

A photograph of a brick building facade with a large, 3D sign that reads "SBAB BANK". The letters "SBAB" are red and "BANK" are yellow. The building has several windows with green frames. Green foliage is visible at the bottom left of the image.

SBAB  
BANK

SBAB  
– mervärde, mångfald  
och konkurrens?

RIR 2012:19



Riksrevisionen är en myndighet under riksdagen med uppgift att granska den verksamhet som bedrivs av staten. Vårt uppdrag är att genom oberoende revision skapa demokratisk insyn, medverka till god resursanvändning och effektiv förvaltning i staten.

Riksrevisionen bedriver både årlig revision och effektivitetsrevision. Denna rapport har tagits fram inom effektivitetsrevisionen, vars uppgift är att granska hur effektiv den statliga verksamheten är. Effektivitetsgranskningar rapporteras sedan 1 januari 2011 direkt till riksdagen.

RIKSREVISIONEN

---

ISBN 978-91-7086-297-7

RIR 2012:19

FOTO: SBAB

FORM: AD&D

TRYCK: RIKSDAGENS INTERNTRYCKERI, STOCKHOLM 2012



RiR 2012:19

# SBAB – mervärde, mångfald och konkurrens?





TILL RIKSDAGEN

DATUM: 2012-11-19

DNR: 31-2012-0197

RIR 2012:19

*Härmed överlämnas enligt 9 § lagen (2002:1022) om revision av statlig verksamhet m.m följande granskningsrapport över effektivitetsrevision:*

## SBAB

### – mervärde, mångfald och konkurrens?

Riksrevisionen har granskat effektiviteten i och uppfyllelsen av målen för SBAB. Resultatet av granskningen redovisas i denna granskningsrapport.

Företrädare för Finansdepartementet och SBAB Bank har fått tillfälle att faktagranska och i övrigt lämna synpunkter på utkast till slutrapport.

Rapporten innehåller slutsatser och rekommendationer som avser regeringen.

Riksrevisor *Jan Landahl* har beslutat i detta ärende. Revisionsdirektör *Thomas Hagberg* har varit föredragande. Revisionsdirektörna *Jörgen Appelgren* och *Lena Unemo* har medverkat vid den slutliga handläggningen.

Jan Landahl

Thomas Hagberg

*För kännedom:*

Regeringen, Finansdepartementet

SBAB Bank

---





# Innehåll

Sammanfattning	9
Granskningens bakgrund	9
Granskningens resultat	10
Rekommendationer	12
<b>1 Inledning</b>	<b>13</b>
1.1 Bakgrund och motiv till granskning	13
1.2 Revisionsfrågor	13
1.3 Normer och bedömningskriterier	14
1.4 Granskningens genomförande och avgränsningar	14
1.5 Rapportens disposition	15
<b>2 Bakgrund – utveckling och styrning av SBAB</b>	<b>17</b>
2.1 SBAB:s avkastningskrav	21
2.2 SBAB:s syn på sitt uppdrag	22
2.3 SBAB:s egna initiativ	22
<b>3 SBAB:s uppdrag</b>	<b>25</b>
3.1 Vara värdeskapande	25
3.2 Öka konkurrensen på bolånemarknaden	36
<b>4 Bolånemarknaden och hushållens skuldsättning</b>	<b>45</b>
4.1 Sammanfattande iakttagelser	50
<b>5 SBAB:s finansieringskostnader</b>	<b>51</b>
<b>6 Regeringens styrning av SBAB</b>	<b>55</b>
6.1 Allmänna styrningsfrågor	55
6.2 Risker på kreditmarknaden	57
6.3 Finansdepartementets dubbla roller	59
6.4 Sammanfattande iakttagelser	59
<b>7 Slutsatser och rekommendationer</b>	<b>61</b>
7.1 Har SBAB uppnått de mål som ägaren satt för företaget?	61
7.2 Har regeringens styrning av SBAB varit effektiv och ändamålsenlig?	62
7.3 Har regeringen beaktat risker för den ekonomiska utvecklingen som SBAB kunnat bidra till?	65
7.4 Rekommendationer	65
Referenser	67

---





## Sammanfattning

Riksrevisionen har granskat effektiviteten i och uppfyllelsen av målen för SBAB. Enligt riksdagsbeslut ska SBAB med utgångspunkt i sedvanlig företagsekonomisk målsättning och en effektiv organisation bidra till mångfald och konkurrens. Bolaget ska alltså vara värdeskapande och därutöver bidra till mångfald och konkurrens på bolånemarknaden. Staten ska dessutom bidra till en sunt fungerande kreditmarknad. Granskningen har därför särskilt beaktat regeringens styrning av företaget och om regeringen i sin styrning tagit hänsyn till om SBAB genom sitt agerande på bolånemarknaden har påverkat uppfyllandet av andra övergripande ekonomiskpolitiska mål.

### Granskningens bakgrund

*Granskningens motiv:* SBAB, Statens Bostadsfinansieringsaktiebolag (från år 2011 SBAB Bank) är en statligt helägd bank med inriktning främst mot bolånemarknaden. Bolaget bildades efter ett riksdagsbeslut i december år 1984. Bolagets uppdrag var att finansiera de medel som behövdes för den statliga bostadsutlåningen. Syftet var att avlasta statsbudgeten från den bostadsrelaterade upp- och utlåningen. Sedan dess har företaget utvecklats i flera etapper till att bli en stor aktör på bolånemarknaden och erhöll år 2010 även så kallad bankkottorj, tillstånd att driva bankrörelse.

SBAB utgör en relativt stor finansiell tillgång för staten. Det ligger därför i medborgarnas intresse att företaget sköts på ett effektivt sätt som skapar en god avkastning samt att de övriga målen för företagets verksamhet uppfylls. Bolånemarknaden utgör också en viktig del av den svenska ekonomin och riskerna med prisutveckling på bostäder och den därmed sammanhäftade skulduppbyggnaden för hushåll har fått allt större uppmärksamhet under de senaste åren. Eftersom staten genom SBAB är en inte obetydlig kreditgivare är det av vikt för svensk ekonomisk stabilitet att staten inte bidrar till en osund utveckling av hushållens skuldsättning och huspriser.

*Granskningens syfte:* Syftet med granskningen är att undersöka om SBAB uppnått de mål som ägaren satt för företaget samt om regeringens styrning av företaget har varit effektiv och ändamålsenlig. Dessutom granskas om regeringen i styrningen av SBAB på ett ändamålsenligt sätt beaktat andra risker för den ekonomiska utvecklingen som SBAB kunnat bidra till.

*Granskningens genomförande:* Granskningen baseras i första hand på dokumentstudier och analys av bland annat propositioner, skrivelser och årsredovisningar samt fördjupningsintervjuer med bland annat ansvariga personer på Finansdepartementet och SBAB. Granskningen avser främst perioden år 1996–2011, även om utvecklingen av bolaget sedan starten år 1984 i viss mån beaktats. Eventuella effekter av utvecklingen av bolaget till SBAB Bank har inte analyserats.

## Granskningens resultat

*Har SBAB uppnått de mål som ägaren satt för företaget?* Regering och riksdag har haft två mål med SBAB. Det övergripande målet har varit att bolaget ska vara värdeskapande. Därutöver ska bolaget bidra till mångfald och konkurrens på bolånemarknaden.

SBAB:s lönsamhetsmål, eller avkastningskrav, är det mål som ägaren ställt på företaget för att bolaget ska skapa ett ekonomiskt värde för medborgarna. Bolaget har i stort levt upp till sitt avkastningskrav men har emellertid inte skapat värde för ägaren i den bemärkelsen att bolagets värde ökat över tid. Det egna kapitalet har förvisso ökat betydligt men de värderingar vi tagit del av på plats tyder på att marknadsvärdet i dag inte är högre än för tio år sedan. SBAB:s utveckling är dock i paritet med branschen i övrigt då inte heller storbankernas börsvärde ökat under samma period.

SBAB bidrog under åren efter millennieskiftet till att minska den genomsnittliga marginalen på bolån. Under denna period får SBAB sägas ha givit ett aktivt bidrag till en ökad konkurrens på bolånemarknaden. Denna prispressarroll kom dock att spela ut sin roll i och med att andra banker började med "lägsta prisgaranti". Sedan prispressarambitionen övergavs har SBAB:s marknadsandel varit i stort oförändrad på den privata bolånemarknaden. SBAB var också först med att ta bort skillnaden i räntor på lån till villor och bostadsrätter.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att SBAB levt upp till ägarens avkastningskrav, att värdeökningen dock varit begränsad och att företaget har haft en effekt på bolånemarknadens funktionssätt under den period som granskningen har avsett. Denna effekt har dock minskat över tid och det är svårt att utröna hur stort bidrag till mångfalden och konkurrensen som SBAB ger idag.

*Har regeringens styrning av SBAB varit effektiv och ändamålsenlig?* Regeringen har haft som huvudlinje att inte aktivt styra SBAB. Bolaget har, med något undantag, självständigt beslutat om verksamheten inklusive villkoren för utlåning och räntesättning. Ägaren har accepterat de förändringar som SBAB har genomfört, en hållning som är i linje med att bolaget svarar för de affärsmässiga besluten.

Ett av de viktigaste verktygen i styrningen av de statliga bolagen är det avkastningskrav som ägaren anger för bolaget. Det är till för att säkerställa värdeskapandet och möjliggöra en utvärdering. SBAB:s avkastningskrav formulerades år 1996 och innebär att avkastningen efter skatt i förhållande till eget kapital ska uppgå till den 5-åriga räntan på statsobligationer i genomsnitt över en konjunkturcykel plus fem procentenheter. Eftersom räntorna har sjunkit kraftigt sedan dess har kravet sjunkit från drygt 10 procent runt millennieskiftet till cirka 7 procent idag. Det innebär att medborgarnas förväntade avkastning på det satsade kapitalet sjunkit med 30 procent, samtidigt som kapitalet som ligger samlat i bolaget, det egna kapitalet, fördubblats under samma period. Jämfört med storbankerna är detta avkastningskrav i dagsläget märkbart lägre och i förhållande till andra statliga bolag är det bland de lägsta. Däremot var SBAB:s avkastning på eget kapital i linje med andra rena bolåneinstitut i norra Europa före finanskrisen.

*Är ägarens avkastningskrav relevant och bidrar kravet till en effektiv utveckling av bolaget?*

I skrivelsen Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande år 2011 beskriver regeringen att lönsamhetsmålen för statliga bolag ska beakta "bolagets affärsplan liksom bedömningar och jämförelser med utgångspunkt i bolagets bransch".<sup>1</sup> År 1996 infördes avkastningskravet med motiveringen att detta motsvarar den långsiktiga avkastningen på börsen. Med andra ord kan denna avkastning motsvara en alternativkostnad för ägaren. Måttet säger dock lite om möjligheten till avkastning på den verksamhet som SBAB bedriver utan skulle snarare kunna tjäna som underlag till investeringsbeslut för ägaren. Det är tydligt att denna motivering inte är i överensstämmelse med den grund som regeringen idag uttalar för sina lönsamhetsmål för de statliga företagen. Det är även oklart på vilket sätt som SBAB:s intjäningsförmåga är knutet till det allmänna ränteläget. Räntenettet är skillnaden mellan den ränta som SBAB erhåller på sin utlåning och den ränta som företaget får betala för sin upplåning. Nettet är dock inte särskilt beroende av det allmänna ränteläget i ekonomin.

