiftelserna står visserligen inte under Finansinspektionens tillsyn och omfattas därför inte av de allmänna råden, men de kan ändå utgöra en norm i bedömningen av deras internkontroll. Kortfattat bygger principerna för god internkontroll på punkter nedan som således också är *best practice*.

---

#### **Best practice internkontroll**

Organisationen ska genomföra löpande uppföljning och fullständig redovisning, så att alla parter i organisationer regelbundet får den information som krävs för att de ska kunna fullfölja sitt uppdrag.

Organisationen bör ha dokumenterade interna regler som omfattar arbetsordning, delegeringar och fullmakter, process- och rutinbeskrivningar etc.

All bokföring av transaktioner, instruktioner till bank och betalningar bör vara förenade med en dualitet. Två personer ska alltså alltid vara engagerade för att kunna utföra handlingen.

För att stärka internkontrollen bör en från förvaltningen oberoende part periodiskt rapportera utfallet av kapitalförvaltningen till styrelsen.

Ett väsentligt moment i internkontrollen är att det finns etablerade uppföljningsmoment. Kapitalförvaltningsorganisationer har regelmässigt en riskkontroll som är oberoende från den förvaltande enheten och som rapporterar riskhantering direkt till vd eller styrelse (beroende på vd:s roll). Därtill bör en oberoende granskning etableras. Det kan vara internrevision eller en externt upphandlad tjänst. Denna syftar till att på djupet kontrollera att internkontrollen är god, till exempel genom att granska processkvalitet och operativa risker.

---

<sup>32</sup> Allmänna råd FFFS 2005:1.

## *lakttagelser*

All rapportering vid STINT sker från den operativa organisationen och riskmått saknas i rapporteringen, vilket avviker mot *best practice*. STINT saknar även en oberoende part för beräkning, rapportering och presentation av portföljens avkastning och risk.

Vid SSF sker all rapportering av kapitalförvaltningen till styrelsen från den operativa organisationen, vilket avviker mot *best practice*. SSF saknar arbetsordning för styrelsen samt instruktion för vd avseende kapitalförvaltningsfrågor. Den roll som kapitalutskottet har finns beskriven i kapitalförvaltningspolicyn. Policyn är dock inte beslutad av styrelsen, vilket gör delegeringen otydlig.

All skriftlig rapportering vid KK-stiftelsen avseende avkastning och risk upprättas externt, men presentationen till styrelsen av dessa sker alltid av förvaltaren, vilket avviker mot *best practice*. En kompletterande analyserande skriftlig rapport från en oberoende part saknas.

Formerna för de interna hanterings- och avstämningsprocesserna vid Chalmers dokumenteras inte, vilket avviker mot *best practice*.

Östersjöstiftelsen avviker mot *best practice* då placeringsriktlinjerna i flera avseenden är vida, vilket försvårar internkontrollen.

Ingen av de fem stiftelserna genomför regelbundet en djup, oberoende granskning av internkontrollen. En viss granskning av stiftelsernas internkontroll genomförs av den externa revisorn, men den externa revisionen har en annan inriktning och granskar inte internkontrollen på djupet.<sup>33</sup> Chalmersstiftelsens revisor genomförde en fördjupad granskning av internkontrollen år 2004.

## *Bedömningar*

KK-stiftelsen, Östersjöstiftelsen och STINT brister i uppföljningen av kapitalförvaltningen, då ingen oberoende analytisk utvärdering sker regelbundet. Avsaknad av en oberoende utvärdering av kapitalförvaltningen kan innebära att styrelserna inte får en fristående bedömning om vilka delar i kapitalförvaltningen som utvecklas bra eller mindre bra, samt hur förvaltningen står sig jämfört med konkurrenter. Om granskningen saknas är risken att möjliga svagheter i processer, dokumentation med mera inte identifieras och åtgärdas.

Eftersom tydliga riktlinjer för eftersträvad risknivå i förvaltningen för flera stiftelser saknas kan ingen uppföljning och rapportering ske av om riktlinjerna följs. Den skriftliga rapporteringen av risk och riskmått är generellt av

<sup>33</sup> Den årliga externa revisionen inkluderar, enligt god sed, en översiktlig genomgång av internkontrollens omfattning och organisation främst för att kunna uttala sig om rapporteringen i årsredovisningen.

lägre kvalitet än rapporteringen av avkastningsmätt. Följden av att risken inte rapporteras heltäckande blir att styrelserna inte får full kännedom om risknivån i kapitalförvaltningen och hur denna utvecklats. Det kan i sin tur leda till att ändringar i risktagandet inte sker när det borde.

För att säkerställa nivån på internkontrollen bör den med viss regelmässighet kompletteras med en oberoende granskning. En granskning av internkontrollen kan skötas av en särskild funktion inom stiftelsen, upphandlas externt eller ske som en utökad del av den externa revisionen. Riksrevisionen bedömer det som viktigt att rapporteringen till styrelsen av risker i kapitalförvaltningen förbättras och inbegriper redovisning av aktuella riskmätt i jämförelse med de beslutade risknivåer som placeringspolicyn beskriver.

### 2.2.3 Placeringspolicy

#### *Best practice*

En placeringspolicy bör fylla ett flertal syften:

- Begränsa risktagandet till en fastställd nivå.
- Ge den operativa förvaltningen ett väl definierat och tydligt utrymme att utnyttja marknadens möjligheter.
- Ge stöd till att identifiera risker, beskriva hur organisationen påverkas av och kan mäta risker samt hur verksamheten styrs utifrån riskerna.
- Bidra till organisationens kunskap och medvetenhet om olika risker samt att därigenom lägga grunden till en gemensam riskkultur.
- Genom ovanstående punkter bidra till att skapa ett bra ramverk för beslutsfattande och riskkontroll.

En väl utformad policy blir därmed styrelsens viktigaste verktyg för att styra kapitalförvaltningen. Finansinspektionen har gett ut riktlinjer<sup>34</sup> för innehållet i policyn. Visserligen står inte de granskade stiftelserna under Finansinspektionens tillsyn och omfattas därför inte av de allmänna råden, men råden är av en så generell karaktär att de utgör en god grund för *best practice*, och de är därför en del av den *best practice* som beskrivs nedan.

För att placeringspolicyn ska kunna uppfylla sina syften enligt ovanstående, är det viktigt att hålla den aktuell och känd inom organisationen. Ett sätt att göra detta är att årligen gå igenom den och fatta beslut om den, vilket givetvis bör ske av styrelsen.

<sup>34</sup> Detta som en del av tjänstepensionsdirektivet i FFFS 2005:32.

### Best practice placeringspolicy

Placeringspolicyn bör uppdateras regelbundet och beslutas av styrelsen. Placeringspolicyn bör innehålla och beskriva:

- Syftet med policyn.
- En övergripande beskrivning av vilka tillgångar stiftelsen får placera i och med detta förenade risker.
- Stiftelsens avkastningsmål och hur detta avses att uppnås.
- Den tillåtna risknivån i förvaltningen.
- Den strategiska allokeringen och tillåtna avvikelser från denna eller, om detta saknas, beskrivning av den strategi stiftelsen faktiskt arbetar efter.
- Etiska riktlinjer.
- Organisation och beslutsinstanser, metoder för mätning av placeringsrisker, hur riskuppföljning sker och en rapporteringsplan.

### Iakttagelser

För en detaljerad granskning av respektive stiftelses placeringspolicy hänvisas till respektive rapport<sup>35</sup>. En övergripande analys av stiftelsernas placeringspolicier gentemot ovanstående *best practice* redovisas i följande tabeller. Kolumnen "Uppfyller inte *best practice* fullt ut" kan markera dels att placeringspolicyns skrivningar avviker i viss utsträckning från *best practice*, dels att stiftelsen borde ta in relevanta policybeslut, som redan finns och har god kvalitet, fast ligger utanför policyn, i placeringspolicyn.

Tabell 2.1 Placeringspolicy för STINT

STINT	Enligt best practice	Uppfyller inte best practice fullt ut	Saknas
Regelbunden uppdatering.			X
Syftet med policyn.		X	
Övergripande beskrivning av vilka tillgångar som får placeras i och därmed förenade risker.			X
Avkastningsmål och hur detta avses att uppnås.		X	
Den eftersträlvade risknivån i förvaltningen.			X
Den strategiska allokeringen och tillåtna avvikelser.		X	
Etiska riktlinjer.		X	
Organisation och beslutsinstanser.	X		
Metoder för mätning av placeringsrisker.			X
Hur riskuppföljning sker och en rapporteringsplan.		X	

35 Vi hänvisar till de rapporter för respektive stiftelse som KPMG och Agentia har gjort på uppdrag av Riksrevisionen.

**Tabell 2.2** Placeringspolicy för SSF

SSF	Enligt best practice	Uppfyller inte best practice fullt ut	Saknas
Regelbunden uppdatering.			X
Syftet med policyn.	X		
Övergripande beskrivning av vilka tillgångar som får placeras i och därmed förenade risker.		X	
Avkastningsmål och hur detta avses att uppnås.			X
Den eftersträvade risknivån i förvaltningen.			X
Den strategiska allokeringen och tillåtna avvikelser.			X
Etiska riktlinjer.	X		
Organisation och beslutsinstanser.	X		
Metoder för mätning av placeringsrisker.			X
Hur riskuppföljning sker och en rapporteringsplan.		X	

**Tabell 2.3** Placeringspolicy för KK-stiftelsen

KK-stiftelsen	Enligt best practice	Uppfyller inte best practice fullt ut	Saknas
Regelbunden uppdatering.			X
Syftet med policyn.		X	
Övergripande beskrivning av vilka tillgångar som får placeras i och därmed förenade risker.			X
Avkastningsmål och hur detta avses att uppnås.		X	
Den eftersträvade risknivån i förvaltningen.			X
Den strategiska allokeringen och tillåtna avvikelser.		X	
Etiska riktlinjer.		X	
Organisation och beslutsinstanser.	X		
Metoder för mätning av placeringsrisker.		X	
Hur riskuppföljning sker och en rapporteringsplan.		X	



Tabell 2.4 Placeringspolicy för Chalmersstiftelsen

Chalmersstiftelsen	Enligt best practice	Uppfyller inte best practice fullt ut	Saknas
Regelbunden uppdatering.	X		
Syftet med policyn.		X	
Övergripande beskrivning av vilka tillgångar som får placeras i och därmed förenade risker.		X	
Avkastningsmål och hur detta avses att uppnås.	X		
Den eftersträvade risknivån i förvaltningen.		X	
Den strategiska allokeringen och tillåtna avvikelser.	X		
Etiska riktlinjer.	X		
Organisation och beslutsinstanser.	X		
Metoder för mätning av placeringsrisker.		X	
Hur riskuppföljning sker och en rapporteringsplan.	X		

Tabell 2.5 Placeringspolicy för Östersjöstiftelsen

Östersjöstiftelsen	Enligt best practice	Uppfyller inte best practice fullt ut	Saknas
Regelbunden uppdatering.			X
Syftet med policyn.			X
Övergripande beskrivning av vilka tillgångar som får placeras i och därmed förenade risker.		X	
Avkastningsmål och hur detta avses att uppnås.		X	
Den eftersträvade risknivån i förvaltningen.			X
Den strategiska allokeringen och tillåtna avvikelser.			X
Etiska riktlinjer.	X		
Organisation och beslutsinstanser.		X	
Metoder för mätning av placeringsrisker.		X	
Hur riskuppföljning sker och en rapporteringsplan.			X

## Bedömningar

Samtliga stiftelser har brister i sin placeringspolicy. Chalmersstiftelsen uppvisar minst avvikelse mot *best practice*. Följande brister är typiska<sup>36</sup>:

- Oftast har stiftelserna tydliga avkastningsmål. Dessa bör inarbetas i placeringspolicyn för att den ska vara helt relevant. Däremot saknas generellt beskrivningar av den eftersträvade risknivån i förvaltningen och kvantifierade riskmått, vilket också bör ingå i policyn.
- Flertalet stiftelser saknar en beskrivning av den strategiska allokeringen och tillåtna avvikelser från denna i sina policyer (alternativt strategin). Överlag går dessa i stället att finna i styrelseprotokoll eller protokoll från kapitalutskott. Det är fullt rimligt att förändringar sker under verksamhetsår, men den strategiska allokeringen bör inarbetas i placeringspolicyn för att policyn ska vara helt relevant. Detta bör göras senast i samband med påföljande regelbundna uppdatering av policyn.
- Definitioner på tillgångsslag, marknader, risker och hur dessa mäts saknas i merparten av placeringspolicyerna.
- En kort beskrivning av verksamhetens mål och dess påverkan på kapitalförvaltningen som förklarar syftet med placeringspolicyn saknas, vilket gör policyn ofullständig.
- Rapporteringsplanerna är alltför kortfattade eller förenklade.
- Placeringspolicyn har inte uppdaterats årligen, vilket gör att den förlorar i relevans.