Ägarens princip för utdelning är att en tredjedel av vinsten ska delas ut varje år. SBAB har dock inte lämnat någon utdelning till ägaren sedan år 2005. Orsaken har varit en önskan från bolagets sida att öka det egna kapitalet så att en fortsatt expansion kunnat ske. Det är tydligt att utdelningsprincipen inte har varit styrande för ägarens agerande utan att kravet på ett högre eget kapital har varit överordnat.

I delar av SBAB:s obligationsprogram finns en så kallad ägarklausul, som innebär att innehavaren har rätt att förtidsinlösa sin obligation om statens ägarandel av SBAB skulle komma att understiga 51 procent. Denna klausul har utgjort en försvårande faktor vid försäljningsförsöken år 2001 och 2007–2008. Eftersom regeringen avser att sälja SBAB, när och om riksdagen samtycker, borde regeringen utvärdera vilka komplikationer som ägarklausulen kan medföra.

<sup>1</sup> Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande år 2011, s 31.

*Har regeringen beaktat risker för den ekonomiska utvecklingen som SBAB kunnat bidra till?*  
 Regeringen har inte haft några synpunkter på SBAB:s val av belåningsgrad och har inte beaktat att SBAB genom att höja belåningsgraden på bostäder till 95 procent bidrog till uppbyggnaden av makroekonomiska obalanser i form av hög skuldsättning hos hushållen och stigande fastighetspriser. SBAB:s bidrag får emellertid betecknas som marginellt då deras agerande inte skilde sig från andra aktörers på ett avgörande sätt. Dock ställdes frågan om hög belåning på sin spets genom SBAB:s agerande.

En intressant frågeställning i sammanhanget är om statens trovärdighet som regelsättare, kontrollant och i förlängningen bekämpare av samhällsekonomiska obalanser påverkas av att statens helägda bolag driver på existerande obalanser. Granskningen har inte kunnat påvisa att regeringen vägt in denna trovärdighetsaspekt.

Regeringen har inte gett SBAB några särskilda direktiv när det gäller att ändra sin inriktning på utlåningsverksamheten på grund av växande makroekonomiska obalanser. Finansinspektionen införde ett bolånetak 2010 för att ur ett konsumentskyddsperspektiv motverka risker för att enskilda hushåll blir överbelånade. I övrigt kan det noteras att regeringen inte infört några kraftfulla åtgärder för att minska nämnda obalanser.

## Rekommendationer

Med anledning av Riksrevisionens iakttagelser och de slutsatser som dragits ovan lämnar Riksrevisionen följande rekommendationer:

- Regeringen bör rapportera till riksdagen på vilket sätt SBAB bidrar till mångfalden och konkurrensen på bolånemarknaden
- Regeringen bör utvärdera de risker som ägarklausulen medför och hur dessa kan minimeras inför en eventuell försäljning
- Regeringen bör utreda och överväga ett nytt avkastningskrav för SBAB som återspeglar den potential till avkastning som företagets verksamhet har
- Regeringen bör förtydliga utdelningsprincipen. Det faktum att ägaren på styrelsens förslag gjort undantag från principen under en följd av sju år visar att dagens princip inte är styrande.

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund och motiv till granskningen

SBAB, Statens Bostadsfinansieringsaktiebolag (från år 2011 SBAB Bank) är en statligt helägd bank med inriktning främst mot bostadslånemarknaden. Bolaget bildades efter ett riksdagsbeslut i december år 1984. Bolagets uppdrag var att finansiera de medel som behövdes för den statliga bostadsutlåningen. Syftet var att avlasta statsbudgeten från den bostadsrelaterade upp- och utlåningen. Sedan dess har företaget utvecklats i flera etapper till att bli en stor aktör på bolånemarknaden och erhöll år 2010 även en så kallad bankkott, tillstånd att bedriva bankrörelse.

SBAB utgör en relativt stor finansiell tillgång för staten. Det ligger därför i medborgarnas intresse att företaget sköts på ett effektivt sätt som skapar en god avkastning samt att de övriga målen för företagets verksamhet uppfylls. Bolånemarknaden utgör också en viktig del av den svenska ekonomin och riskerna med prisutvecklingen på bostäder och den därmed sammanhäftade skulduppbyggnaden för hushåll har fått allt större uppmärksamhet under de senaste åren. Eftersom staten genom SBAB är en inte obetydlig kreditgivare är det av vikt för svensk ekonomisk stabilitet att staten inte bidrar till en osund utveckling av hushållens skuldsättning och huspriser.

## 1.2 Revisionsfrågor

Riksrevisionen har granskat effektiviteten i och uppfyllelsen av målen för SBAB. Enligt riksdagsbeslut ska SBAB med utgångspunkt i sedvanlig företagsekonomisk målsättning och en effektiv organisation bidra till mångfald och konkurrens. Bolaget ska alltså vara värdeskapande och därutöver bidra till mångfald och konkurrens på bolånemarknaden. Staten ska dessutom bidra till en sunt fungerande kreditmarknad. Granskningen har därför särskilt beaktat regeringens styrning av företaget och om regeringen i sin styrning tagit hänsyn till om SBAB genom sitt agerande på bolånemarknaden har påverkat

uppfyllandet av andra övergripande ekonomiskpolitiska mål. Med anledning av detta syftar granskningen till att besvara följande revisionsfrågor:

1. Har SBAB uppnått de mål som ägaren satt för företaget?
2. Har regeringens styrning av SBAB varit effektiv och ändamålsenlig?
3. Har regeringen i styrningen av SBAB på ett ändamålsenligt sätt beaktat andra risker för den ekonomiska utvecklingen som SBAB kunnat bidra till?

### 1.3 Normer och bedömningskriterier

Bedömningskriterierna utgår från de mål för det statliga ägandet som regeringen formulerat. I skriften Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2011 framhåller regeringen att ”Regeringen ska aktivt förvalta de statligt ägda bolagen så att den långsiktigt finansiella värdeutvecklingen med hänsyn tagen till rimlig risk blir den bästa möjliga för ägaren och, i förekommande fall, att de särskilt beslutade samhällsuppdragen utförs”.

Bedömningen av SBAB:s måluppfyllelse tar utgångspunkten i de mål och uppgifter som regeringen ålagt bolaget.

Den andra revisionsfrågan besvaras med beaktande av att riksdagen givit regeringen i uppdrag att förvalta statens tillgångar så att den långsiktiga värdeutvecklingen blir den bästa möjliga.

Staten ska även bidra till en sunt fungerande kreditmarknad vilket implicerar att SBAB:s verksamhet inte bör ge upphov till negativa bieffekter i form av till exempel överbelåning och att en ohållbar utveckling av fastighetspriserna underblåses. Detta utgör grunden för att besvara den sista revisionsfrågan.

### 1.4 Granskningens genomförande och avgränsningar

För att kunna besvara revisionsfrågorna har granskningsarbetet omfattat följande delar:

1. Dokumentstudier och analys av bland annat propositioner, skrivelser och årsredovisningar.
2. Fördjupningsintervjuer med bland annat ansvariga personer på Finansdepartementet och SBAB samt tidigare anställda.

Granskningsfrågorna besvaras bland annat genom analys av SBAB:s ekonomiska resultat och balansräkningar. Granskningen avser främst perioden 1996–2011, även om utvecklingen av bolaget sedan starten år 1984 i viss mån beaktats. Eventuella effekter av utvecklingen av bolaget till SBAB Bank har inte analyserats.

## 1.5 Rapportens disposition

Kapitel 2 ger en överblick över SBAB:s utveckling och styrningen av bolaget sedan starten år 1984. I det följande kapitlet redovisas iakttagelser avseende SBAB:s uppdrag. I kapitlen 4 till 6 beskrivs utvecklingen på bolånemarknaden och hushållens skuldsättning, SBAB:s finansieringskostnader och regeringens styrning av bolaget. Slutsatser och rekommendationer presenteras i kapitel 7.





## 2 Bakgrund – utveckling och styrning av SBAB

SBAB bildades efter ett riksdagsbeslut i december år 1984.<sup>2</sup> Bolagets uppdrag var att finansiera de medel som behövdes för den statliga bostadsutlåningen. Syftet var att avlasta statsbudgeten från den bostadsrelaterade upp- och utlåningen som vid den tidpunkten uppgick till cirka 8,5 miljarder kronor. Därigenom minskade budgetunderskottet vilket förbättrade Sveriges statsfinansiella läge vid en internationell jämförelse.

Grunden för det statliga bostadsfinansieringssystemet med räntebidrag lades år 1974. Besluten om utlåning togs av myndigheter, nämligen bostadsstyrelsen, bostadsverket och länsbostadsnämnderna. Staten svarade för topplånen (22–30 procent) av ny- eller ombyggnadskostnaden. Dessa myndigheter förvaltade även lånen. Från och med juli år 1985 kom emellertid SBAB att svara för finansieringen. Utgångspunkten för bolagets tillkomst hade således ingen bas i bolånemarknaden som sådan utan handlade enbart om att lätta på trycket på statsbudgeten och försköna bilden av statsfinanserna.

Riksdagen beslutade att inrätta ett nytt plan- och bostadsverk från och med 1 juli år 1988. I samband med omorganisationen gjorde regeringen och sedermera riksdagen bedömningen att med tanke på att lånen utgivna av SBAB ökade med 11 miljarder kronor per år samtidigt som lånen som hade finansierats via statsbudgeten minskade var det rimligt att SBAB också skötte förvaltningen av lånen. Vid halvårsskiftet år 1989 fick SBAB därför ta över förvaltningen av de statliga bostadslånen från Boverket. Länsbostadsnämnderna svarade dock fortfarande för den regionala låneförvaltningen.

Nästa steg i utvecklingen var att SBAB från och med april år 1991 fick rätt att lämna bottenlån i konkurrens med andra kreditgivare. År 1992 utvecklades den statligt reglerade bostadslånegivningen för ny- och ombyggnad och SBAB:s skyldighet att lämna lån utöver de som bolaget självt ansvarade för upphörde. Samtidigt miste SBAB sin monopolställning som hade baserats på att lån i SBAB utgjorde en grund för att erhålla räntebidrag. Dessa förändringar medförde att bolaget verkade på bostadsfinansieringsmarknaden på samma villkor som andra bostadsinstitut även om det fortfarande hanterade gamla

---

<sup>2</sup> Prop. 1983/84:90

myndighetsbeslutade lån. SBAB fick samma år även möjlighet att ge lån till affärs- och kontorsfastigheter.