Samtliga stiftelser har etiska riktlinjer för sina placeringar, dock oftast separat och inte som en del i placeringspolicyn. Respektive stiftelses etiska ställningstagande har inte analyserats. Men vi kan konstatera att det bland andra aktörer på marknaden är vanligt att ha ett etiskt ställningstagande inskrivet i placeringspolicyn, även om variationen är stor avseende hur detta är utformat.

En väl utformad policy är styrelsens viktigaste verktyg för att styra kapitalförvaltningen. Brister i placeringspolicyn får konsekvenser, varav de viktigaste är oklarheter om faktisk risknivå och ansvarsfördelning.

### 2.2.4 Förvaltningskostnader

#### *Best practice*

Det finns ingen tydlig *best practice* för förvaltningskostnader. I stället har varje investerare att noga väga kostnader mot det förväntade mervärde som dyrare förvaltning kan tillföra. Bedömningarna av förvaltningskostnaderna utgår från Riksrevisionens inhämtade kunskap om marknaden.

<sup>36</sup> Dessa brister återfinns hos flera av stiftelserna, dock inte nödvändigtvis hos alla.

En kapitalförvaltning har flera kostnadsslag:

- interna personalkostnader
- systemkostnader
- ersättning till externa rådgivare
- externa förvaltningsavgifter, fasta eller rörliga, som fondavgifter, avgifter för diskretionär förvaltning eller integrerade i strukturerade produkter
- transaktionsavgifter
- externa tjänster såsom konsulter, administration och utvärdering

---

#### Best practice förvaltningskostnader

Det finns ingen tydlig best practice för kostnader. Viktiga faktorer att ta hänsyn till i analysen är storleken på förvaltad kapital<sup>37</sup> och val av tillgångsslag, då förvaltningskostnaden mellan dem varierar kraftigt.

---

### *lakttagelser*

Vissa kostnader är lätta att identifiera och kvantifiera, andra betydligt svårare eller närmast omöjliga. Vi har strävat efter att summera samtliga förvaltningskostnader med undantag för transaktionsavgifter och rörliga förvaltningsavgifter<sup>38</sup>.

**Tabell 2.6** Förvaltningskostnader 2006

Stiftelse	Ungefärlig kostnad i procent av förvaltad kapital.	Ungefärlig kostnad i miljoner kronor.	Förvaltad kapital, avrundat till 100 miljoner kronor per 31 dec 2006.
STINT	0,45	4	800
SSF	0,29	30	10 400
Chalmers-stiftelsen	0,17	5	3 000
KK-stiftelsen	0,08	6	7 700
Östersjö-stiftelsen	0,04	3	7 100

### *Bedömningar*

Ovan redovisas förvaltningskostnaden. Rangordning från lägst till högst möter inga problem. En betydligt besvärligare uppgift är att bedöma om stiftelsernas förvaltning är dyr eller billig i relation till historisk avkastning och förvaltad kapital. Detta är avhängigt av en mängd faktorer, portföljens utformning, stiftelsernas riskaptit, aktuella marknadspriser när avtalen ingicks med mera. Det finns också betydande skalfördelar inom kapitalförvaltning,

<sup>37</sup> Det finns stora skalfördelar inom kapitalförvaltning. Den relativa kostnaden sjunker alltså med ökat kapital.

<sup>38</sup> Dessa återspeglas oftast (på grund av redovisningsprinciper eller att de är integrerade i extern värdering av instrumenten) i den avkastning som uppstår och särredovisas inte.

vilket innebär att kostnaden i relation till förvaltad kapital sjunker kraftigt med stigande kapital. I det följande försöker vi dock göra en bedömning av kostnadsläget med hänsyn till ett antal faktorer. Vi jämför med andra svenska aktörer som i huvudsak anlitar svenska kapitalförvaltare och investerar i aktier och obligationer.

Ingen av stiftelserna har kostnader som nämnvärt avviker från förväntad kostnad med tanke på portföljernas sammansättning och förvaltningsvolym, med undantag för Östersjöstiftelsen som har mycket låg kostnad. STINT har den högsta kostnaden i relation till kapitalet, vilket till viss del beror på "litet" kapital. STINT bör kunna sänka kostnaden något vid en ny upphandling av kapitalförvaltningstjänster.

SSF har en relativt hög kostnad, vilket åtminstone delvis förklaras av innehav i hedgefonder. Hedgefonder betingar en högre kostnad än sedvanliga aktie- och räntemandat, vilket kan vara motiverat av förväntad avkastning. Inom ramen för denna granskning ingår inte en analys av hedgefondernas avkastning kontra den högre kostnad som detta medför.

Chalmersstiftelsen ligger i linje med förväntad kostnad.

Östersjöstiftelsen och KK-stiftelsen har mycket låga kostnader, vilket huvudsakligen beror på intern förvaltning, vilket dock kan ge en högre risk i form av nyckelpersonsberoende.

Även om det är viktigt att analysera kostnader finns det anledning att återigen poängtera att analysen av mervärdet av förvaltningen, det vill säga vad man får för pengarna, är av ännu större vikt.

## 2.3 Förvaltningsresultat

Vi har granskat utfallet av kapitalförvaltningen baserat på insamling och strukturering av avkastningsdata. Avsikten är att ge en översiktlig bild av hur avkastningen varierat under granskningsperioden och hur detta kan förklaras av skillnader i strategier och placeringar. Beskrivningen kan läsas fristående utan att man studerar tabellerna men tabellerna ger ett närmare underlag för den särskilt intresserade.

Beräkningar har genomförts av

- avkastning och risk
- utfall i relation till mål
- riskjusterad avkastning.

Beräkningar och analys har gjorts både för stiftelsernas totalportfölj och delportföljer. En bedömning har gjorts av den strategiska allokeringen i förhållande till stiftelsernas uppdrag.

I detta avsnitt avser begreppet risk<sup>39</sup> standardavvikelse<sup>40</sup> på portföljens avkastning. Andra och vidare definitioner av risk förekommer, men i detta avsnitt har vi avgränsat betydelsen till just standardavvikelse.

Riskjusterad avkastning redovisas i form av Sharpekvot. Sharpekvot är ett riskjusterat avkastningsmått som relaterar avkastningen utöver riskfri ränta till den totalrisk (standardavvikelse) som portföljen är utsatt för.

Syftet med den kvantitativa utvärderingen är att bedöma nivån på

- stiftelsernas avkastning på totalportföljen och delpportföljer jämfört med avkastning och risk på marknaden och jämförbara aktörer,
- stiftelsernas prestation i relation till de mål som är uppsatta för kapitalförvaltningen.

Analysen har skett av hela granskningsperioden 2002–2006 samt för tilläggsperioden januari–augusti 2007. Analysen har genomgående baserats på månadsdata. Beräkningarna bygger på stiftelsernas portföljrapporter om avkastning och risk.

Resultaten sammanställs och visas på nivåerna totalportföljer samt tre delpportföljer: svenska räntebärande papper, svenska aktier och globala aktier.<sup>41</sup>

De avkastningar och riskmått som nämns avser årlig genomsnittlig avkastning respektive risk på årsbasis, såvida inget annat anges.

Följande index har valts i jämförelsen: OMRX-familjen för svenska räntor, SIXPRX för svenska aktier och MSCI World TR Net för utländska aktier. Dessa index motsvarar väl de tillgångar stiftelserna förvaltar samt har en bred spridning och hög acceptans på marknaden.

Aktieindexen är återinvesterande, det vill säga inkluderar avkastning från reinvesterad utdelning. För totalportföljen har dessa index sammanvägts utifrån respektive stiftelses strategiska allokering. För räntepportföljerna sker en sammanvägning, antingen såsom stiftelsens placeringspolicy stipulerar, eller en mix av OMRX-index, anpassad till strategin.

Peer-group, en jämförelse med andra aktörer, är sammansatt av fonder som är tillgängliga för handel i Sverige under hela granskningsperioden (månadsvis data, oviktad avkastning). Urvalet av fonder matchas mot de utvalda tillgångsslagen. För totalportföljerna har inga peer-groups redovisats, då motsvarande aktörer saknas på fondmarknaden.

Fonderna i peer-group belastas med de priser för förvaltningstjänster som gäller på privatmarknaden, vilket oftast avviker från stiftelsernas avgifter. Jämförelser bör således justeras med hänsyn till detta, vilket också sker i analysfasen.

<sup>39</sup> Således risk som relateras till avkastning.

<sup>40</sup> Standardavvikelsen är ett mått på avvikelsen från den genomsnittliga avkastningen under en period. Hög standardavvikelse visar på stora variationer mot den genomsnittliga avkastningen.

<sup>41</sup> Ett par stiftelser har även andra tillgångsslag, men då de är ensamma om dessa är de inte intressanta att redovisa i denna rapport. För en komplett analys av var och en av stiftelsernas förvaltningsresultat hänvisas till de rapporter som KPMG och Agenta har gjort på Riksrevisionens uppdrag.

### 2.3.1 Iakttagelser

I följande avsnitt redovisas de genomsnittliga förvaltningsresultaten indelade i totalportfölj, svenska räntor, svenska aktier och globala aktier<sup>42</sup>.

#### Totalportföljen

I tabell 2.7 redovisas respektive stiftelses genomsnittliga avkastning för totalportföljen under perioden 2002–2006. För att ge en bild av periodens karaktär, som inneburit en hel del svängningar på marknaden, bör nämnas att totalindex har varierat kraftigt under perioden med 2002 som sämsta år och 2005 som bästa år. Även stiftelsernas årliga avkastning har varierat kraftigt. Särskilt STINT och Chalmersstiftelsen hade en negativ avkastning 2002 som fått stort genomslag för den genomsnittliga avkastningen under femårsperioden.

Tabell 2.7 Totalportfölj, genomsnittlig avkastning perioden 2002-2006

	STINT		SSF		KK-stiftelsen		Chalmersstiftelsen		Östersjöstiftelsen	
	Portfölj	Index	Portfölj	Index	Portfölj	Index	Portfölj	Index	Portfölj	Index
Avkastning	3,3%	4,8%	8,0%	7,8%	15,2%	11,4%	4,0%	5,3%	19,2%	10,4%
Mervkastning	-1,5%		0,2%		3,8%		-1,3%		8,8%	
Risk stdav	8,5%	9,0%	5,9%	8,5%	13,7%	15,3%	10,6%	10,2%	15,4%	16,5%
Riskjusterad avkastning sharpekvot	0,09	0,24	0,85	0,60	0,90	0,60	0,16	0,28	1,10	0,50

Östersjöstiftelsen har den högsta genomsnittliga avkastningen följt av KK-stiftelsen, SSF, Chalmersstiftelsen och STINT. Östersjöstiftelsen och KK-stiftelsen har alltså fått den högsta tillväxten av kapital<sup>43</sup>, men det innebär inte med automatik att dessa stiftelser har haft bäst förvaltning. Utvärderingen av förvaltningen är komplex och påverkas av en mängd faktorer. Först och främst är det viktigt att påpeka olika faktorer normala påverkan på en blandportföljs avkastning:

- Strategisk allokering har störst påverkan.
- Taktisk allokering har viss påverkan.
- Förvaltarval har begränsad påverkan.

Vi behöver således vidga analysen med andra mätmetoder för att kunna uttala oss om förvaltningsresultatet.

<sup>42</sup> I tabell 2.7 – 2.10 används avrundade siffror vilket påverkar summeringen.

<sup>43</sup> Bortsett från de utbetalningar som har skett.

1. Avkastningen i relation till den strategiska allokeringen<sup>44</sup> kan mätas som skillnaden i avkastning mellan portföljen och index. Vi finner att detta ger samma rangordning, det vill säga i fallande ordning Östersjöstiftelsen, KK-stiftelsen, SSF, Chalmersstiftelsen och STINT.
2. Den riskjusterade avkastningen tar dessutom hänsyn till hur mycket avkastning förvaltningen genererar i relation till den risk som tas. Ett vanligt mått på detta är Sharpekvoten, som relaterar avkastningen till risken som standardavvikelse. Östersjöstiftelsen och KK-stiftelsen redovisar höga Sharpekvoter<sup>45</sup>. SSF har nästan lika hög Sharpekvot, de har alltså fått nästan lika hög avkastning som de två först nämnda per riskenhet. STINT och Chalmersstiftelsen har lägst Sharpekvoter.

Utifrån dessa faktorer kan vi med rimlig säkerhet konstatera att Östersjöstiftelsen och KK-stiftelsen har haft den mest framgångsrika förvaltningen, att SSF:s förvaltning presterat bättre än index samt att STINT och Chalmersstiftelsen inte har presterat i nivå med sina index.

### Svenska räntor

I nedanstående tabell redovisas respektive stiftelses årliga avkastning under perioden.<sup>46</sup> Notera att indexavkastningen varierar på grund av olika index-sammansättning.

**Tabell 2.8** Svenska räntor, genomsnittlig avkastning perioden 2002-2006

	STINT		SSF		KK-stiftelsen		Chalmersstiftelsen	
	Portfölj	Index	Portfölj	Index	Portfölj	Index	Portfölj	Index
<b>Avkastning</b>	3,8%	4,3%	5,1%	4,9%	3,4%	3,3%	5,0%	4,3%
<b>Mervkastning</b>	-0,5%		0,2%		0,2%		0,7%	
<b>Risk stdav</b>	1,3%	1,6%	1,9%	2,1%	0,8%	0,7%	0,8%	1,8%
<b>Riskjusterad avkastning sharpekvot</b>	0,73	0,72	1,16	0,96	0,66	0,58	2,57	0,75

Skillnaderna mellan stiftelserna inom ränteförvaltningen är ganska små. Alla stiftelser ligger nära sina index. Chalmersstiftelsen utgör ett undantag, den höga avkastningen och låga risken går att hänföra till ett lån givet till ett koncernbolag.

<sup>44</sup> Jämförelseindex är sammanvägt utifrån stiftelsens strategiska allokering.

<sup>45</sup> Tolkningen av Sharpekvoter är att höga tal är bra.

<sup>46</sup> Östersjöstiftelsens sammanställning över svenska räntor saknas i tabellen, då det inte ingick i Riksrevisionens beställning.

### Svenska aktier

I nedanstående tabell redovisas respektive stiftelses årliga avkastning under perioden. Stiftelserna jämförs med ett index för svenska aktier.

**Tabell 2.9** Svenska aktier, genomsnittlig avkastning perioden 2002-2006

	STINT	SSF	KK-stiftelsen	Chalmers-stiftelsen	Östersjö-stiftelsen		
	Portfölj	Portfölj	Portfölj	Portfölj	Portfölj	Index	Peergroup
Avkastning	10,3%	10,9%	17,5%	9,9%	21,7%	13,3%	10,5%
Mervkastning	-3,0%	-2,5%	4,1%	-3,5%	8,4%		-2,8%
Risk stdav	19,6%	18,1%	18,0%	20,8%	18,5%	19,7%	20,0%
Riskjusterad avkastning sharpekvot	0,46	0,51	0,83	0,42	1,00	0,59	0,46

Skillnader inom svenska aktier är relativt stora, med Östersjöstiftelsen och KK-stiftelsen som de portföljer som har den högsta avkastningen. Övriga stiftelser har en avkastning som ligger under index med 2,5–3,5 procentenheter. Dessa portföljer ligger 0,7–1,7 procentenheter under peer-group efter justering för avgifter.

### Globala aktier

I nedanstående tabell redovisas respektive stiftelses årliga avkastning under perioden<sup>47</sup>. Stiftelserna jämförs med ett index för globala aktier. KK-stiftelsen har ingen portfölj med globala aktier.

**Tabell 2.10** Globala aktier, genomsnittlig avkastning perioden 2002-2006

	STINT	SSF	Chalmersstiftelsen	Östersjöstiftelsen		
	Portfölj	Portfölj	Portfölj	Portfölj	Index	Peergroup
Avkastning	-0,3%	4,6%	0,1%	16,2%	1,0%	0,3%
Mervkastning	-1,3%	3,6%	-0,9%	15,2%		-0,7%
Risk stdav	15,6%	14,7%	13,8%	15,9%	14,3%	14,4%
Riskjusterad avkastning sharpekvot	neg	0,19	neg	0,90	neg	neg

Östersjöstiftelsens portfölj har förvaltats framgångsrikt och gett hög avkastning, även i relation till den relativt höga risken. Meravkastningen är drygt 15 procentenheter.

<sup>47</sup> Såväl index som portföljer är beräknade i svenska kronor. Chalmersstiftelsen jämförs här med ett index enbart i kronor. I deras rapportering jämförs även med ett index som delvis är i utländsk lokal valuta. Detta har en något högre avkastning än indexet ovan.



SSF:s portfölj har relativt stora avvikelser i sin sammansättning jämfört med index med en inriktning mot Europa inklusive Östeuropa och Asien. Förvaltningen har gett en meravkastning på 3,6 procentenheter till en risk i nivå med index.

STINT har en övervikt mot Asien i sin globala portfölj. Som helhet har portföljen lägre avkastning än index med 1,3 procentenheter. Risken är något högre än i index. Portföljens avkastning över dessa fem år dras ned av år 2002, som var ett svagt år. Sedan dess är avkastningen något högre, dock utan att utmärka sig åt något håll.

Slutligen har Chalmersstiftelsen en mer konservativt utformad global aktieportfölj. Chalmersstiftelsen ligger också närmast index i avkastning och risk.

### 2.3.2 *Bedömningar*

Utfallet av det genomsnittliga förvaltningsresultatet visar stora skillnader i avkastning mellan stiftelserna, både på totalportföljerna och inom olika tillgångsslag. För totalportföljen överträffar Östersjöstiftelsen och KK-stiftelsen index med god marginal. SSF lyckas med liten marginal överträffa index. Chalmersstiftelsen och STINT når inte index.

Östersjöstiftelsen och KK-stiftelsen är framför allt framgångsrika i sina aktieportföljer. SSF har högst avkastning i relation till index inom globala aktier. Globala aktieportföljen har dock en avkastning som understiger totalportföljens. Chalmersstiftelsen och STINT har varierande resultat inom tillgångsslagen.

Beräkningarna av förvaltningsresultatet ger ett digert siffermaterial ur vilket stiftelsernas förvaltningsresultat kan rangordnas. Detta kan hjälpa oss att utvärdera stiftelsernas kapitalförvaltning, men är inte tillräckligt<sup>48</sup> för en fullständig analys. Den kompletta utvärderingen är komplex och påverkas av en mängd faktorer.

Det är viktigt att påpeka olika faktorer normala påverkan på en blandportföljs avkastning. Strategisk allokering har störst påverkan, taktisk allokering har viss påverkan och förvaltarval har begränsad påverkan.

Stiftelsens policybeslut har alltså normalt den högsta påverkan på portföljens avkastning, vilket belyser vikten av tillräckliga underlag för de strategiska besluten. Policybesluten är i sin tur avhängiga den risknivå stiftelsen vill ha, långsiktiga målsättningar med mera.

KK-stiftelsens och Östersjöstiftelsens höga avkastningar kan hänföras till den höga strategiska andelen svenska aktier. Svenska aktier har utvecklats

<sup>48</sup> Det går att fördjupa analysen av förvaltningsresultat genom så kallad bidragsanalys. Analysen avser att förklara bidraget till resultatet från dels styrelsens strategiska beslut, dels den operativa förvaltningen, bland annat vilka placeringar som har gett bra respektive dålig avkastning i portföljen. En sådan närmare bidragsanalys ingår inte i granskningen.

mycket positivt under perioden, och de aktier som stiftelserna har valt att placera i överträffar index.

STINT:s avkastning förklaras dels av en strategi med lägre risknivå och därmed förväntad lägre avkastning, dels av lägre förvaltningsresultat jämfört med index och andra förvaltare.

Chalmersstiftelsen har låga resultat inom svenska och globala aktier jämfört med index och andra förvaltare.

Samtliga stiftelser som har globala aktier har lägre avkastning inom det tillgångsslaget än i totalportföljen<sup>49</sup>.

### 2.3.3 *Förvaltningsresultat januari–augusti 2007*

Riksrevisionen har via ett tilläggsuppdrag till anlitade experter låtit granska vilket förvaltningsresultat stiftelserna uppnått och hur de agerat i sin förvaltning från januari till och med augusti 2007<sup>50</sup>. Motivet för den kompletterande granskningen var att få indikationer om huruvida stiftelserna har haft beredskap och förmåga att hantera en vikande marknad, vilket delvis skedde under sommaren 2007. Iakttagelser och resultat redovisas per stiftelse.

#### *STINT*

STINT:s strategiomläggning i maj 2005 har skapat en viss buffert jämfört med det formella livslängdsmålet. Inga förändringar har därefter skett av kapitalförvaltningens strategi och implementering. Avkastningen för totalportföljen under 2007 är 4,8 procent jämfört med index på 4,2 procent.

#### *SSF*

Strategin ligger fast. Avkastningen är fortsatt mycket stabil. Totalportföljens avkastning under 2007 är 5,3 procent mot index på 5,2 procent.

#### *KK-stiftelsen*

Strategin ligger fast. Avkastningen är fortsatt mycket stabil. Totalportföljens avkastning under 2007 är 9,6 procent mot index på 7,3 procent.

<sup>49</sup> Detta ska inte ses som en slutsats om globala (eller möjligen mer generellt utländska) aktier är ett bra eller dåligt tillgångsslag. Teoretiskt sett bidrar globala aktier till en ökad riskspridning i en portfölj med svenska aktier och obligationer. Dock uppträder valutarisk i samband med globala aktier som enstaka perioder kraftigt kan förändra utfallet.

<sup>50</sup> En mer utförlig rapport för varje stiftelse avseende tilläggsperioden har gjorts av Agenta och KPMG på uppdrag av Riksrevisionen.

### *Chalmersstiftelsen*

Strategin ligger fast. Avkastningen är stabil. Totalportföljens avkastning under 2007 är 5,1 procent mot index på 4,7 procent.

### *Östersjöstiftelsen*

Strategin ligger fast. Resultatet har varit fortsatt bra. Totalportföljens avkastning under 2007 är 10,2 procent mot index på 7,4 procent. Kredit- och likviditetskrisen i augusti medförde att ett innehav av amerikanska kommunobligationer, som vid årsskiftet uppgick till cirka 300 miljoner kronor, tappade nära 20 procent i värde, vilket motsvarar den totala avkastningen på obligationen under knappt tre års tid. Innehavet visade sig ha en hög riskprofil och informationen till stiftelsens styrelse borde haft den utgångspunkten. I stället angavs en lägre risk, då obligationerna var klassificerade som svenska räntor, som har en helt annan riskprofil.

#### *2.3.4 Bedömning av förvaltningsresultat januari–augusti 2007*

Det är svårt att redan efter en kort tid efter en viss marknadssituation bedöma om strategier och agerande på ett rimligt sätt har balanserat kraven på god avkastning och risker i kapitalförvaltningen. Med alla de osäkerheter som en sådan bedömning innebär, kan Riksrevisionen ändå dra slutsatsen att inget i våra jämförelser och vår analys pekar mot att stiftelsernas förvaltning under de första åtta månaderna 2007 skulle ha tagit större risker eller fått sämre avkastning än jämförbara organisationer.

Riksrevisionen bedömer att stiftelserna under den granskade perioden av 2007 inom ramen för oförändrade strategier har presterat goda förvaltningsresultat. Samtliga stiftelser har överträffat sina index.

## **2.4 Rapportering**

Vi har granskat vilken rapportering som sker av kapitalförvaltningen till styrelse och till kapitalutskott.