SBAB:s utveckling från ett bolag inriktat på finansiering av statliga bolån till ett reguljärt bolåneinstitut synes varit helt styrt av utvecklingen och sedermera avvecklingen av den statliga bostadslånegivningen.

År 1993 tog SBAB successivt över den praktiska förvaltningen av lån från länsbostadsnämnderna som skulle läggas ned. I januari år 1995 ombildades SBAB. SBAB blev moderbolag till två nybildade dotterbolag. Det ena bolaget övertog de lån där bolaget själv svarat för kreditprövningen. Det andra bolaget övertog de lån som beviljats inom det statliga lånesystemet fram till år 1991. Bakgrunden var bland annat att de myndighetsbeslutade lånen gav upphov till betydande kreditförluster under 1990-talskrisen.

En annan orsak var att den dåvarande regeringen ansåg att staten inte på sikt skulle vara ägare till den verksamhet som SBAB bedrev i konkurrens med andra långivare. Genom en uppdelning i två enheter skapades bättre förutsättningar för en framtida försäljning. Två förutsättningar skulle vara uppfyllda för att verksamheten skulle säljas. För det första skulle köparen ha långsiktiga ägarambitioner och vara finansiellt stark så att SBAB skulle få en kreditvärdighet i nivå med övriga aktörer på bolånemarknaden. För det andra skulle köparen vara ny eller en mindre aktör på bolånemarknaden så att försäljningen inte skulle bidra till att minska antalet aktörer på marknaden och därmed minska konkurrenstrycket.<sup>3</sup>

I samma proposition påpekade regeringen att bostadskreditmarknaden kännetecknades av höga utlåningsmarginaler. Det var därför viktigt att den konkurrensutsatta delen av SBAB var en aktiv aktör på marknaden. Samtidigt noterade regeringen att det statliga stödet inte får ges på ett sätt som medför att bolagets konkurrensutsatta del får en mer gynnad position än konkurrenterna vilket i förlängningen skulle kunna riskera att minska mångfalden på marknaden.

Bostadsutskottet behandlade frågan om privatiseringen av SBAB två gånger år 1995 (se bet. 1994/95:BoU20 och yttr. 1994/95:BoU2y) och en gång år 1996 (se yttr. 1995/96:BoU7y) med anledning av motioner från Moderaterna. Utskottets ställningstagande till motionerna kan sammanfattningsvis sägas vara att om SBAB ska privatiseras får regeringen underställa riksdagen ett förslag i frågan. När utskottet behandlade frågan våren år 1996 konstaterade utskottet att regeringen föreföll dela denna uppfattning.

<sup>3</sup> Prop. 1993/94:228.

Från och med år 1996 var alla lån konkurrensutsatta. SBAB var dock en nischaktör med inriktning på bolån och hade inte möjlighet att konkurrera med banker genom att erbjuda kunder full bankservice. Banker ger ofta bättre villkor för bolån till kunder som har andra affärer i banken. Avsaknaden av motsvarande möjligheter utgjorde en konkurrensnackdel för SBAB.

Under det nästkommande decenniet förändrade inte riksdagen eller regeringen några formella regler som styrde SBAB:s verksamhet. Däremot diskuterades SBAB:s framtid på Finansdepartementet. Under hösten år 1998 gavs konsultbolaget Carta i uppdrag att utreda förutsättningarna för SBAB:s verksamhet.<sup>4</sup> Utsikterna för SBAB bedömdes inte vara goda. Lönsamheten sviktade och kostnaderna steg. Finansdepartementet övervägde om man skulle sälja eller utveckla bolaget.<sup>5</sup> Slutsatsen blev att utveckla bolaget.

Cartas rapport, liksom andra konsultrapporter, drog slutsatsen att SBAB i längden inte skulle kunna verka framgångsrikt som en nischaktör. På sikt borde företaget ingå i en ”större” familj, det vill säga säljas. Bolagets styrelse och ledning undersökte därför möjligheterna till en försäljning. Förvisso gav inte ägaren styrelsen ett formaliserat uppdrag men den politiska ledningen var hela tiden informerad om styrelsens ansträngningar att hitta en köpare till bolaget och hade inga invändningar. Det bedömdes att en annonsering av att SBAB var till salu skulle försvåra och fördyra bolagets upplåning och därför blev ansatsen istället att först hitta en köpare för att därefter söka mandat för en försäljning hos riksdagen.<sup>6</sup>

Christer Malm rekryterades som verkställande direktör år 1999 och under hans ledning utvecklade SBAB en affärsplan som byggde på att bolaget tog på sig en utmanarroll gentemot de stora bankerna som dominerade bolånemarknaden. Grundtanken var att utöka satsningen på privatmarknaden och att agera som prispressare. Lågt pris, enkla produkter och en tydlig prissättning mot privatkunder där inga rabatter gavs, var stommen i affärsplanen.

Storleken av SBAB:s eget kapital var en begränsande faktor för en bred expansion och ägaren var inte villig att tillskjuta mer kapital.<sup>7</sup> SBAB valde att främst satsa på att expandera privatmarknaden där marginalerna var höga medan satsningarna på utlåning till kommunala bolag och

<sup>4</sup> Rapporten utfördes av konsultbolaget Carta år 1998. Varken SBAB eller Finansdepartementet har dock arkiverat rapporten. Carta köptes år 1999 upp av det amerikanska bolaget Booz & Company som inte heller har rapporten kvar. Dess innehåll har återberättats av före vd:n Christer Malm vid en intervju 2012-05-29 och före styrelseordföranden Ingemar Eliasson vid en intervju 2012-10-12.

<sup>5</sup> Intervju med Christer Malm, SBAB:s vd under 1999–2004, 2012-05-25 respektive 2012-05-29.

<sup>6</sup> Intervju med Ingemar Eliasson, SBAB:s styrelseordförande 1990–2003.

<sup>7</sup> Intervju med Ingemar Eliasson 2012-10-12.

bostadsrättsföreningar fick komma i andra hand på grund av den svaga lönsamheten inom dessa områden.

Christer Malms uppdrag, utöver att förbättra lönsamheten, var att skapa värde i SBAB som staten skulle kunna realisera genom en försäljning av bolaget. Samtal med flera potentiella köpare inleddes också kring millennieskiftet. På sensommaren år 2001 var en affär i stort sett klar men i ett mycket sent skede kom det en signal från ägaren att affären inte skulle genomföras.<sup>8</sup>

Nästa gång riksdagen ändrade på SBAB:s förutsättningar var i december år 2005 när bolaget genom ett riksdagsbeslut fick rätt att ta emot inlåning från allmänheten (prop. 2005/06:1). Detta byggde på en ny lag, lag om bank- och finansieringsrörelse (2004:297), som öppnade för fler aktörer att ta emot inlåning från allmänheten. Därigenom fick bolaget en ny finansieringskanal samt ett bredare utbud mot kunderna.

I juni år 2007 bemyndigade riksdagen regeringen att helt eller delvis sälja SBAB på det sätt som vid en samlad bedömning ansågs vara mest affärsmässigt (prop. 2006/07:57). SBAB ingick i ett paket där den då nytillträdde regeringen preciserade vilka bolag den avsåg att avyttra.

De olika borgerliga regeringarna har således återkommande argumenterat för att SBAB ska privatiseras. För närvarande saknas emellertid riksdagsmajoritet för en försäljning av bolaget. Socialdemokratiska representanter har i officiella sammanhang angett att SBAB fyller en viktig funktion och att bolaget bör kvarstå som ett statligt bolag. Dock öppnade även den socialdemokratiska regeringen för en försäljning under perioden 1999–2001.

Nästa steg togs år 2009 när SBAB genom ett riksdagsbeslut fick rätt att driva bankrörelse. Regeringen angav (prop. 2008/09:104) två skäl till att SBAB skulle få driva bankrörelse. För det första skulle det förbättra kreditförsörjningen som försämrats i spåren av finanskrisen. För det andra kan ett bredare produktutbud öka lönsamheten och därmed bolagets värde inför en framtida försäljning. Efter förberedelser och ansökan till Finansinspektionen fick bolaget bankkottorj den 30 november år 2010.

En händelse som påverkade SBAB och andra bolånegivare var när Finansinspektionen hösten år 2010 gav ut ett allmänt råd om att bolånegraden inte borde överstiga 85 procent av fastighetens värde. Det så kallade bolånepaketet är ett allmänt råd och därmed inte bindande men alla marknadsaktörer tycks i princip efterleva Finansinspektionens råd.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Intervjuer med Christer Malm, SBAB:s vd under 1999–2004, 2012-05-25 respektive 2012-05-29.

<sup>9</sup> Finansinspektionen (2012).

SBAB:s utveckling från att ursprungligen ha en renodlad roll som finansiär av statlig bolånegivning till att vara fullskalig bank har skett steg för steg. En del steg har skett som en konsekvens av utvecklingen på andra områden som givit återkopplingar på SBAB. Men andra argument har handlat om att ge SBAB villkor som mer liknar de som andra bolåneaktörer har. I förlängningen har detta motiverats av att bolaget därmed kan utveckla sin verksamhet och på så sätt skapa värde inför en framtida försäljning.

## 2.1 SBAB:s avkastningskrav

Det inledande kravet på SBAB var att bolaget skulle bygga upp reserver för förlusttäckning på 300 miljoner kronor under bolagets första fem verksamhetsår. Det målet uppnåddes redan år 1998, efter tre och ett halvt år.

Det är oklart vilka avkastningskrav staten ställde på bolaget under perioden 1989–96. Enligt SBAB var utgångspunkten i diskussionerna med ägaren, att avkastningen på eget kapital skulle vara marknadsmässig.<sup>10</sup> I samband med att staten år 1991 rekapitaliserade SBAB så att bolaget klarade de nya kapitaltäckningsreglerna framhölls att det borde ställas samma lönsamhetskrav på SBAB som på andra bostadsinstitut (prop. 1990/91:25).

Under år 1991 delades knappt halva vinsten ut till ägaren. Året därpå var andelen drygt 90 procent. För år 1993 begränsades utdelningen till cirka 15 procent av nettovinsten. Påföljande år gick bolaget med förlust och gav ingen utdelning. År 1995 delades mer än hela vinsten ut. Det hängde ihop med att bolaget fick ett kapitaltillskott i samband med omstruktureringen. Kapitaltillskottet var väl tilltaget mot bakgrund av att det rädde en betydande osäkerhet om resultatutvecklingen. Mot den bakgrunden skulle utdelningen anpassas till utvecklingen, vilket också skedde.

Den bild som träder fram beträffande denna period är att avkastningskraven var otydliga och utdelningen ryckig där beslut tycks ha tagits vid varje bolagsstämma utan någon tydlig långsiktig strategi.