### *2.4.1 Best practice*

Rapportering av kapitalförvaltningen är av central betydelse i en stiftelse. Styrelsen har det övergripande ansvaret för kapitalförvaltningen. Styrelsen är beroende av en rättvisande och tydlig information för att kunna ta detta

ansvar. I en liten organisation med relativt enkel kapitalförvaltning är det en avvägning mellan hur mycket som rapporteras i förhållande till den information som krävs för att styrelsen ska få nödvändig kunskap om portföljen. Man bör ta hänsyn till styrelsemedlemmarnas erfarenhet av kapitalförvaltning för att säkerställa förståelsen för densamma.

---

#### **Best practice för rapportering**

Rapporteringen bör ge en bild av utvecklingen och riskerna i portföljen i förhållande till den målsatta risknivån, stiftelsens tidsperspektiv och eventuella avvikelser i förhållande till placeringspolicyn.

Rapporteringen ska vara tillräckligt informativ för att ge styrelsen beslutsunderlag för att ändra strategi, tillgångsfördelning eller dylikt.

Årsredovisningslagen stipulerar att förvaltningsberättelsen ska lämna upplysningar om mål och tillämpade principer för finansiell riskstyrning jämte, för varje viktig typ av planerad affärshändelse där säkringsredovisning används, tillämpade principer för säkring samt exponering för prisrisker, kreditrisker, likviditetsrisker och kassaflödesrisker.

---

#### **2.4.2 Iakttagelser**

Rapporteringen till styrelsen inom STINT är i huvudsak enligt *best practice*. Dock sker ingen rapportering av riskmått. Gällande utvärderingen av de förvaltare STINT har kan det med fördel göras en peer-group-analys där en jämförelse sker mellan aktuella fonder och en grupp av jämförbara alternativ som komplement till jämförelser mot index.

Den skriftliga rapporteringen av kapitalförvaltningen till SSF:s styrelse överensstämmer i huvudsak med *best practice*. SSF har dock en relativt avancerad kapitalförvaltning med ett stort antal externa förvaltare som styrelsen bör få bättre information om.

Rapporteringen till styrelsen inom KK-stiftelsen sker huvudsakligen enligt *best practice*, men kan kompletteras med en peer-group-analys, en jämförelse mellan egen förvaltning och jämförbara aktörers förvaltning,

Rapporteringen inom Chalmersstiftelsen sker huvudsakligen enligt *best practice*.

Rapporteringen i Östersjöstiftelsen har varit enligt *best practice* i allt väsentligt. Stiftelsens kansli och placeringsdelegationen har fått rapportering från den externa part som sammanställer portföljrapporter. Den rapporteringen är i stort sett ändamålsenlig, med detaljerade siffror och nyckeltal, men kan förbättras på ett antal punkter. Bland annat kan rapporten kompletteras med en sammanställning av totalportföljen. Den skriftliga rapporteringen till styrelsen har delvis varit summarisk och utförts internt av den operativa förvaltningen.

För STINT, SSF, Chalmersstiftelsen och KK-stiftelsen kan rapporteringen kompletteras med en mer kontinuerlig rapportering av den totala förvalt-

ningskostnaden och en totalkostnadsanalys, som visar hur stor del av totalkostnaden för ett innehav som består av avgifter.

I årsredovisningen beskriver inte STINT, Chalmersstiftelsen och KK-stiftelsen målen för kapitalförvaltning och risktagande så utförligt så att kraven i årsredovisningslagen helt uppfylls. Östersjöstiftelsen och SSF redovisar helt i linje med kraven i årsredovisningslagen.

### 2.4.3 *Bedömningar*

Rapporteringen inom stiftelserna är i stort sett ändamålsenlig och enligt *best practice*, även om det finns brister främst inom riskrapportering, peer-group-analys och kostnadsredovisning. Upplysningarna i årsredovisningen varierar från ganska kortfattade (STINT, KK-stiftelsen och Chalmersstiftelsen) till utförliga som beskriver strategin och därmed förenade risker (SSF och Östersjöstiftelsen).

Bristerna inom den interna rapporteringen kan medföra att risken i kapitalförvaltningen inte är känd i hela organisationen och att styrelsen inte får kännedom om vad andra jämförbara aktörer presterar. Rapportering är också en förutsättning för en god kostnadskontroll.

En generell synpunkt är att stiftelserna med viss regelbundenhet bör låta göra en oberoende utvärdering av kapitalförvaltningen som rapporteras till styrelsen. Denna bör omfatta riskrapportering och peer-group-analys. Stiftelsens ledning bör sammanställa kapitalförvaltningens totala kostnad och årligen rapportera den till styrelsen.

I årsredovisningen bör STINT, Chalmersstiftelsen och KK-stiftelsen förbättra sin rapportering av kapitalförvaltningen, i linje med kraven i årsredovisningslagen avseende mål för kapitalförvaltning och beskrivning av risktagande.

## 2.5 **Överväganden om stiftelsernas kapitalförvaltning**

### 2.5.1 *Val av strategi*

Den genomsnittliga avkastningen under åren 2002–2006 har en spridning mellan 3 och 19 procent årligen för de granskade stiftelserna. Är det då rimligt att påstå att alla stiftelserna har strategier som begränsar den finansiella risken och tar till vara möjligheter till god avkastning?

För att besvara den frågan återfinns nedan en övergripande analys för respektive stiftelse. Denna analys har givetvis sina begränsningar och ska ses som ett försök att diskutera frågeställningen och komma fram till en bedömning.

## STINT

Borde STINT ha valt en annan strategi, utifrån analysen av förvaltningsresultatet? Utifrån stadgarna har STINT möjligheter att höja risken.

Låt oss jämföra strategierna i STINT och KK-stiftelsen. Vad blir effekten av en aktieandel på 80 procent för STINT? Ett inte helt orimligt antagande är att STINT fått motsvarande indexavkastning<sup>51</sup>, vilket i så fall skulle ha gett STINT en potential på 10–11 procent årlig avkastning under granskningsperioden. Är detta förenligt med andra mål?

I samband med arbetet med den aktuella strategin formulerade styrelsen två mål: tio års livslängd och 75 miljoner kronor i stabil årlig utbetalningsnivå. STINT använder externa förvaltare, vilket också är en del av deras strategiska beslut. Givet nyss nämnda policybeslut av styrelsen bedömer vi att riskerna med en strategi med hög aktieandel inte är förenliga med STINT:s verksamhetsmål att hålla en stabil årlig utbetalningstakt över tio år. Det kan däremot noteras att om utbetalningsmålen varit mer flexibla skulle andelen aktier kunna ökas och möjligheterna till högre avkastning öka.

Ett annat sätt att höja avkastningen skulle kunna vara att byta förvaltare. Kan STINT då få samma avkastning som KK-stiftelsen inom tillgångsslagen? Givetvis kan de olika mandatens avkastning förbättras, men det är svårt att finna en förvaltare som över flera år överträffar index. Att försöka replikera deras förvaltning med en egen intern förvaltning kan också vara riskabelt för STINT.

Även om vi således bedömer att STINT:s strategi är rimlig så finns det ett antal brister i utförandet som behöver åtgärdas, och det behövs en stabilitet i strategin. STINT:s avkastningsmål på drygt 5 procent är rimligt sett till verksamheten. Strategins förväntade avkastning enligt index är på 4,8 procent. Det är strax under avkastningsmålet, vilket får ses som godtagbart. Att den faktiska avkastningen är lägre kan hänföras till brister i utförandet av kapitalförvaltningen.

Om ambitionen höjs från en godtagbar avkastning till en god avkastning kan det dock finnas skäl att var tveksam till strategivalet. STINT har och har haft en strategi som kanske inte gett tillräckliga förutsättningar för att kunna anpassa placeringsverksamheten till marknaden och förändring av risk. Strategivalet i sig och de beslut som styrelsen fattat om utbetalningsnivå och livslängd innebär att den möjliga avkastningen är begränsad.<sup>52</sup>

Med anledning av att STINT numera har en buffert jämfört med årliga utbetalningsmål och livslängdsmålet skulle styrelsen kunna överväga att antingen förlänga livslängdsmålet eller öka risknivån i portföljen i syfte att öka avkastningen, eller kombinera dessa åtgärder.

De senaste åren har STINT nått sitt avkastningsmål. STINT har goda möjligheter att nå målen om livslängd och utbetalningstakt.

<sup>51</sup> Detta bygger på att STINT:s förvaltare ger en avkastning i nivå med index, vilket är att betrakta som ett hyggligt resultat. Erfarenheten visar att endast en mindre del av förvaltarna lyckas överträffa index över en serie av år.

<sup>52</sup> Här kan till exempel nämnas att AP-fonderna har en genomsnittlig avkastning på 7,4 procent per år under samma period. Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2002–2006, regeringens skrivelse 2006/07:130 s. 1.

Riksrevisionen anser sammanfattningsvis att STINT har en strategi som är anpassad till dess verksamhet och målsättningar. Jämfört med andra institutionella placerare har STINT i sin strategi agerat med försiktighet. STINT har dock haft brister i utförandet av kapitalförvaltningen.

## SSF

Vi bedömer att SSF har förutsättningar att välja en strategi med högre risk, i syfte att nå en högre avkastning över tiden. En sådan strategi går också rimligen att förena med verksamhetsmålen.

Ändå har SSF valt en strategi med lägre risk<sup>53</sup> med ett absolut avkastningsmål. Stiftelsen önskar undvika förluster i totalportföljen annat än möjligen för enstaka månader. Strategin bygger på att SSF anlitar extern förvaltning.

SSF når sina avkastningsmål till relativt låg risk. Det finns goda möjligheter att nå mål avseende livslängden och utbetalningstakten.

Riksrevisionen anser sammantaget att strategi, mål och placeringar är väl anpassade till varandra och till verksamheten.

## Chalmersstiftelsen

Det genomsnittliga förvaltningsresultatet under perioden är relativt lågt och når inte upp till jämförelseindex.

Chalmersstiftelsen har ställt höga mål för kapitalbevarande och styrelsen har successivt höjt målet jämfört med kravet i stadgarna. Uppföljning av kapitalbevarandet sker löpande (snarast årligen, inte över ett antal år), vilket innebär att Chalmersstiftelsen har en ganska liten riskbuffert. Detta begränsar risktagandet i kapitalförvaltningen. Utbetalningstakten har anpassats så att den ryms inom dessa målsättningar.

Chalmersstiftelsen har inte nått sitt avkastningsmål under granskningsperioden, men trenden är positiv. Allokeringen är central när det gäller möjligheterna att fortsätta att nå avkastningsmålet. Det finns givetvis förbättringspotentialer på många områden, exempelvis skulle tydligare utvärderingskriterier av den externa förvaltningen öka trycket på förvaltarna och ge Chalmersstiftelsen möjligheter att utveckla kapitalförvaltare som inte når uppsatta mål.

Riksrevisionen anser sammantaget att Chalmersstiftelsens strategi är väl anpassad till verksamhet och målsättningar. Det finns dock en potential att förbättra utförandet av kapitalförvaltningen, till exempel att utveckla bättre verktyg för att utvärdera förvaltare och snabbare utveckla dem som inte når målen. Detta bör givetvis balanseras mot att för korta utvärderingsperioder normalt sett inte är lyckosamt.

Chalmers skulle även kunna ha haft en något större aktieandel, med tanke på att stiftelsen har en mycket lång planeringshorisont.

<sup>53</sup> Låg till medium sett på en skala från låg till hög.

### *Östersjöstiftelsen och KK-stiftelsen*

Östersjöstiftelsen och KK-stiftelsen är nästan fullt ut jämförbara. De har hög risk<sup>54</sup> i förvaltningen, beroende på den stora andelen aktier. Risk mäts ofta utifrån ett kort tidsperspektiv, till exempel ett år, och aktier kan i det sammanhanget framstå som mer riskfyllt än vad som är motiverat för många investerare med en lång placeringshorisont, 5–10 år eller mer. Både KK-stiftelsen och Östersjöstiftelsen har en intern förvaltning som innebär ett högt nyckelpersonsberoende. Båda stiftelserna har lyckats mycket väl i sin kapitalförvaltning sett till avkastningen. Båda uppnår med god marginal sina avkastningsmål. De båda stiftelsernas risknivå i såväl strategier som placeringar får anses vara större än vad som är brukligt hos institutionella placerare.

Med anledning av att kapitalet enligt KK-stiftelsens antaganden endast marginellt kommer att minska till år 2015 skulle styrelsen kunna överväga att antingen förlänga planeringshorisonten eller på annat sätt ta hänsyn till den starka kapitalbasen i ett nytt strategiskt beslut.

Riksrevisionen anser sammantaget att strategier och mål är förenliga med stiftelsernas verksamhet och att den höga risken i kapitalförvaltningen inte utgör en fara att inte nå verksamhetsmålen. En nyckelperson i respektive stiftelse torde på ett avgörande sätt ha bidragit till att de ambitiösa målsättningarna kunnat förverkligas. Detta utgör samtidigt ett beroende av dessa personer, vilket kräver en beredskap från stiftelsernas sida för att hantera förändringar som kan uppstå.

#### *2.5.2 Bedömning av strategier och avkastning*

Avkastningen och nivån på åtagandena varierar mellan stiftelserna. Möjligheten att öka avkastningen är bland annat beroende av vilken strategi stiftelserna väljer.

En strategi är att välja en längre tidshorisont och en nivå på åtagande som gör att man kan reservera en del av kapitalet. Man kan då ta en större risk med det kapital som är avsatt för långsiktig förvaltning. Därigenom kan man lyckas bygga upp ett kapital för att öka åtagandena på längre sikt, men man kan också förlora delar av det kapital som är utsatt för högre risk.

Stiftelserna är, vid tidpunkten för granskningen, samtliga i en sådan situation att de var och en kan besluta om såväl lång tidshorisont som nivå på åtaganden. Några av dem är dock bundna av sina egna beslut om livslängd och nivå på åtaganden, men styrelsen kan ändra dessa beslut och fatta nya. Samtliga stiftelser har således på sikt mycket stor frihetsgrad att välja förvaltningsstrategi – hög risk, medelrisk eller låg risk – för delar av eller hela sitt kapital.

<sup>54</sup> Mätt som standardavvikelse.



Samtliga fem granskade stiftelser har idag etablerat strategier som är anpassade till verksamhet och mål. Vi har noterat att KK-stiftelsen och Östersjöstiftelsen med framgång haft en större riskaptit än vad som är vanligt bland institutionella placerare. I STINT och Chalmersstiftelsen har strategierna med en låg andel aktier inneburit låg risk och därmed fungerat som gränssättande för möjlig avkastning. Det har medverkat till att dessa stiftelser under granskningsperioden haft en i genomsnitt lägre avkastning än de andra stiftelserna.

De relativt låga genomsnittliga förvaltningsresultaten för Chalmersstiftelsen och STINT behöver inte ses som att stiftelserna har betydande brister i sina strategier eller sin förvaltning. Värdet av en del omprövningar har dock belysts ovan och det finns en förbättringspotential. Regelbundna utvärderingar och tydliga kriterier på önskat resultat kan vara ett steg att förbättra avkastningen. Intressant är att notera att av de granskade stiftelserna har de med intern förvaltning de lägsta förvaltningskostnaderna och den högsta avkastningen.

De fem stiftelserna har olika förutsättningar i form av krav på livslängd, kapitalbevarande och egna målsättningar. De har också byggt en organisation utifrån sina egna förutsättningar, till exempel storleken på kapitalet och tankar på hur kapitalförvaltningen bäst organiseras, om de ska ha intern eller extern kapitalförvaltning. Det finns anledning att poängtera att frihetsgraden att ändra dessa strategier är stor, genom att stiftelserna kan besluta om såväl längre livslängd som åtagandenivå. Ett par stiftelser, KK och Östersjöstiftelsen, har lyckats väl i att nå en jämförelsevis mycket god avkastning.

### 2.5.3 *Bedömning av stiftelsernas utvecklingsinsatser*

lakttagelserna från den kompletterande granskningen av de första åtta månaderna 2007 visar att ett värdefullt utvecklingsarbete gjorts och pågår inom flera stiftelser. Riksrevisionen ser positivt på förändringsarbetet. Utvecklingen gäller bland annat följande:

- Ansvarsfördelningen mellan styrelse och placeringsdelegation/kapitalutskott förändras så att styrelsens inflytande och beslutsfunktioner stärks. Några exempel är att styrelsen drar tillbaka sin generella delegation till kapitalutskottet att besluta om placeringspolicy samt att placeringspolicier och placeringsreglementen har uppdaterats och innehållit i dem förtydligats så att deras styrande verkan kan öka.
- Informationen till styrelsen om kapitalförvaltningen förbättras. Det kan till exempel gälla att styrelsen löpande ska informeras om innehav av onoterade aktier och eventuell insiderinformation och att mandat för investeringar som syftar till aktivt och tidsbegränsat ägarengagemang i onoterade företag ska behandlas i styrelsens placeringspolicy.

- Diskussioner om vikten av att ha extern kompetens i ett mer aktivt kapitalutskott.
- Tydliggörande av ansvar och roller i kapitalförvaltningen.
- Beslut om att årligen göra oberoende utvärderingar av kapitalförvaltningen.

## 2.6 Sammanfattande bedömningar

Syftet med att granska kapitalförvaltningen i fem statligt bildade stiftelser var bland annat att besvara de två första revisionsfrågorna:

1. Har stiftelsernas styrelser, givet den planerade utbetalningsstrukturen i stiftelsernas stadgar, förvaltat sin förmögenhet så att de finansiella riskerna begränsas och möjligheterna till god avkastning tas till vara?
2. Följer stiftelserna regler och praxis i fråga om redovisning av avkastning på kapital med mera?

Fråga ett kan besvaras med att alla granskade stiftelser har hanterat sin kapitalförvaltning så att föreskrifternas krav har uppfyllts. En förklaring till det jakande svaret är att formuleringen i föreskrifterna inte ställer preciserade krav<sup>55</sup>. De strategier som stiftelsernas styrelser har beslutat om har uppfyllt föreskrifternas krav att ta till vara möjligheterna till god avkastning och begränsa riskerna.

Men ställer vi frågan om avkastningen varit god och det innebär att god avkastning likställs med att överträffa index, framgår det att Chalmersstiftelsen och STINT inte uppnått genomsnittlig god avkastning under den granskade femårsperioden.

Frågar vi oss om stiftelserna haft en kapitalförvaltning i enlighet med *best practice* finner vi brister hos flera av de granskade stiftelserna. Om formuleringen ”begränsning av finansiella risker” avser riskanalyser, riskuppföljning och tydliga riskmandat och riskkontroll i enlighet med *best practice*, visar granskningen på flera brister, inte minst i fråga om styrelsernas ansvar för att i sin placeringspolicy besluta om tillåten risk. Riksrevisionen anser att styrelsernas ansvar för kapitalförvaltningen, som slås fast i stiftelselagen<sup>56</sup> och också framgår av föreskrifterna, innefattar att fatta viktiga policybeslut. Vi menar följaktligen att grundläggande policybeslut om kapitalförvaltningen ska fattas av styrelsen och inte delegeras. Hit hör styrelsebeslut om mål och risknivåer för kapitalförvaltningen. Så har inte alltid skett. Avsteg har gjorts genom att styrelsen har delegerat dessa beslut till kapitalutskottet eller

<sup>55</sup> I fyra av stiftelsernas föreskrifter finns följande skrivning: *Styrelsen ansvarar för att stiftelsemas förmögenhet förvaltas på ett betryggande sätt så att riskerna begränsas och möjligheterna till god avkastning tas tillvara.* För Chalmersstiftelsen finns följande formulerat för den del av kapitalet som ska bevaras: *... får omplaceras i andra tillgångar som ger betryggande säkerhet och rimlig avkastning.*

<sup>56</sup> 2 kap. 3 § stiftelselagen (1994:1220).

förvaltaren. På detta sätt har ett stort riskmandat delegerats samtidigt som styrelsen fullt ut haft kvar det reella ansvaret. I sammanhanget bör noteras att styrelseledamöternas ansvar enligt stiftelselagen är mycket långtgående.

För två av stiftelserna kan frågan ställas om de i sina placeringar tagit större risker än vad som är normalt för institutionella placerare. Dock kan konstateras att risktagandet varit framgångsrikt under den granskade perioden eftersom förvaltningsresultaten varit mycket goda. Kapitalutskott och förvaltare har i dessa fall varit mycket kompetenta.

Vår huvudslutsats för den första revisionsfrågan är att samtliga stiftelsers kapitalförvaltning är anpassad till den strategi stiftelsen valt. Stiftelsernas strategier är också anpassade till de mål som satts upp för verksamheten. Dock finns avvikelser mot *best practice* inom områdena underlag för strategi, organisation och styrning. Följsamhet mot *best practice* ger dock inga garantier för god avkastning, men skapar förutsättningar för god kapitalförvaltning.

Fråga två kan besvaras med att den interna och externa rapporteringen i allmänhet är god och följer *best practice*, även om det finns brister. Exempel på brister inom den interna rapporteringen är riskrapportering som inte omfattar redovisning av det risktagande och de riskmått som enligt *best practice* återfinns i placeringspolicyn, avsaknad av oberoende analytisk uppföljning och utvärdering av förvaltningsresultatet i relation till index och peer group-analys och ofullständiga kostnadsredovisningar. I den externa rapporteringen av kapitalförvaltningen, i årsredovisningen, kan rapporteringen för några stiftelser förbättras och bli mer utförlig.



## 3 Regeringens påverkan på stiftelsernas kapitalförvaltning – iakttagelser och bedömningar

Revisionsfrågan är:

*Använder regeringen sina möjligheter att påverka stiftelsernas kapitalförvaltning så att riksdagens intentioner tillgodoses?*

Vi har granskat vilka möjligheter regeringen har att påverka stiftelsernas kapitalförvaltning. Med påverkan avses regeringens möjlighet att påverka enligt stiftelselagen. Vi redovisar iakttagelser om hur regeringen har påverkat kapitalförvaltningen. Vi bedömer hur regeringen bör agera när det gäller stiftelsernas kapitalförvaltning.

### 3.1 Bakgrund

#### 3.1.1 Regeringen och stiftelser bildade av staten

Stiftelser bildade av staten är, precis som stiftelser bildade av andra stiftare, privaträttsliga subjekt.<sup>57</sup> Detta innebär att stiftelsernas förmögenheter inte räknas in i statens medel och dess övriga tillgångar. Konsekvensen av detta är att regeringens mandat skiljer sig från det för statliga bolag och myndigheter. Förmögenheten hos statliga bolag och myndigheter står på olika sätt till regeringens disposition, när det gäller statliga bolag genom att staten äger aktierna i bolaget. Regeringen har ett långtgående ansvar för förvaltningen av dessa förmögenheter.

Regeringen har riksdagens uppdrag att aktivt förvalta statens tillgångar så att den långsiktiga värdeutvecklingen blir den bästa möjliga och – i förekommande fall – att de särskilda samhällsintressena infrias. Regeringens mandat framgår av regeringsformen.<sup>58</sup> Statens medel och dess övriga tillgångar står till regeringens disposition enligt 9 kap. 8 § regeringsformen. Denna paragraf omfattar endast tillgångar som hör till det offentliga organet staten. Regeringens ansvar och skyldigheter regleras också av budgetlagen.<sup>59</sup>

<sup>57</sup> 1 kap. 1 § stiftelselagen.

<sup>58</sup> Regeringsformen (1974:152).

<sup>59</sup> Lagen om statsbudgeten (1996:1059).

De statligt bildade stiftelserna lyder bland annat under stiftelselagen och bokföringslagen. Stiftelserna har ett eget kapital och förvaltningen av detta kapital är en uppgift för stiftelsernas styrelser. Det innebär att 9 kap. 8 § regeringsformen således inte behandlar regeringens mandat i förhållande till statliga stiftelser, utan de speciella regler som här gäller framgår av stiftelselagen. De statligt bildade stiftelserna är sålunda inte offentligrättsliga objekt.

Regeringen har inga lagligt reglerade skyldigheter att påverka kapitalförvaltningen för stiftelser bildade av staten. Däremot har regeringen vissa möjligheter att göra det.

### 3.1.2 *Bedömningsgrunder*

Bedömningsgrunderna för revisionsfrågan redovisas i sin helhet och med referenshänvisningar i avsnitt 1.3.2. Nedan följer en sammanfattning.