Vid bolagsstämman år 1996 etablerades ett avkastningskrav som fortfarande gäller. Avkastningen efter skatt på eget kapital ska över en konjunkturcykel uppgå till minst den femåriga statsobligationsräntan plus fem procentenheter. Kravet sades motsvara den långsiktiga avkastningen på börsen.

<sup>10</sup> Se SBAB:s årsredovisning 1989.

## 2.2 SBAB:s syn på sitt uppdrag

I sin första årsredovisning skriver SBAB att deras uppdrag är att låna upp de medel som behövs för den statliga bostadslånegivningen. På så sätt avlastas statsbudgeten från upp- och utlåning.

En återkommande beskrivning av uppdraget med start år 1991 är att uppdraget är att verka för mångfald och konkurrens på bolånemarknaden. Under åren 2000–2005 användes andra, mer offensiva, framställningar av bolagets roll i årsredovisningarna. Under den perioden skrev bolaget att det hade en roll som prispressare, att det skulle vara det prisledande bolåneföretaget samt vara en utmanare på marknaden. Uppdraget var att med en god och uthållig lönsamhet bidra till konkurrens på bolånemarknaden. En annan beskrivning var att bolaget genom ett lågt pris och hög tillgänglighet skulle förbilliga boendet för människor som äger sitt boende.

Efter perioden med en mer offensiv hållning återgick SBAB till att återge riksdagens grunduppdrag: att verka för mångfald och konkurrens på bolånemarknaden. Under 2009 och 2010 talades det inte om uppdraget utan om affärsidén. I årsredovisningarna de åren står det: "SBAB:s affärsidé är att erbjuda lån- och spartjänster inom områden där vår förmåga att utmana och förenkla ger oss marknads mest nöjda kunder." I årsredovisningen för år 2011 är beskrivningen smalare: "bolagets övergripande affärsprioritering är lönsam tillväxt". I intervjuer med ledande personer i bolaget uppges dock SBAB:s roll fortsatt vara att bidra till konkurrensen på marknaden genom att bland annat vara ytterligare en utlåningsaktör.<sup>11</sup>

## 2.3 SBAB:s egna initiativ

I spåren av 1990-talskrisen koncentrerades utlåningen till tillväxtorter då det var där fastighetsmarknaden förväntades återhämta sig snabbast (årsredovisningen år 1996). När internet år 1999 blev en viktig länk i distributionsapparaten inriktades marknadsföringsinsatserna framförallt på storstäderna då invånarna i dessa regioner bedömdes vara mest datormogna.<sup>12</sup> I övrigt har SBAB styrts av rent affärsmässiga principer, vilket medfört en fortsatt inriktning av marknadsföringsinsatser på storstäder, tillväxtorter och universitetsstäder då detta bedömdes vara företagsekonomiskt effektivt.<sup>13</sup>

<sup>11</sup> Intervju med SBAB den 31 maj.

<sup>12</sup> Intervju med Christer Malm den 29 maj.

<sup>13</sup> Intervju med SBAB den 31 maj.



SBAB tog år 2003 som första långgivare bort skillnaden mellan räntan på borätter/fritidshus och villor. Borätter ansågs vid den tidpunkten utgöra en högre risk vilket reflekterades i kapitaltäckningsreglerna<sup>14</sup> där borätter togs upp till 100 procent medan villor bara togs upp till 50 procent. I det kommande Basel II regelverket<sup>15</sup> skulle emellertid såväl borätter som villor tas upp till 35 procent vid beräkning av kapitaltäckningsgraden enligt den så kallade schablonsmetoden. Bankerna tilläts även använda så kallade interna ratingmodeller som medförde att kapitalkravet för villor och bostadsrätter blev tydligt lägre, omkring 10 procent, vid beräkning av kapitaltäckningskravet. Förändringar i regelverket bidrog till utjämningen och SBAB:s bidrag bestod främst i att visa vägen genom att som första aktör genomföra en åtgärd som sannolikt med tiden skulle ha inträffat ändå. Andra kreditgivare följde snart efter. Det kan emellertid inte uteslutas att aktörerna hade upprätthållit högre ränta för borätter och fritidshus under en avsevärt längre tid ifall inte SBAB likställt räntorna för alla bostadstyper, eftersom bankmarknaden har tydliga inslag av oligopol.

SBAB höjde belåningsgränsen för bottenlån från 70 till 75 procent år 2003 och som första långgivare till 95 procent år 2005.<sup>16</sup> Den senare höjningen uppfattades som utmanande av konkurrenter och i media. Företaget hade, liksom sina konkurrenter, topplån och det var inte ovanligt i branschen att låntagarna kunde låna upp till 95 procent av fastighetens värde. Skillnaden var att topplånen var dyrare samt att dessa var förknippade med krav på (en relativt snabb) amortering. När SBAB lyfte bottenlånen till 95 procent utgick samma ränta på hela lånet. I prissättningen togs även hänsyn till den utökade risk det innebar med högre belåningsgrad. År 2008 infördes en differentierad prissättning på individuella krediter där belåningsgraden och storleken på respektive lån påverkar priset.

Som nämnts ovan införde Finansinspektionen ett bolånetak på 85 procent hösten år 2010 vilket ledde till att SBAB minskade sin egen belåningsgräns. Därtill införde bolaget år 2011 ett obligatoriskt amorteringskrav för nya kunder med bolån vars belåningsgrad översteg 75 procent av fastighetens värde.

<sup>14</sup> Kapitaltäckningsreglerna stipulerar hur mycket eget kapital en långgivare måste hålla för lånestocken.

<sup>15</sup> Ett internationellt regelverk för kapitaltäckning.

<sup>16</sup> För samtliga lån i inområde mellan 85 procent och 95 procent tecknade SBAB en försäkring mot kreditförluster.



## 3 SBAB:s uppdrag

Huvudmålet för statliga bolag är att de ska skapa ekonomiskt värde för medborgarna, i synnerhet de bolag som verkar på konkurrensutsatta marknader. Detta gäller även SBAB. Vissa bolag har även ett samhällsuppdrag utöver målet om att skapa värde. Utvärderingen av dessa bolags måluppfyllelse görs då mot att samhällsuppdraget ska utföras effektivt samtidigt som största möjliga värde skapas. SBAB har haft ett uppdrag att bidra till mångfald och konkurrens på bolånemarknaden. Detta uppdrag har emellertid alltid varit underordnat det värdeskapande målet och ska enligt uppgift från ägarhåll inte ses som ett samhällsuppdrag, även om begreppet samhällsuppdrag inte har någon enhetlig definition.<sup>17</sup> Bolagets bidrag till konkurrensen på bolånemarknaden får därför inte ske genom att göra avkall på den avkastning som medborgarna bör förvänta sig på den investering som ägandet av SBAB innebär. Uppdraget från ägaren kan därför tolkas som att SBAB ska ge en avkastning som är marknadsmässig men givet denna restriktion också skapa en bättre konkurrens på bolånemarknaden. I det följande beskrivs hur SBAB har levt upp till dessa mål.

### 3.1 Vara värdeskapande

Det värdeskapande uppdraget har styrts genom ett avkastningskrav. Sedan år 1996 är kravet uttryckt som att resultatet efter skatt i förhållande till det egna kapitalet ska motsvara den 5-åriga statsobligationsräntan plus fem procentenheter över en konjunkturcykel. Värdet för medborgarna uppkommer genom att en tredjedel av vinsterna årligen delas ut i enlighet med ägarens utdelningspolicy och två tredjedelar behålls i verksamheten. Tanken är således att värdeskapandet ska ske genom årliga utdelningar samt en tillväxt i bolaget och därigenom högre framtida värde och utdelningar.

#### 3.1.1 Avkastningskravet

Eftersom avkastningskravet är uttryckt som ett genomsnitt över en konjunkturcykel måste utvärderingen av måluppfyllelsen göras över tid. I SBAB:s årsredovisning och i regeringens skrivelser till riksdagen<sup>18</sup> sker

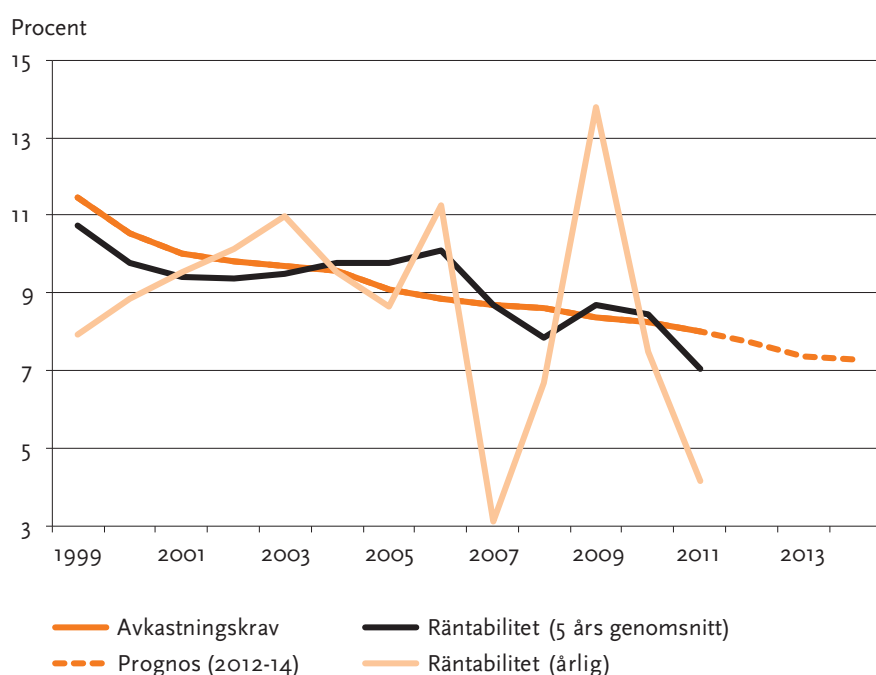
<sup>17</sup> Intervju Finansdepartementet 2012-08-22.

<sup>18</sup> Se t.ex. Regeringens skrivelse 2011/12:140 2012 års redogörelse för företag med statligt ägande.

utvärderingen genom jämförelse mellan den genomsnittliga avkastningen och den genomsnittliga 5-åriga statsobligationsräntan över de senaste fem åren.

Diagram 1 visar hur SBAB:s avkastning på eget kapital och avkastningskrav har utvecklats sedan år 1999. Här framkommer att ägarens krav har varit sjunkande under det senaste decenniet. Detta är ett resultat av att avkastningskravet varit knutet till ränteläget. Diagrammet visar också att SBAB i genomsnitt har lyckats med att nå ägarens krav på avkastning.

**Diagram 1.** SBAB:s avkastning efter skatt på genomsnittligt eget kapital (räntabilitet) och avkastningskrav.



Källa: SBAB:s årsredovisningar 1999–2011, Macrobond och Regeringen (Budgetpropositionen för 2013).