#### *Utvärdering och uppföljning*

Utbildningsutskottet ansåg, i ett betänkande som riksdagen ställt sig bakom, vid bildandet av stiftelserna 1993, att stiftelsernas verksamhet regelbundet bör bli föremål för kvalificerad utvärdering och uppföljning, bland annat för att ge stiftelserna underlag för omprövning och omprioritering.

Föreskrifterna till flertalet av löntagarfondsstiftelserna förseddes med en rätt för Kungl. Vetenskapsakademien (KVA) att utföra granskning av stiftelsernas verksamhet.

Regeringen får utvärdera och följa upp stiftelsernas kapitalförvaltning av tre skäl; för det första för att kunna ta till vara statens intressen som stiftare och för det andra för att få ett kunskapsunderlag för att kunna avgöra om det finns behov av att ändra något i stiftelsernas föreskrifter enligt 6 kap. 4 § i stiftelselagen. Detta kan ske utan att det måste finnas indikationer på allvarliga brister som skulle kunna leda till skadeståndskrav. I samtliga av de granskade stiftelserna tillsätter också regeringen styrelseledamöter, och regeringen behöver därför för det tredje underlag för beredningen av sitt beslut om tillsättningar.

#### *Information till riksdagen*

Utbildningsutskottet utgick, i ett betänkande godkänt av riksdagen, från att riksdagen hålls informerad om stiftelsernas verksamhet, resultat och eventuella problem.

### *Regeringens möjlighet till inflytande*

Enligt stiftelselagen får regeringen ändra i vissa av en statligt bildad stiftelses föreskrifter. Följande punkter får ändras eller tas bort:

- hur stiftelsens förmögenhet ska vara placerad
- huruvida stiftelsen ska ha egen eller anknuten förvaltning
- av vem en styrelseledamot eller förvaltaren entledigas eller utses, eller hur styrelsen ska vara sammansatt
- styrelsens beslutförhet eller omröstningsförfarande
- arvode till styrelsens ledamöter eller förvaltaren
- räkenskaper eller årsredovisning för stiftelsen
- revision
- rätt att föra talan om skadestånd till stiftelsen eller om entledigande av styrelseledamot eller förvaltare.

## **3.2 Iakttagelser**

### *3.2.1 Regeringens förhållningssätt gentemot de granskade stiftelserna*

De granskade forskningsstiftelserna hör till Högskole- och forskningsministrarnas ansvarsområde.

I stiftelserna utövar regeringen viss styrning genom att regeringen utser styrelseledamöterna<sup>60</sup>. Stiftelsens styrelse ansvarar för kapitalförvaltningen och väljer strategi, utformar placeringsregler och riskmandat. Regeringen har använt möjligheten att ändra i stiftelsernas föreskrifter i ett avseende, och det angående vem som utser styrelsen. Sedan 1997 utser regeringen styrelsen i de granskade stiftelserna.

Regeringen har inte beslutat om en formaliserad process eller policy för bedömning eller utvärdering av stiftelsernas kapitalförvaltning. Detta innebär att insatserna varit begränsade och koncentrerade till processen att välja styrelse. Det finns ett beredningsarbete för arbetet med styrelseutnämningar. Dock saknas dokumenterade riktlinjer, vilket innebär att ärendehantering i mycket avgörs av den enskilda handläggaren. Av betydelse för kapitalförvaltningen är ambitionen bland handläggarna att minst en person i styrelsen ska ha kompetens inom kapitalförvaltning. Någon reell utvärdering av hur styrelsen fungerar i kapitalförvaltningsfrågor genomförs inte; däremot tillfrågas oftast styrelseordförande av handläggare i Regeringskansliet om hur styrelsens arbete har fungerat.

<sup>60</sup> Rektor vid Chalmers är dock en självskriven ledamot i Chalmersstiftelsens styrelse. Lärarna och studenterna vid Chalmers äger rätt att utse en ledamot var.

Regeringskansliet har inte formellt getts till uppgift att följa kapitalförvaltningen i stiftelserna. Ingen handläggare inom Regeringskansliet har tilldelats uppgiften att aktivt följa värdeutvecklingen och andra frågor som hör till kapitalförvaltningen. Detta innebär att någon aktiv uppföljning inte gjorts av de granskade stiftelserna. Handläggarna på Regeringskansliet tar däremot del av stiftelsernas årsredovisningar och ställer med anledning av dessa vid behov frågor till stiftelserna. Handläggarna på Regeringskansliet tar också del av de granskningar som KVA<sup>61</sup> har utfört.

Riksdagen har inte, sedan stiftelserna bildades, 1993 och 1994, fått någon samlad redogörelse för hur stiftelserna bildade med löntagarfondsmedel utvecklats och hur de hanterar kapitalförvaltningen. De forskningspolitiska propositionerna berör helt kortfattat förekomsten av de statliga forskningsstiftelserna och deras bidrag till forskningens finansiering. Budgetpropositionerna innehåller korta redogörelser för vilken verksamhet forskningsstiftelserna har finansierat och kommer att finansiera.

### 3.2.2 *De granskade stiftelsernas kapitalförvaltning*

I granskningens kapitel 2 beskrivs de avvikelser gentemot *best practice* som finns i de granskade stiftelsernas kapitalförvaltning. Bristerna gäller bland annat underlag för strategier, placeringspolicier och organisation. Förutom bristerna gentemot *best practice* når vissa av stiftelsernas genomsnittliga förvaltningsresultat inte upp till sina index. I några av stiftelsernas styrelser finns ingen med specifik kapitalförvaltningskompetens.

### 3.2.3 *Kungl. Vetenskapsakademiens roll*

Vid stiftelsernas tillkomst 1993 och 1994, och i linje med utbildningsutskottets önskemål om regelbunden utvärdering, angav regeringen i föreskrifterna för KK, SSF, STINT och Östersjöstiftelsen att Kungl. Vetenskapsakademien (KVA)<sup>62</sup> har rätt att granska stiftelsens verksamhet. Formuleringen som säger att KVA<sup>63</sup> ska ha rätt att granska stiftelserna är utan krav på frekvens, form eller innehåll. Riksdagens revisorer konstaterade i sin granskning 1999<sup>64</sup> att stiftelserna i skiftande grad hade varit föremål för akademiernas utvärderingar. Den bilden kvarstår. Som en jämförelse kan nämnas att Stiftelsen för miljöstrategisk forskning (MISTRA) i det närmaste granskats årligen från bildandet 1993 fram till 2004. KK-stiftelsen och SSF har varit föremål för två granskningar vardera. STINT och Östersjöstiftelsen har blivit granskade en gång vardera. Normalt sett har inte kapitalförvaltningen ingått i KVA:s

<sup>61</sup> Granskningarna har ofta utförts tillsammans med IVA.

<sup>62</sup> KVA och IVA är fristående, icke-statliga organisationer.

<sup>63</sup> I vissa fall har även IVA och KSLA rätt att granska.

<sup>64</sup> Förslag till riksdagen 1999/2000:RR12 Statligt bildade stiftelser m.m.



granskningar. Ett fåtal gånger har dock detta skett och då på stiftelsens initiativ. KVA:s avsikt och inriktning har, enligt uppgift, inte heller varit att konsekvent inkludera kapitalförvaltningen i granskningarna eller att genomföra granskningarna med en bestämd regelbunden periodicitet.

KVA har inte publicerat någon granskningsrapport sedan första kvartalet 2004. Anledningen är att KVA tillsammans med berörda stiftelser arbetar med att utarbeta ett gemensamt förslag för hur KVA:s granskningsarbete ska bedrivas, då KVA och stiftelserna haft olika syn på detta. Ingen ny granskning kommer att påbörjas förrän det arbetet är klart, vilket det enligt uppgift förväntas bli under första halvåret 2008.

Sammanfattningsvis har den granskning som KVA<sup>65</sup> utfört inte skett på ett regelbundet och systematiskt sätt i den meningen att granskningarna skett enligt en särskild och för stiftelserna gemensam periodicitet, eller med samma inriktning för alla de stiftelser som KVA har rätt att granska. Kapitalförvaltningen har endast vid ett fåtal tillfällen ingått i granskningarna.

### 3.3 Bedömningar

#### 3.3.1 *Regeringens påverkan på stiftelsernas kapitalförvaltning*

Den lagändring som trädde i kraft den 1 januari 1997 gav regeringen möjligheter att ändra vissa av stiftelsernas föreskrifter. Befogenheterna har utnyttjats i ett avseende för de granskade stiftelserna: regeringen utser numera styrelsernas ledamöter<sup>66</sup>.

Rätten att utse styrelseledamöter ger regeringen möjlighet att påverka förutsättningarna för stiftelsernas kapitalförvaltning. Vid Utbildningsdepartementets nominering av styrelseledamöter har handläggarna en ambition, som uttryckts vid intervjuer, att minst en person ska ha relevant kompetens avseende kapitalförvaltning. Däremot saknas en systematisk utvärdering, som står utanför styrelsernas kontroll, av stiftelsernas sätt att hantera kapitalförvaltningen. Enligt stiftelselagen<sup>67</sup> och de granskade stiftelsernas föreskrifter har styrelserna ansvaret för kapitalförvaltningen. Regeringen har dock genom sin utnämning av styrelsen tagit ett ansvar för förutsättningarna och för att styrelsens arbete fungerar väl. En regelbunden utvärdering av kapitalförvaltningen och styrelsens arbete är värdefull för att avgöra vilken nivå av kapitalförvaltningskompetens en särskild styrelse behöver.

<sup>65</sup> Detta gäller även IVA:s granskningar.

<sup>66</sup> Rektor vid Chalmers är dock en självskriven ledamot i Chalmersstiftelsens styrelse. Lärarna och studenterna vid Chalmers äger rätt att utse en ledamot var.

<sup>67</sup> 2 kap. 3 § stiftelselagen (1994:1220).

### 3.3.2 Utvärdering och demokratiskt inflytande

Regeringen får utvärdera och följa upp stiftelsernas kapitalförvaltning för att kunna ta till vara statens intressen som stiftare och för att få ett kunskapsunderlag för att kunna avgöra om det finns behov av att ändra något i stiftelsernas föreskrifter. Behovet av utvärdering stärks av att flera av stiftelserna har förutsättningar att bedriva sin verksamhet under många år framöver. En regelbunden utvärdering och en samlad information till riksdagen kan också motiveras med avsikten med stiftelselagens ändring, bestämmelserna i 6 kap. 4 a §, som var att garantera offentlig insyn, demokratiskt inflytande och demokratisk kontroll. Enligt Riksrevisionens bedömning finns tillräcklig rättslig grund för att regeringen ska ha möjlighet att regelbundet utvärdera kapitalförvaltningen i de stiftelser som bildades av löntagarfondsmedel.

Trots att de i början av 1990-talet inrättade stiftelserna är betydelsefulla forskningsfinansierare med en avsevärd förmögenhet har inte regeringen låtit göra någon närmare analys av hur verksamheten utvecklats och vilka problem som kan finnas, inte heller av kapitalförvaltningen. I de forskningspolitiska propositionerna och budgetpropositionerna berörs forskningsstiftelserna helt kortfattat. De stora variationerna i genomsnittlig avkastning på kapitalförvaltningen under den granskade femårsperioden – allt ifrån som lägst svårigheter att få en avkastning som överstiger den s.k. riskfria räntan till att som högst uppvisa resultat som överstiger vad de flesta kapitalplaceringar på marknaden lyckats uppnå – har inte föranlett regeringen att göra någon samlad utvärdering av stiftelsernas kapitalförvaltning. Utbildningsutskottet uttalade sig, i ett betänkande som riksdagen ställt sig bakom, om vikten av kvalificerad förmögenhetsförvaltning. De i vissa fall svaga förvaltningsresultaten och de i granskningen påtalade avvikelserna från *best practice* vid kapitalförvaltning visar att det är angeläget att regeringen gör en samlad utvärdering av kapitalförvaltningen i stiftelserna.

KVA:s<sup>68</sup> utvärderingar har bidragit till ett kunskapsunderlag som Regeringskansliet tagit del av. Kunskapsunderlaget är dock i begränsat i sin omfattning och inriktning eftersom utvärderingarna har skett på ett icke-systematiskt sätt, till exempel utan särskild periodicitet, och har normalt inte omfattat kapitalförvaltningen. Sedan 2004 har KVA inte genomfört någon granskning eftersom det sedan dess pågår ett arbete mellan KVA och stiftelserna för att ta fram nya former för granskningarna. De granskningar som gjorts tillgodoser enligt Riksrevisionen inte heller regeringens behov av kunskapsunderlag avseende kapitalförvaltningen eftersom de inte genomförs regelbundet och normalt inte omfattar kapitalförvaltningen.

68 Oftast har även IVA medverkat i utvärderingarna.

### 3.3.3 *Utvärdering för att utse styrelser*

I några av stiftelsernas styrelser finns ingen med specifik kapitalförvaltningskompetens. Enligt Riksrevisionens bedömning bör åtminstone en person med sådan kompetens finnas i styrelsen för att styrelsen ska kunna hantera sitt huvudansvar för kapitalförvaltningen.

Vilka som sitter i stiftelsens styrelse och hur styrelsen fungerar i bland annat kapitalförvaltningen är viktigt. Ett mer kvalificerat beslutsunderlag inför styrelseutnämningar är värdefullt för regeringen för att avgöra till exempel vilken nivå av kapitalförvaltningskompetens en särskild styrelse behöver. Detta är enligt Riksrevisionens bedömning ett tillkommande skäl för utvärderingar. Regeringen kan genom utvärdering av styrelsernas kapitalförvaltning få förutsättningar att bedöma behov av specifik kapitalförvaltningskompetens i stiftelsernas styrelse och genom sin möjlighet att utse styrelser fylla det behovet.

### 3.3.4 *Utvärdering för information till riksdagen*

Under de år som stiftelserna har funnits har informationen till riksdagen varit knapphändig, och någon analys av hur stiftelsernas kapitalförvaltning utvecklats och eventuella problem har inte presenterats. Detta trots att Utbildningsutskottet, i samband med stiftelsernas bildande, utgick från att riksdagen hålls informerad om stiftelsernas verksamhet, resultat och eventuella problem<sup>69</sup>. Samlad information till riksdagen skulle även kunna vara ett sätt att garantera offentlig insyn, demokratiskt inflytande och demokratisk kontroll som var avsikten med stiftelseagens ändring 1996. Riksrevisionens bedömning är att en regelbunden och kvalificerad utvärdering är en nödvändig förutsättning för att kunna ge riksdagen efterfrågad information.

### 3.3.5 *Påverka genom utvärdering – jämförelse med AP-fonder*

#### *AP-fondernas rättsliga status*

AP-fonderna är en självständig kapitalförvaltare och förvaltar ett betydande kapital.<sup>70</sup>

Fondernas organisation och verksamhet är reglerad i lag. Styrelsen har det totala ansvaret för fondens förvaltning och företräder fonden mot tredje man. AP-fondens tillgångar utgör statliga medel som i lag avsatts till sådan särskild förvaltning som anges i 9 kap. 8 § regeringsformen. Fondens orga-

<sup>69</sup> Bet.1992/93:UbU16 s. 12, rskr. 1992/93:387.

<sup>70</sup> Vid årets slut 2006 uppgick AP-fondernas förmögenhet till knappt 860 miljarder kronor. Marknadsvärdet på förmögenheten för stiftelserna bildade av löntagarfondsmedel uppgick vid samma tidpunkt till knappt 40 miljarder kronor.

nisation och verksamhet är reglerad i lag. Innebörden är att fondens medel inte får tas i anspråk av staten för något annat ändamål än som är föreskrivet där, om inte riksdagen beslutar annat. Det råder inte någon tvekan om fondernas rättsliga status. Första–Fjärde samt Sjätte fonderna utgör i det reformerade pensionssystemet en buffert för den offentliga ålderspensionens fördelningsdel medan Sjunde AP-fonden förvaltar en andel av det fonderade kapital som finansierar premiepensionen. Förvaltningen av fondmedlen är offentligrättsligt reglerad. Med hänsyn härtill måste fondmedlen anses utgöra statliga tillgångar. För att säkerställa att fondmedlen inte tas i anspråk för annat ändamål än som buffert i ålderspensionssystemet ska fondmedlen vara avsatta till särskild förvaltning enligt 9 kap. 8 § regeringsformen. De enskilda AP-fonderna har en självständig ställning i förhållande till regeringen.<sup>71</sup> Regleringen avviker således från vad som i allmänhet gäller för statliga myndigheter.<sup>72</sup> Det innebär att beslutanderätten inte kan tas tillbaka utan beslut av riksdagen i lag. Fondmedlen förvaltas av sex från varandra fristående fonder, inklusive Sjätte och Sjunde AP-fonderna. Med hänsyn till respektive fonds självständiga karaktär utgör varje fond en egen myndighet.

### *Regeringens påverkan på AP-fondernas kapitalförvaltning*

Regeringens styrning av AP-fonderna är till formen svagare än den för andra myndigheter och statliga bolag eftersom AP-fonderna har en självständigare ställning. Styrningen är begränsad till att omfatta regelbundna och omfattande utvärderingar och styrelseutnämningar. Regeringen har en policy<sup>73</sup> som ger riktlinjer för utnämningarna av styrelseledamöter och utvärderingarna.

### *Regeringens information till riksdagen om AP-fondernas kapitalförvaltning*

För AP-fonderna får riksdagen årligen samlad information från regeringen. Informationen grundar sig på den omfattande utvärdering som årligen görs av kapitalförvaltningen.

<sup>71</sup> Självständigheten slås fast i lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder).

<sup>72</sup> Se 11 kap. 6 § regeringsformen (1974:152).

<sup>73</sup> Finansdepartementets policy för styrning och utvärdering av AP-fonderna.

### *Regeringens förhållningssätt mot AP-fonderna och stiftelserna bildade med löntagarfondsmedel*

Det förhållningssätt som regeringen har gentemot AP-fonderna visar att deras enligt lag starka oberoende ställning inte utgör ett hinder för regeringen att regelbundet utvärdera AP-fonderna samt att regelbundet rapportera en samlad analys av AP-fondernas kapitalförvaltning till riksdagen. Såväl AP-fonderna som de granskade stiftelserna har en oberoende ställning och förvaltar självständigt ett betydande kapital. Behovet av utvärderingens omfattning och frekvens skiljer sig dock åt bland annat beroende på de stora skillnaderna i storleken på kapital och förvaltningens inriktning. Riksrevisionen gör bedömningen att regeringen bör genomföra regelbundna utvärderingar av de stiftelser som är bildade av löntagarfondsmedel med en modell liknande utvärderingsprocessen för AP-fonderna, dock med en periodicitet och omfattning som står i proportion till det förvaltade kapitalet.

## **3.4 Sammanfattande bedömningar**

Sammantaget är Riksrevisionens bedömning att regeringen i begränsad utsträckning påverkat kapitalförvaltningen i de granskade stiftelserna. Riksrevisionens slutsats är att regeringen borde ha skaffat sig ett bättre kunskapsunderlag vad gäller kapitalförvaltningen i de granskade stiftelserna.



## 4 Riksrevisionens slutsatser

### 4.1 Kapitalförvaltningen lever upp till föreskrifterna

Riksrevisionen bedömer att stiftelsernas styrelser har förvaltat sin förmögenhet så att riskerna begränsats och möjligheterna till god avkastning tagits till vara. Stiftelsernas kapitalförvaltning lever således upp till stiftelsernas föreskrifter. De strategier som stiftelserna valt för sin kapitalförvaltning stämmer överens med de mål som finns i verksamheten, till exempel beslutad livslängd och utbetalningar. Kapitalförvaltningen har också hanterats i enlighet med vald strategi.

### 4.2 Kapitalförvaltningen har dock vissa avvikelser mot *best practice*

Vid en jämförelse med *best practice* visar granskningen att även om stiftelserna följer *best practice* i de flesta avseenden så finns avvikelser.

#### 4.2.1 *Brister i underlag till strategi*

När det gäller underlag till strategierna finns vissa avvikelser mot *best practice*. Det handlar främst om att stiftelserna generellt saknar delar av den analytiska ansats som normalt ingår i en ALM-analys. I en ALM-analys ställer man tillgångar och skulder i form av framtida åtaganden emot varandra på ett strukturerat, systematiskt och dokumenterat sätt. För att säkerställa verksamheten följer alla stiftelser sina tillgångar och åtaganden genom egna modeller. Generellt brister styrelserna i att formulera kvantifierade mål för risktagande i strategierna. Tillämpad risknivå är oftast inte formellt beslutad av styrelsen. Riksrevisionen anser att kapitalförvaltningens strategier bör grundas på den analytiska ansats som normalt ingår i en ALM-analys. Genom ett sådant beslutsunderlag kan styrelsens strategiska beslut avseende avkastningsmål och risknivå bli bättre underbyggda.

#### 4.2.2 Organisation, styrning och kostnader följer *best practice* med vissa avvikelser

Riksrevisionen bedömer att stiftelsernas organisation, styrning och förvaltningskostnader i viktiga avseenden följer *best practice*. Dock finns ett antal avvikelser mot *best practice* inom organisation, internkontroll och placeringspolicy.

##### *Organisation*

- Det finns brister i hur tydlig arbetsfördelningen är mellan styrelse, rådgivande organ och kapitalförvaltning.
- För vissa av styrelserna har viktiga policybeslut överlåtits till det rådgivande organet.
- I ett rådgivande organ bör ingå även externa personer med kompetens inom kapitalförvaltning. Så är inte alltid fallet hos de granskade stiftelserna.
- I några av stiftelsernas styrelser finns ingen person med specifik kapitalförvaltningskompetens. Enligt Riksrevisionens bedömning bör åtminstone en person med sådan kompetens finnas i styrelsen.

De avvikelser som finns inom området Organisation ska värderas med tanke på att styrelsen enligt stiftelselagen och stiftelsernas föreskrifter är ansvarig för kapitalförvaltningen.

##### *Internkontroll*

- Ingen djupare oberoende granskning av internkontrollen sker regelbundet. För att säkerställa nivån på internkontrollen bör den med jämna mellanrum kompletteras med en oberoende granskning.

##### *Placeringspolicy*

- Generellt saknas kvantifierad risktolerans.
- Det saknas definitioner på tillgångsslag, marknader, risker och hur de mäts.
- Placeringspolicyn uppdateras inte årligen.

En väl utformad placeringspolicy är styrelsens viktigaste verktyg för att styra kapitalförvaltningen. Brister i placeringspolicyn kan få en mängd konsekvenser, varav de viktigaste är oklarheter om faktisk risknivå och ansvarsfördelning. Brister i placeringspolicyn får därmed även konsekvenser för internkontrollen.



### 4.3 Förvaltningsresultaten skiljer sig åt

De genomsnittliga förvaltningsresultaten skiljer sig betydligt åt, dels beroende på att de fem stiftelserna har olika förutsättningar och har valt olika strategier, dels beroende på att de haft olika stor framgång i förvaltningen. Det genomsnittliga förvaltningsresultatet under perioden för Östersjöstiftelsen och KK-stiftelsen överträffar med god marginal relevanta jämförelseindex. SSF överträffar sitt jämförelseindex. Chalmersstiftelsen och STINT når inte upp till relevanta jämförelseindex. Chalmersstiftelsen och STINT har haft en jämförelsevis låg andel aktier i sitt innehav om man ser till den långa placeringshorisonten. Under den granskade perioden med en i genomsnitt god avkastning på aktiemarknaden har detta strategiska val i de båda stiftelserna medverkat till en i genomsnitt måttlig eller låg avkastning jämfört med andra stiftelser och institutionella placerare. Även i utförandet av kapitalförvaltningen har dessa stiftelser under granskningsperioden haft mindre framgång än övriga stiftelser, vilket förklaras av valet av externa förvaltare, typ av placeringar och enskilda placeringar. Såväl strategierna som sättet att genomföra dem har således för dessa stiftelser enligt Riksrevisionen bidragit till ett jämförelsevis svagt genomsnittligt resultat under perioden.