SBAB är inte det enda statliga företaget med ett avkastningskrav som är relaterat till en statsobligationsränta plus en riskpremie. Tabell 1 visar olika resultatmål för några statliga företag. Noterbart är dock att de flesta bolag har absoluta avkastningskrav i termer av årlig eller genomsnittlig räntabilitet på eget kapital.

Tabell 1. Ekonomiska mål för ett urval av statliga företag

Företag	Resultatmål	Soliditetsmål
Akademiska hus	5-åriga statsobligationsräntan över en konjunkturcykel + 4 pe.	30 till 40%
Green Cargo	10% på eget kapital	minst 30%
Infranord	16% nettoresultat i förhållande till genomsnittligt bokfört eget kapital	minst 33%
Jernhusen	12% på eget kapital över en konjunkturcykel	35 till 45%
LKAB	10% på eget kapital efter skatt	minst 50%
Nordea	15% på eget kapital i en normaliserad ekonomi	
Postnord	10% på eget kapital över en konjunkturcykel	minst 35%
SBAB	5-åriga statsobligationsräntan över en konjunkturcykel + 5 pe.	
SEK	10-åriga statsobligationsräntan i genomsnitt över 10 år + 5 pe	
SJ	10% på eget kapital	minst 30%
Swedavia	9% på eget kapital över en konjunkturcykel	minst 35%
Terracom Group	17% på eget kapital	minst 30%
Vattenfall	15% på eget kapital	

Källa: Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2012

I takt med att den lägre räntenivån får genomslag i SBAB:s genomsnittliga avkastningsmål kommer avkastningskravet att sjunka relativt de andra statliga bolagen vars avkastningskrav inte är relaterade till statsobligationsräntan. För år 2012 hamnar resultatmålet på cirka 7 procent. I tabellen ovan är det bara Akademiska Hus och SEK som har liknande krav på avkastning.

SBAB:s avkastningskrav kan också jämföras med konkurrenternas. Tabell 2 visar de finansiella mål som gäller för de fyra storbankerna. Noterbart är att två av bankerna har ett siffersatt mål för sin avkastning på 15 procent av eget kapital. De två andra har relativa mål som stipulerar att de ska ha en bättre eller konkurrenskraftig avkastning. De fyra storbankernas avkastningskrav är således markant högre än det som staten har satt för SBAB.

**Tabell 2.** Finansiella mål för de fyra storbankerna

Bank	Resultatmål
Nordea	Avkastning på eget kapital på 15% i en normaliserad ekonomi
SHB	Bättre lönsamhet än genomsnittet för banker på hemmamarknaderna
SEB	Konkurrenskraftig stabil avkastning
Swedbank	Räntabiliteten på eget kapital ska uppgå till 15%

Källa: Respektive banks årsredovisning

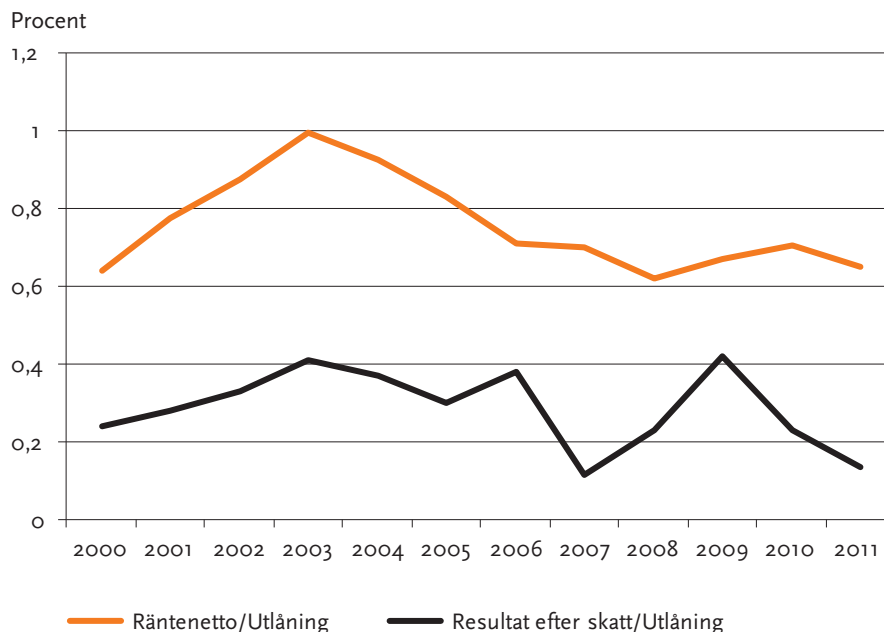
Storbankerna har en bredare verksamhet än SBAB vilket försvårar en direkt jämförelse av möjlig avkastning på eget kapital. SBAB:s avkastning innan finanskrisen var i linje med andra rena bolåneinstitut i norra Europa. Införandet av Basel II-regelverket innebar dock att svenska banker idag sätter en lägre riskvikt på sina bolån än vad deras motsvarigheter i utlandet gör. Detta skulle kunna medföra en möjlighet till högre avkastning på eget kapital för bolån i Sverige än i utlandet. Finansinspektionen hävdar till exempel att den genomsnittliga avkastningen i förhållande till eget kapital under första kvartalet år 2012 för bolån låg på 22 procent.<sup>19</sup> Det skulle innebära att avkastningen på bolåneverksamheten är högre än genomsnittet för storbankernas övriga verksamheter.

### 3.1.2 SBAB:s resultat och kostnader över tiden

Som visats ovan har SBAB:s avkastning varit avtagande under det senaste decenniet. Företaget har dock i stort levt upp till ägarens avkastningskrav. För att avgöra huruvida den sjunkande avkastningen är ett resultat av lägre intäkter (prispressarfunktionen) eller ökade kostnader måste företagets resultat och utlåning studeras mer i detalj.

Diagram 2 visar SBAB:s räntenetto i förhållande till företagets utlåning och resultatet efter skatt i förhållande till utlåningen. Räntenettet är differensen mellan de räntor som SBAB satt på sin utlåning och den räntekostnad bolaget har för sin upplåning.

<sup>19</sup> Finansinspektionen (2012), *Bankernas räntor och utlåning*, maj 2012 (kv1 2012).

**Diagram 2.** SBAB:s räntenetto och resultat i relation till utlåningen

Källa: SBAB:s årsredovisningar 2000–2011.

Diagrammet visar att SBAB:s räntenetto i snitt motsvarade drygt 60 öre per utlånade 100 kronor. Fram till år 2003 var denna kvot stigande men har sedan dess sjunkit tillbaka till ungefär samma nivå som år 2000. Intressant att notera är att de kraftiga svängningar som har varit på räntemarknaden sedan finanskrisen bröt ut år 2008 inte har fått någon nämnvärd effekt på räntenettet i förhållande till utlåningen. Det torde innebära att SBAB har varit tämligen framgångsrikt i matchningen mellan upp- och utlåningsräntorna. SBAB:s resultat i förhållande till utlåningen har i stort följt samma utveckling som räntenettet. Efter år 2006 uppvisar dock denna serie en större variation vilket har att göra med övergången till IFRS<sup>20</sup> och att företaget vid denna tid började bygga upp en större likviditetsreserv. Finansiella poster marknadsvärderas i enlighet med den nya redovisningsleden och resultatet blir därför påverkat av prisförändringar av dessa tillgångar.

Diagram 2 visar emellertid också att den expansion som SBAB genomfört under det senaste dryga decenniet inte har resulterat i någon nämnvärd förbättring av resultatet. Räntenettet i förhållande till utlåningen är i stort sett oförändrad sedan år 2000. Det är dock märkbart lägre än år 2003 vilket sannolikt till del är en effekt av den prispressande funktion som SBAB har haft,

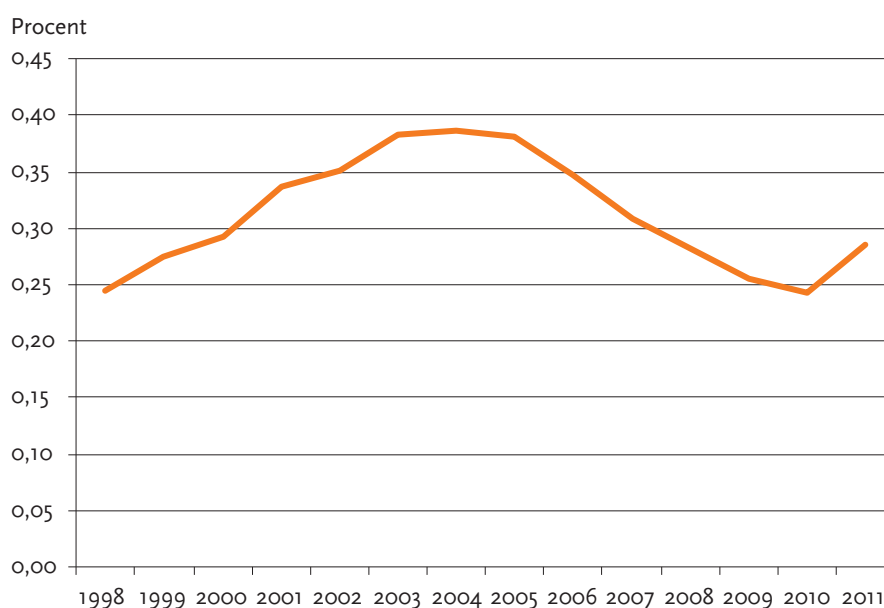
<sup>20</sup> International Financial Reporting Standards är en internationell redovisningsstandard för den privata sektorn som gäller i en stor del av världen, bland annat för länder inom EU.



det vill säga att marginalerna på bolånemarknaden sjönk under en period. Ser man emellertid till resultatet efter skatt i förhållande till utlåningen är även det ungefär oförändrat under det senaste decenniet.

De övriga kostnaderna, till exempel lönekostnader, för SBAB:s verksamhet har följt ungefär samma mönster, se diagram 3. Från att ha ökat under åren efter millennieskiftet har kostnaderna sjunkit i förhållande till utlåningsstocken. Detta visar på att det finns vissa skalfördelar i verksamheten, något som torde te sig naturligt då en bolånekund är en tämligen långvarig kund.

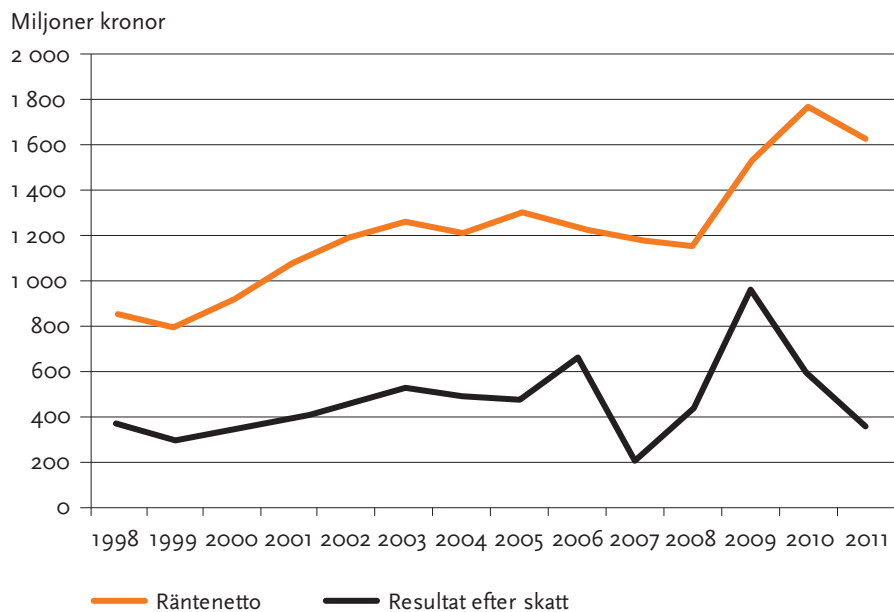
**Diagram 3.** SBAB:s övriga kostnader i förhållande till utlåningen



*Källa: SBAB:s årsredovisningar åren 1998–2011.*

Fram till år 2004 steg kostnaderna i förhållande till utlåningen. Detta var också den period som SBAB genom stora reklamkampanjer sökte vinna marknadsandelar. Efter år 2005 tyder dock utvecklingen på att vissa skalfördelar funnits i verksamheten. Utlåningen har ökat i en klart högre takt än företagets kostnader. År 2011 utgör ett avsteg från detta, men det året belastades av stora kostnader för utvecklingen av den nya bankverksamheten.

Utifrån de ovan visade tidsserierna verkar SBAB:s avkastningsmål vara uppfyllt. Räntenettet är relativt stabilt i förhållande till utlåningen och kostnaderna är sjunkande. Diagram 4 nedan visar emellertid att resultatet efter skatt inte är lika enkelt att jämföra samman med en uppfyllelse av det värdeskapande uppdraget. Medan räntenettet idag är dubbelt så högt som år 1998 är resultatet ungefär oförändrat.

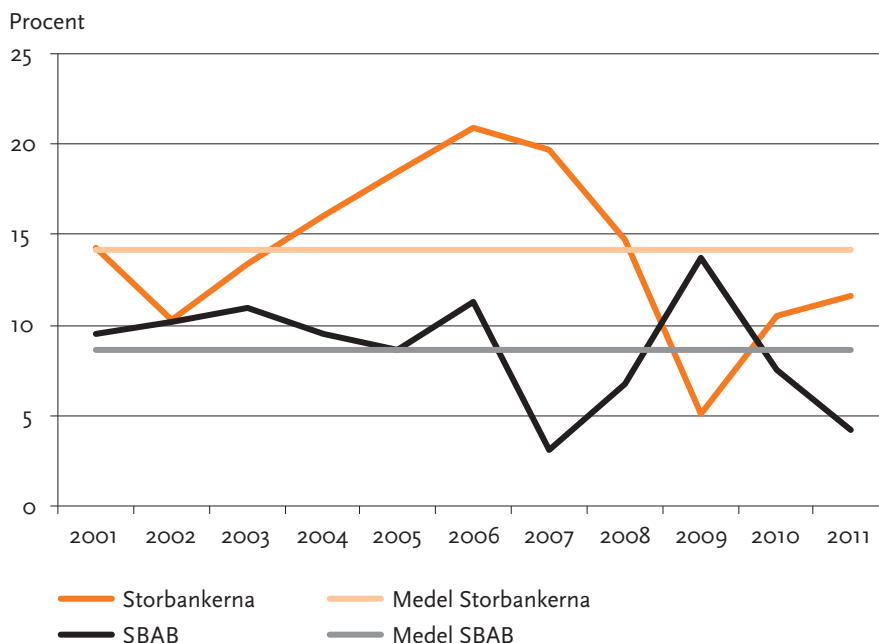
**Diagram 4.** SBAB:s resultat

Källa: SBAB:s årsredovisningar år 1998–2011.

Detta är emellertid till största delen en effekt av att marknadsvärderingen av finansiella poster sedan år 2006 i genomsnitt givit ett negativt bidrag till resultatet. Det har medfört att övriga rörelseintäkter, det vill säga andra intäkter än räntenettet, i genomsnitt har varit nästan minus 90 miljoner kronor per år sedan 2006 och de senaste två räkenskapsåren har övriga rörelseintäkter uppgått till sammanlagt minus 772 miljoner kronor, vilket kan jämföras med ett sammanlagt resultat efter skatt på drygt 900 miljoner kronor.

Gör man en jämförelse med de fyra storbankernas avkastning på eget kapital och SBAB:s avkastning, framgår det att SBAB:s resultat har varit markant lägre, se diagram 5.

**Diagram 5.** Avkastning i förhållande till eget kapital



Källa: Riksbanken, SBAB:s årsredovisningar och egna beräkningar.

Medan storbankernas avkastning steg i förhållande till det egna kapitalet under åren före den finansiella krisen var SBAB:s avkastning oförändrad. Krisen har emellertid inte påverkat SBAB:s resultat lika mycket som det påverkade storbankernas, vilkas verksamhet är mycket bredare och som också drabbades av stora förluster från andra marknader än den svenska. Diagram 5 visar också att storbankernas genomsnittliga avkastning har varit drygt fem procentenheter högre än SBAB:s. SBAB:s avkastning innan finanskrisen var dock i linje med andra rena bolåneinstitut i norra Europa.

### 3.1.3 Utdelning

Statens princip för utdelning av vinstmedel till ägaren har för SBAB varit att en tredjedel av årets vinst ska delas ut. Denna princip följdes under början av 2000-talet men företaget har inte lämnat någon utdelning sedan år 2005. Tabell 3 visar de olika motiv som styrelsen angivit för avsteg från utdelningsprincipen. Motiveringen till de uteblivna utdelningarna har varit att företaget behövt mer eget kapital för att kunna fortsätta sin expansion och leva upp till de kapitaltäckningsregler som har gällt. Av våra intervjuer har det framkommit att företaget under hela 2000-talet har haft ett behov av mer eget kapital för att kunna utvecklas.<sup>21</sup> Styrelsen har också återkommande diskuterat frågan om kapitaltillskott med ägaren. Regeringen har emellertid inte givit bolaget något kapitaltillskott via anslag på statsbudgeten. Istället har ägaren avstått från löpande intäkter på sin investering i form av utdelningar och företaget har emitterat förlagslån som får medräknas i kapitalbasen. Sammantaget har staten avstått från cirka 1,2 miljarder kronor sedan år 2005 jämfört med om man hade följt utdelningsprincipen.

---

<sup>21</sup> Intervju Christer Malm 29 maj 2012 och Eva Cederbalk 7 juni 2012.

**Tabell 3.** Utdelningar från SBAB och styrelsens motivering till utdelningsförslaget i respektive årsredovisning

Årtal	Vinst	Utdelning	Motivering
2004	485	139	Utdelningsprincipen är att en tredjedel av nettovinsten efter skatt i det av staten helägda bolaget ska delas ut till ägaren. Styrelsen föreslår i enlighet med ägarens riktlinjer att 139 mnkr delas ut till ägaren.
2005	471	0	Den av ägaren fastställda principen om utdelning i de av staten helägda bolagen är att en tredjedel av nettovinsten efter skatt ska delas ut till ägaren. För 2005 års verksamhet föreslår styrelsen att årets vinst ska balanseras i ny räkning och att ingen utdelning ska ske. Orsaken är det kapitalbehov som SBAB har på grund av den starka tillväxten som skett under 2005 inom utlåningen till privatkunder samt den framtida expansionen och därmed sammanhängande kapitalbehov.
2006	654	0	Den av ägaren fastställda principen om utdelning i de av staten helägda bolagen är att en tredjedel av nettovinsten efter skatt ska delas ut till ägaren. För 2006 års verksamhet föreslår styrelsen att årets vinst ska balanseras i ny räkning och att ingen utdelning ska ske. Orsaken är det kapitalbehov som SBAB har på grund av den starka tillväxten som skett under 2006 inom utlåningen till privatkunder samt den framtida expansionen och därmed sammanhängande kapitalbehov.
2007	190	0	Den av ägaren fastställda principen om utdelning är att en tredjedel av nettovinsten efter skatt ska delas ut till ägaren. För 2007 års verksamhet föreslår styrelsen och verkställande direktören att årets vinst ska balanseras i ny räkning och att ingen utdelning ska ske.
2008	424	0	Den av ägaren fastställda principen om utdelning är att en tredjedel av nettovinsten efter skatt ska delas ut till ägaren. För 2008 års verksamhet föreslår styrelsen och verkställande direktören dock att årets vinst ska balanseras i ny räkning och att ingen utdelning ska ske.
2009	951	0	Den av ägaren fastställda principen om utdelning är att en tredjedel av nettovinsten efter skatt ska delas ut till ägaren. Med hänsyn tagen till SBAB:s starka tillväxt föreslår styrelsen dock att 2009 års vinst ska balanseras i ny räkning och att ingen utdelning ska ske.
2010	577	0	Ägarens utdelningsprincip är att en tredjedel av nettovinsten efter skatt ska delas ut till ägaren. Med hänsyn tagen till de regler om fortsatt tillämpning av övergångsregler för kapitalkrav och att SBAB under 2011 har behov av att ersätta utestående förlagslån föreslår styrelsen att 2010 års vinst ska balanseras i ny räkning och att ingen utdelning ska ske.
2011	341	0	Den av ägaren fastställda principen om utdelning är att en tredjedel av nettovinsten efter skatt ska delas ut till ägaren. Med hänsyn tagen till de regler om fortsatt tillämpning av övergångsregler under 2012 och kommande nya kapitaltäckningsregler föreslår styrelsen att 2011 års vinst ska balanseras i ny räkning och att ingen utdelning ska ske.

### 3.1.4 Värdeskapande

I slutändan kan värdeskapande för ett bolag som SBAB som inte har något samhällsuppdrag tolkas som hur mycket utdelning ägaren erhåller samt hur värdet på bolaget utvecklas över tiden.

Eftersom SBAB är onoterat så finns det ingen löpande marknadsvärdering av bolaget. Ett sätt att uppskatta värdet är att följa utvecklingen av eget kapital. SBAB:s eget kapital har i nominella termer mer än fördubblats sedan år 2000. Realt är uppgången 78 procent. Dock har avkastningen på det egna kapitalet minskat från i genomsnitt 10 procent i början av decenniet till knappt 7 procent idag.

**Diagram 6.** SBAB:s eget kapital



Källa: SBAB:s årsredovisningar åren 2000–2011 och egna beräkningar.

Det faktum att vinsterna inte har ökat har, enligt de värderingar vi tagit del av på plats, lett till att en försäljning av SBAB inte beräknas inbringa mer i dagsläget än för ett decennium sedan.