### 4.4 Rapporteringen följer best practice med vissa brister

Den interna rapporteringen är i allmänhet god även om det finns brister jämfört med *best practice*. Rapporteringen saknar i vissa fall

- en redovisning av det risktagande och de riskmått som enligt *best practice* ska ingå i placeringspolicyn,
- en oberoende analytisk uppföljning och utvärdering av förvaltningsresultatet,
- utfall ställt i relation till index och peer group-analys,
- en fullständig redovisning av årliga förvaltningskostnader.

Bristerna inom den interna rapporteringen kan medföra att risken i kapitalförvaltningen inte är känd i hela organisationer och att styrelsen inte får kännedom om vad andra aktörer inom kapitalförvaltning presterar.

Rapporteringen är också en förutsättning för god kostnadskontroll.

När det gäller den externa rapporteringen bör flera stiftelser förbättra sin beskrivning av kapitalförvaltningen i årsredovisningen genom utförligare beskrivningar av kapitalförvaltningens mål och risktagande.

## 4.5 Regeringen borde ha skaffat sig ett bättre kunskapsunderlag

Regeringen har sedan 1997 möjlighet att ändra i vissa av de granskade stiftelsernas föreskrifter. Regeringen har använt den möjligheten i ett avseende, nämligen för att utse styrelseledamöter i stiftelsernas styrelser.

Regeringen har inte genomfört någon egen samlad uppföljning av kapitalförvaltningen i de granskade stiftelserna. Däremot har Regeringskansliet tagit del av granskningsrapporter från KVA och IVA som i några få fall behandlat kapitalförvaltningen. Några sådana granskningsrapporter har dock inte gjorts sedan 2004.

Regeringen ger ingen samlad information till riksdagen om stiftelserna, förutom korta skrivningar i budgetpropositionerna och de forskningspolitiska propositionerna om de forskningsprojekt där stiftelserna är involverade som finansiärer.

Regeringen borde ha skaffat sig ett bättre kunskapsunderlag om kapitalförvaltningen i stiftelserna. Motiven för vår slutsats är följande:

- Uttalanden från utbildningsutskottet:
  - att stiftelsernas verksamhet regelbundet bör bli föremål för kvalificerad utvärdering och uppföljning,<sup>74</sup>
  - att riksdagen bör hållas informerad om verksamheten, dess resultat och de problem som eventuellt kan drabba den.<sup>75</sup>
- Att regeringen som stiftare får utvärdera och följa upp stiftelsernas kapitalförvaltning för att kunna ta till vara statens intressen som stiftare och för att få ett kunskapsunderlag för att kunna avgöra om det finns behov av att ändra något i stiftelsernas föreskrifter. Avsikten med lagändringen, som gav regeringen möjligheter att ändra vissa föreskrifter, var att garantera offentlig insyn, demokratiskt inflytande och demokratisk kontroll.
- Att det, enligt vår granskning, finns avvikelser mot *best practice* i stiftelsernas kapitalförvaltning och att förvaltningsresultaten tydligt skiljer sig åt.
- Att regeringen har beslutat att utse styrelsen i de granskade stiftelserna och därför också har ett ansvar för att styrelsen fungerar väl. Därför behöver regeringen regelbundet ett kunskapsunderlag som beskriver hur styrelsen uppfyller sitt ansvar för kapitalförvaltningen.

<sup>74</sup> Bet.1992/93:UbU16 s. 11.

<sup>75</sup> Bet.1992/93:UbU16 s. 12.

## 5 Riksrevisionens rekommendationer

- Riksrevisionen rekommenderar stiftelsernas styrelser att arbeta utifrån *best practice* enligt rapporten, för att skapa bättre förhållanden inom strategi, organisation/styrning och rapportering.
- Riksrevisionen rekommenderar regeringen att förstärka utvärderingen av stiftelsernas kapitalförvaltning, för att få
  - ett mer kvalificerat underlag för att avgöra behovet av att ändra i stiftelsernas föreskrifter,
  - ett mer kvalificerat underlag för att utse styrelseledamöter, bland annat för att kunna säkerställa att stiftelsernas styrelser har relevant kompetens inom kapitalförvaltning.



# Källförteckning

## *Författningar*

Regeringsformen (1974:152)  
Bokföringslagen (1999:1078)  
Lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)  
Lagen (1996:1059) om statsbudgeten  
Stiftelselagen (1994:1220)  
Årsredovisningslagen (1995:1554)  
De granskade stiftelsernas föreskrifter

## *Offentligt tryck*

Betänkande 1992/93:UbU16 *Löntagarfondsmedel för forskning*  
Betänkande 1996/97:LU2 Statliga stiftelser  
Proposition 1993/94:9 Om stiftelser  
Proposition 1996/97:22 Statliga stiftelser  
Skrivelse 2006/07:130 Redovisning av AP-fondernas verksamhet 2002–2006  
Finansinspektionen Allmänna råd FFFS 2005:1 samt FFFS 2005:32  
Förslag till riksdagen 1999/2000:RR12. Statligt bildade stiftelser m.m.

## *Annat tryckt material*

De granskade stiftelsernas årsredovisningar

## *Övriga källor*

Hemström, Carl, Stiftelsernas rättsliga ställning.  
Enligt 1994 års stiftelselag. (1996)  
Isoz, Henning, Stiftelselagen: En kommentar (1997)

Vi har också genomfört intervjuer med tjänstemän inom Regeringskansliet, handläggarna för de granskade stiftelserna på Utbildningsdepartementet och ämnesråd Lars Gavelin, ansvarig handläggare för AP-fonderna, Finansdepartementet. Vi har även intervjuat akademiråd Per Hedenqvist, Kungl. Vetenskapsakademien, och akademisekreterare Per Storm, Kungl. Ingenjörsvetenskapsakademien.



# Ordlista

*Avkastning* beskriver, i den här granskningen, vinst i förhållande till kapitalinsats och tid. Avkastning avser räntor, annan direktavkastning och realiserad och orealiserad värdestegring.

*Best practice* bygger på samstämmighet bland aktörer och intressenter grundad på erfarenhet om hur de grundläggande dragen hos en kvalificerad kapitalförvaltning bör se ut. Med *best practice* avses ett allmänt accepterat förhållningssätt i branschen, i detta fall kapitalförvaltande organisationer, som möter höga kvalitetskrav.

*Kapitalutskott* eller med ett annat namn en placeringsdelegation är ett rådgivande organ med god kompetens i fråga om kapitalförvaltning som bistår en organisation och dess styrelse med analyser och beslutsunderlag.

*Placeringspolicy* anger strategin och de risker som är förknippade med den samt vilket utrymme den operativa organisationen har att utföra taktisk allokering. Därtill kan det förekomma beskrivningar av förvaltarval (intern eller extern förvaltning), nivå på aktiv risk (aktiv eller passiv förvaltning), index att förvalta utifrån och använda i rapportering med mera. Placeringspolicyen har även en mängd andra benämningar: placeringsreglemente, investeringsriktlinjer, finanspolicy etc. Generellt kan sägas att oberoende av benämning fyller de samma funktion.

*Risk* är i samband med investeringar ett uttryck för sannolikheten av att förlora kapital. Hur strategiska risker ska mätas är delvis omdiskuterat. Enigheten är störst när det gäller att mäta risker som uppkommer som en följd av förvaltningen inom ramen för den strategi som lagts fast. Denna risk mäts oftast som standardavvikelsen i skillnad mellan den verkliga avkastningen och jämförelseindexets avkastning.

*Sharpekvot* är ett riskjusterat avkastningsmått som relaterar avkastningen utöver riskfri ränta till den totalrisk (standardavvikelse) som portföljen utsätts för.

*Strategi* utgår från tillgångar och åtaganden och redovisar en långsiktig syn på vilka tillgångsslag man väljer att investera i och mixen mellan dem. Strategin baseras ofta på lång historisk avkastning och risk. Processen för att ta fram en strategi bör även innefatta en framåtblickande bedömning.

Långsiktiga investerare med stora innehav grundar ofta sin strategi på en så kallad ALM-analys (Asset Liability Modelling) som kan innefatta simuleringar av olika scenarier.

*Taktisk allokering* avser främst förändringar av sammansättningen mellan tillgångsslag på kort sikt, inte enskilda värdepapper. Den baseras på beslutfattarens tro om marknadsutveckling den närmaste tiden. I begreppet kan även läggas andra beslut av kortsiktig karaktär.



## Tidigare utgivna rapporter från Riksrevisionen

2003	2003:1	Hur effektiv är djurskyddstillsynen?
2004	2004:1	Länsplanerna för regional infrastruktur – vad har styrat 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 materielförsörjning
	2004:7	Personlig assistans till funktionshindrade
	2004:8	Uppdrag statistik – Insyn i SCB:s avgiftsbelagda verksamhet
	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 – Insyn i ett samfinansierat järnvägsprojekt
	2004:23	Regelförenklningar för företag
	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?  
Högskolan och det omgivande samhället
- 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 vuxenstudierande  
– 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 årsredovisningar
- 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 deltidarbetslösheten
- 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 upphandling
- 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
- 2006:21 Finansförvaltningen i statliga fastighetsbolag
- 2006:22 Den offentliga arbetsförmedlingen
- 2006:23 Det makroekonomiska underlaget i budgetpropositionerna
- 2006:24 Granskning av Arbetsmarknadsverkets interna styrning och kontroll av informationssäkerheten
- 2006: 25 Granskning av Migrationsverkets interna styrning och kontroll av informationssäkerheten
- 2006:26 Granskning av Lantmäteriverkets interna styrning och kontroll av informationssäkerheten
- 2006:27 Regeringens uppföljning av överskottsmålet
- 2006:28 Anställningsstöd
- 2006:29 Reformen av Försvarets logistik – Blev det billigare och effektivare?
- 2006:30 Socialförsäkringsförmåner till gravida – Försäkringskassans agerande för en lagenlig och enhetlig tillämpning
- 2006:31 Genetiskt modifierade organismer – det möjliga och det rimliga

- 2006:32 Bidrag som regeringen och Regeringskansliet fördelar
- 2007 2007:1 Statlig tillsyn av bostad med särskild service enligt LSS
- 2007:2 The Swedish National Audit Office – Annual report 2006
- 2007:3 Regeringens beredning och redovisning av skatteutgifter
- 2007:4 Beredskapen för kärnkraftsolyckor
- 2007:5 Regeringens skatteprognoser
- 2007:6 Vägverkets körprov – lika för alla?
- 2007:7 Den största affären i livet – tillsyn över fastighetsmäklare och konsumenternas möjlighet till tvistelösning
- 2007:8 Regeringens beredning av förslag om försäljning av sex bolag
- 2007:9 Säkerheten vid vattenkraftdammar
- 2007:10 Regeringens styrning av informationssäkerhetsarbetet i den statliga förvaltningen
- 2007:11 Statens företagsbefrämjande insatser. När de kvinnor och personer med utländsk bakgrund?
- 2007:12 Hur förbereds arbetsmarknadspolitiken?  
En granskning av regeringens underlag
- 2007:13 Granskning av Årsredovisning för staten 2006
- 2007:14 Riksrevisionens årliga rapport
- 2007:15 Almi Företagspartner AB och samhällsuppdraget
- 2007:16 Regeringens uppföljning av kommunernas ekonomi
- 2007:17 Statens insatser för att hantera omfattande elavbrott
- 2007:18 Bilprovningen och tillgängligheten –  
Granskning av ett samhällsuppdrag
- 2007:19 Tas sjukskrivnas arbetsförmåga till vara?  
Försäkringskassans kontakter med arbetsgivare
- 2007:20 Oegentligheter inom bistånd – Är Sidas kontroll av biståndsinsatser via enskilda organisationer tillräcklig?
- 2007:21 Regeringens analys av finanspolitikens långsiktiga hållbarhet
- 2007:22 Sambandet mellan utgiftstaket, överskottsmålet och skattepolitiken – regeringens redovisning
- 2007:23 Statens insatser vid anmälningar av vårdskador –  
Kommer patienten till tals?
- 2007:24 Utanförskap på arbetsmarknaden.
- 2007:25 Styrelser med fullt ansvar.
- 2007:26 Regeringens redovisning av budgeteffekter.
- 2007:27 Stödet till polisens brottsutredningar
- 2007:28 Krisberedskap i betalningssystemet.
- 2007:29 Vattenfall - med vind i ryggen?

Beställning: publikationsservice@riksrevisionen.se