I sammanhanget bör det noteras att börsvärdet i löpande priser för storbankerna inte ökat mellan år 2000 och 2011. För Swedbank och SEB är uppgången visserligen 27 respektive 15 miljarder kronor men bägge genomförde nyemissioner på cirka 15 miljarder kronor under åren 2008–2009. Nordeas och Handelsbankens börsvärde år 2011 är på ungefär samma nivå som år 2000. Då har Nordea ändå haft en nyemission på 2,5 miljarder euro år

2009. Värdeutvecklingen för SBAB ligger således i linje med branschen som helhet. Storbankerna har dock till skillnad från SBAB med några undantag levererat utdelning varje år.

## 3.2 Öka konkurrensen på bolånemarknaden

Ett av målen med att äga SBAB har varit att staten ville öka konkurrensen på bolånemarknaden. Målformuleringen gentemot bolaget är tämligen vag: ”med utgångspunkt i sedvanlig företagsekonomisk målsättning och en effektiv organisation bidra till mångfald och konkurrens.”<sup>22</sup> Bolaget ska alltså vara värdeskapande och därutöver bidra till mångfald och konkurrens på bolånemarknaden. Huruvida SBAB lyckats med detta uppdrag är en svår fråga att svara entydigt på. Den efterföljande analysen syftar till att belysa denna frågeställning genom att redogöra för företagets kunder, utlåning, marknadsandelar och prissättning under de senaste två decennierna.

### 3.2.1 Utlåning och marknadsandelar

SBAB:s kunder är främst hushåll, bostadsrättsföreningar, företag inom bostadssektorn och kommuner. De lån som kunderna tar i SBAB kan i huvudsak sägas gå till bostadsköp eller fastighetsinvesteringar. Sedan år 2003 har SBAB fördubblat sin utlåning, från 126 miljarder kronor till 248 miljarder kronor.

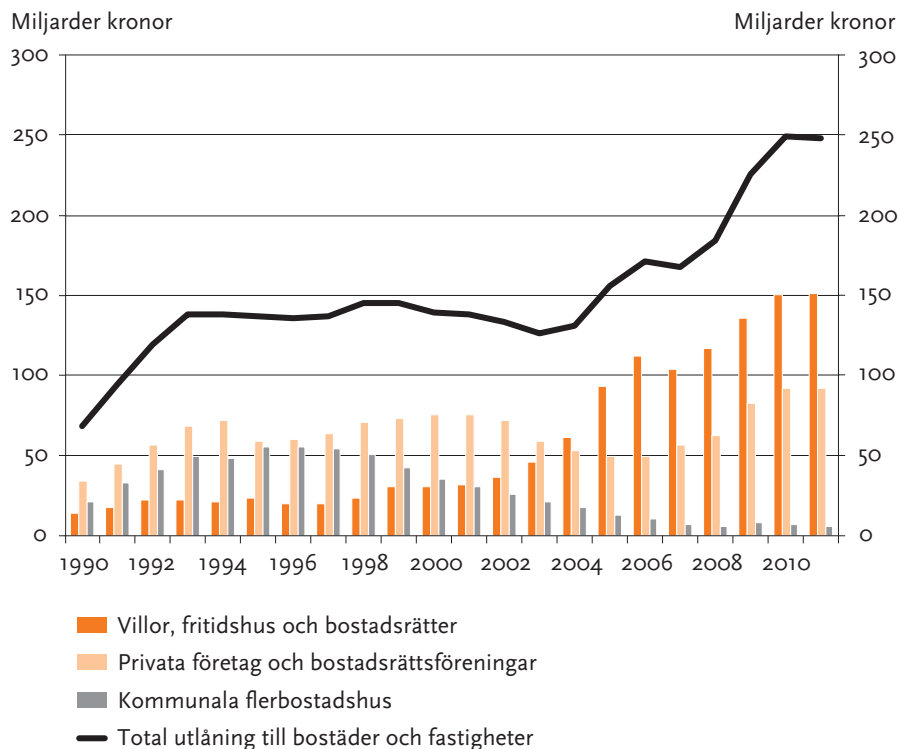
Den privata bolånemarknaden har vuxit mycket kraftigt sedan slutet av 1990-talet, se diagram 7. Företagsmarknaden (inklusive kommunala bolag och bostadsrättsföreningar) minskade däremot något åren 1999–2007, men har sedan dess vuxit med över 50 procent.

Under de senaste 15 åren har den privata bolånemarknaden vuxit med i genomsnitt 10 procent per år och under samma period har SBAB lyckats fördubbla sin marknadsandel från 4 till 8 procent. Sedan år 2007 har marknadsandelen varit omkring 8 procent. Den allmänna marknadsutvecklingen har varit mycket gynnsam för tillväxten i bolagets utlåningsportfölj.

Även lånen till privata företag och bostadsrättsföreningar har ökat under senare år. Utlåningen till denna kundkategori har dock varierat relativt mycket under åren och dagens nivå ligger betydligt närmare ett historiskt genomsnitt än vad utlåningen på bolånemarknaden gör.

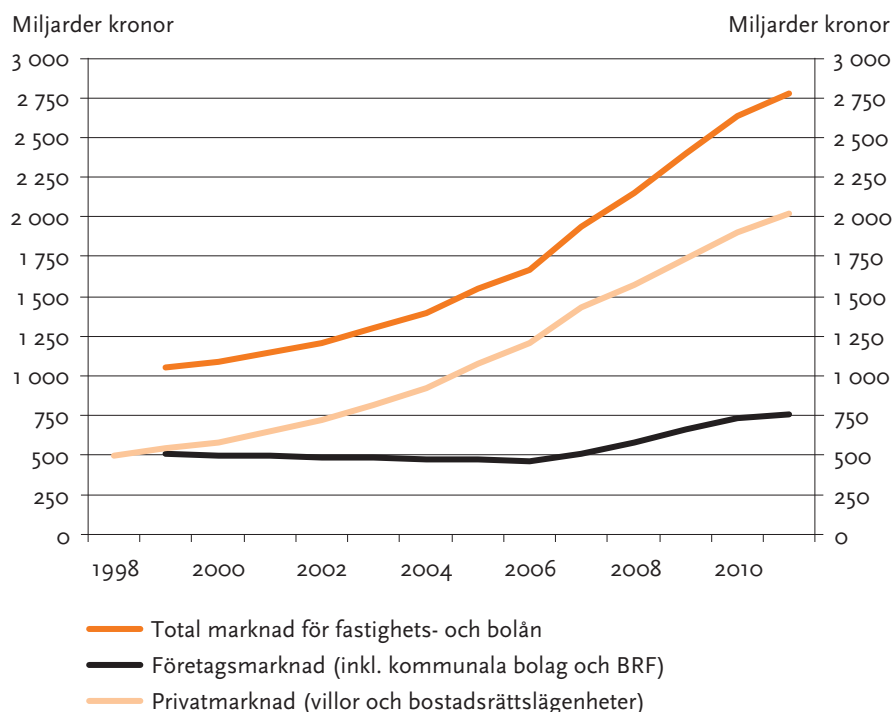
<sup>22</sup> Prop. 1993/94:228



**Diagram 7. SBAB:s utlåning för bostads- och fastighetsändamål**

Källa: SBAB:s årsredovisningar åren 1990–2011.

Utlåningen till kommunala fastighetsbolag har minskat kraftigt sedan mitten av 1990-talet. Denna kundkategori utgjorde tidigare 40 procent av SBAB:s totala utlåning, men utgör idag endast en mycket begränsad del. Marknaden mot kommunala fastighetsbolag har minskat under det senaste decenniet då många kommuner avyttrat fastighetsbestånd till privata fastighetsägare och bostadsrättsföreningar. Ytterligare en bidragande orsak till den minskande marknaden är att kommuner idag i större utsträckning än tidigare själva emitterar obligationer på kapitalmarknaden.

**Diagram 8.** Utvecklingen på SBAB:s huvudmarknader

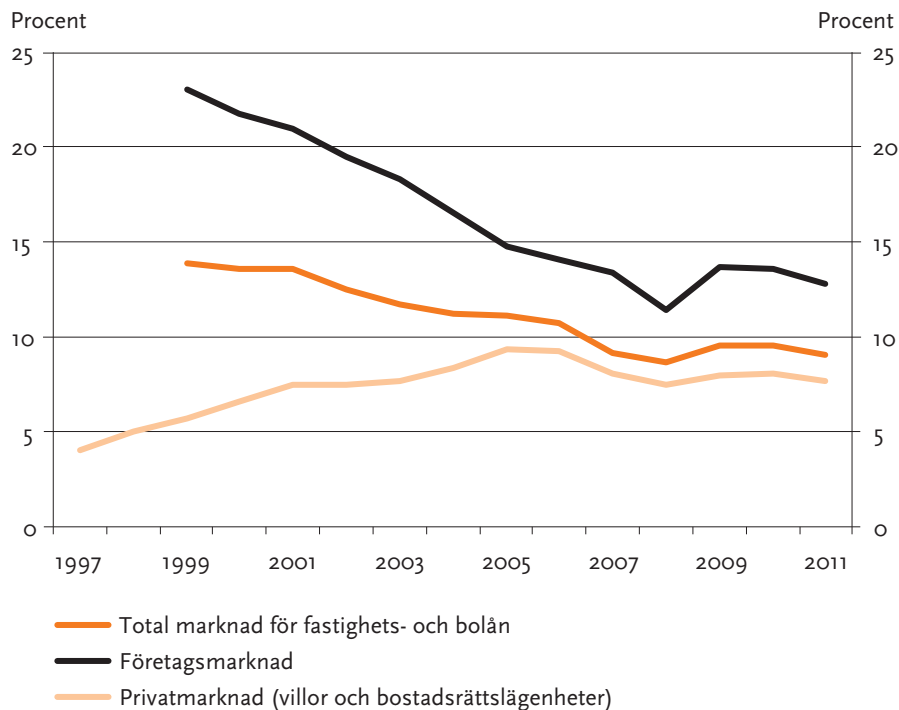
Källa: SBAB:s årsredovisningar år 1998–2011.

När det gäller utlåningen till kommunala och privata företag har utvecklingen inte varit lika gynnsam. Under de senaste 12 åren har bolaget tappat 10 procent av marknaden. Under perioden 1999–2004 var det en medveten strategi från SBAB:s sida att vara återhållsam med utlåningen till företagsmarknaden.<sup>23</sup> Bolagets tillväxt mot bolånemarknaden var så kraftig att tillgången på eget kapital blev en restriktion. Samtidigt var marginalerna på företagsmarknaden lägre än på bolånemarknaden, vilket gjorde att nyutlåning i första hand styrdes mot den privata marknaden. Under de senaste åren har bolaget försvarat sin position på en växande företagsmarknad.

Sett till hela lånemarknaden för bostäder och fastigheter har SBAB:s marknadsandel minskat ganska kraftigt. Mellan åren 1999 och 2007 tappade SBAB fem procentenheter av marknaden eller en tredjedel av sin marknadsandel.

<sup>23</sup> Intervju 2012-05-29 med Christer Malm före detta vd i SBAB 1999–2004.

Diagram 9. SBAB:s marknadsandelar

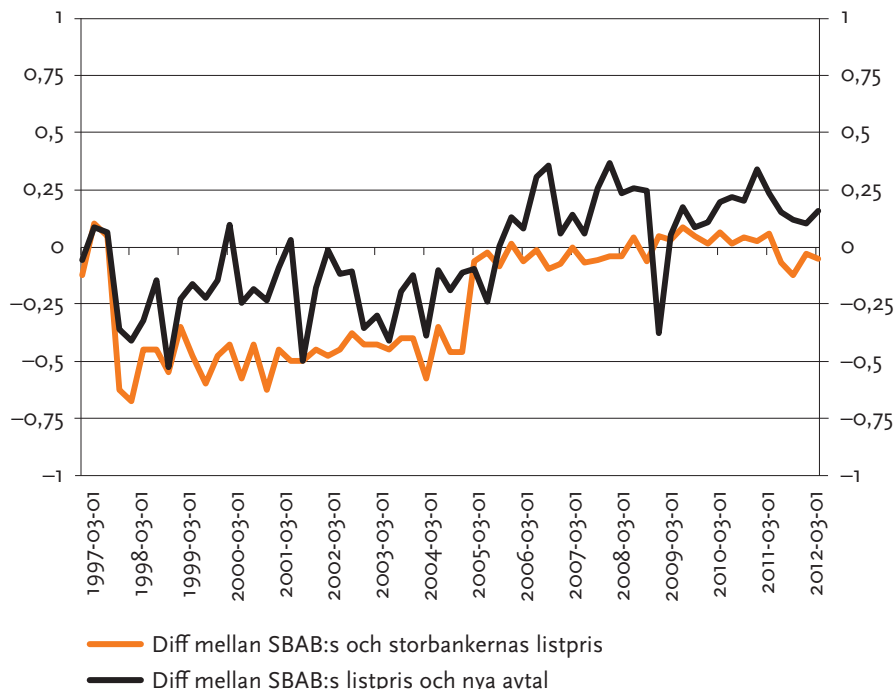


Källa: SBAB:s årsredovisningar åren 1997–2011.

### 3.2.2 SBAB:s räntesättning

Banker och bolåneinstitut anger publikt listpriser på sina bolån. Den räntesats som anges kan sägas utgöra en startpunkt för en individuell kreditprövning och räntesättning. Den räntenivå som en genomsnittlig kund möter efter förhandlingar med banken ligger därför i regel under de listpriser som anges i utgångsläget, se diagrammet nedan.

**Diagram 10.** Differens mellan SBAB:s och storbankernas listpris samt differens mellan SBAB:s listpris och avtalade räntor på 3-månaders bolån, kvartalsdata

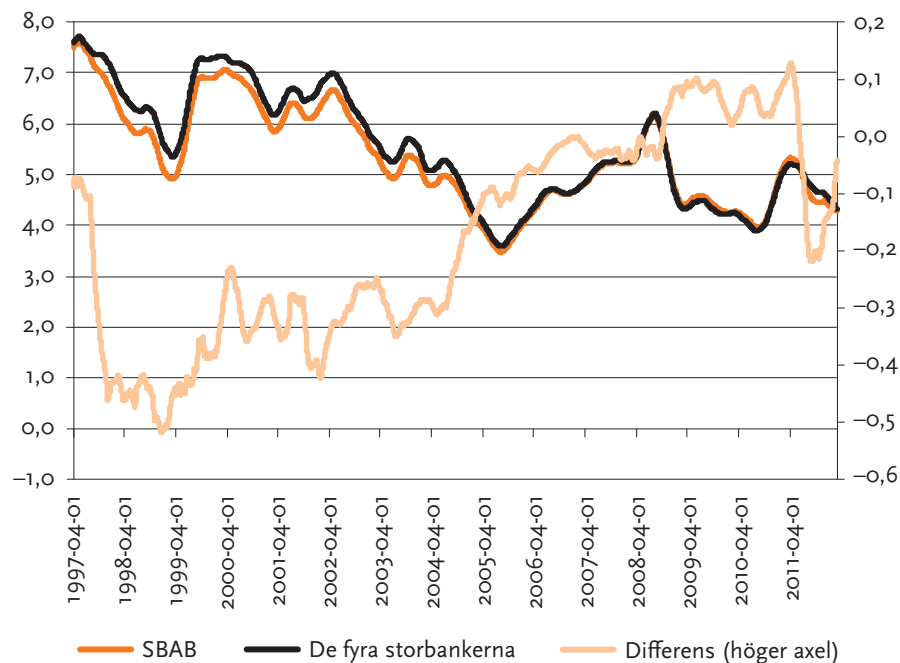


Källa: Macrobond och SCB.

Fram till och med våren 2008 hade SBAB ingen differentierad prissättning.<sup>24</sup> Det listpris som angavs var också det pris kunden slutligen fick om bolånet beviljades. Före första kvartalet 2005 marknadsförde sig SBAB med tydligt lägre listpriser än vad storbankerna gjorde. Detta förhållande gällde bolån med både korta och långa löptider, se diagram 10 och 11. Sedan dess har marginalerna minskat markant och sedan år 2008 har SBAB:s listpris till och med varit högre än storbankernas under vissa perioder, men vid denna tidpunkt införde bolaget å andra sidan differentierad prissättning som innebär att SBAB vid prissättningen av ett lån tar hänsyn till storleken på lånet och belåningsgraden. Den typen av prissättning innebär att en kund kan få ett lägre pris än listpriset.

<sup>24</sup> Intervju 2012-05-31 med Fredrik Bergström Affärsområdeschef på SBAB.

Diagram 11. Listpris på 5-åriga bolån



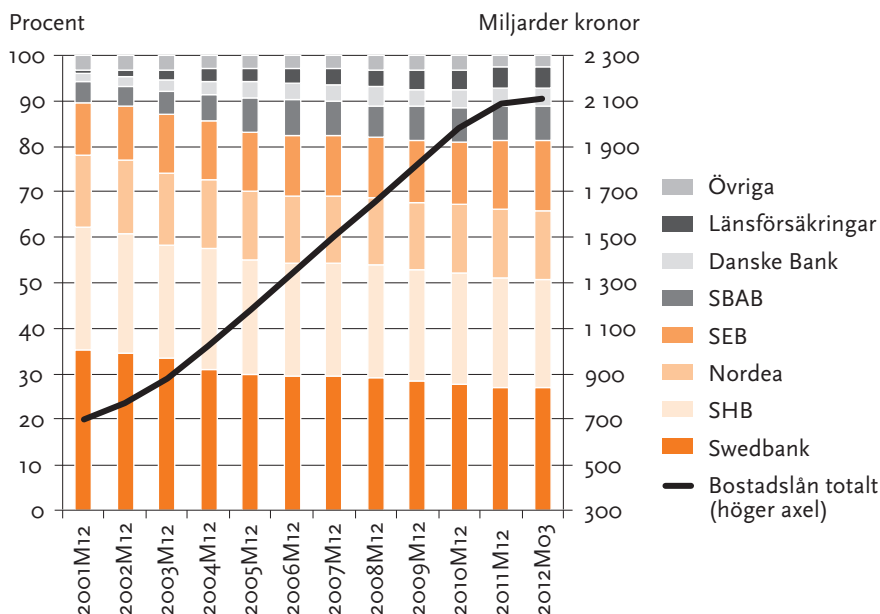
Källa: Macrobond

Fram till och med år 2005 var SBAB:s listpris på tre månaders bolån även lägre än den ränta som genomsnittskunden mötte efter förhandlade rabatter (se diagram 10). Motsvarande analys har inte kunnat göras för längre löptider då den officiella finansmarknadsstatistiken inte särskiljer räntesatser för olika bolån med löptider på över tre månader.

### 3.2.3 Konkurrensen på bolånemarknaden

De fyra storbankerna har en klart dominerande ställning på bolånemarknaden. Tillsammans lånar de ut över 80 procent av det samlade värdet av alla bolån. Deras dominans har dock minskat något under de senaste tio åren. Under denna period har de tillsammans tappat 8 procent av marknaden. På en mycket kraftigt växande marknad har således små och nya aktörer lyckats ta marknadsandelar.

Diagram 12. Bolånestocken och bankernas marknadsandelar



Källa: SCB.

Som tidigare beskrivits är SBAB en av de aktörer som lyckats ta marknadsandelar. Företaget har ökat sin marknadsandel med knappt 3 procentenheter sedan år 2001. Av de mindre aktörerna har även Länsförsäkringar och Danske Bank lyckats ta marknadsandelar. De har under samma period lyckats utöka sin sammanlagda marknadsandel med 6 procentenheter. Kategorin *övriga* i diagram 12 utgörs i huvudsak av 11 sparbanker samt Skandiabanken. Sparbankerna har som grupp tappat marknadsandelar medan Skandiabanken har försvarat sin position.

Under perioden har inte antalet aktörer förändrats i någon större omfattning. Enligt finansmarknadsstatistiken fanns i december år 2001 15 stycken institut eller banker med utlåning som översteg 500 miljoner kronor vardera. I mars år 2012 var motsvarande siffra 17.

### 3.2.4 *Sammanfattande iakttagelser*

Huvudmålet för statliga bolag är att skapa ett ekonomiskt värde för medborgarna. SBAB har i stort levt upp till det avkastningskrav som ägaren ställt på bolaget. Detta krav har dock varit sjunkande över åren eftersom det är knutet till den 5-åriga statsobligationsräntan. I jämförelse med många övriga statliga bolag och med de fyra storbankerna är SBAB:s avkastningskrav lågt ställt. I jämförelse med storbankerna har SBAB:s avkastning på eget kapital också varit betydligt lägre under de senaste tio åren. SBAB:s avkastning innan finanskrisen var dock i linje med andra rena bolåneinstitut i norra Europa. SBAB har dock inte lämnat någon utdelning sedan år 2005, trots att ägarens utdelningsprincip är att en tredjedel av den årliga vinsten ska delas ut.

Regeringen har också ett mål för att SBAB ska bidra till mångfalden och konkurrensen på bolånemarknaden. Målet är inte närmare preciserat och heller inte utvärderat av ägaren. Ser man till utvecklingen på denna del av kreditmarknaden över det senaste decenniet verkar emellertid SBAB ha bidragit till vissa förändringar. Under åren efter millennieskiftet bedrev SBAB en prispressarstrategi vilken bidrog till att minska bankernas marginaler på bolån. SBAB var också först med att ta bort ränteskillnaden i lån till bostadsrätter och villor. På senare år är det emellertid svårare att utröna SBAB:s betydelse för bolånemarknadens funktionssätt, utöver att bolaget faktiskt är en av ett begränsat antal aktörer.

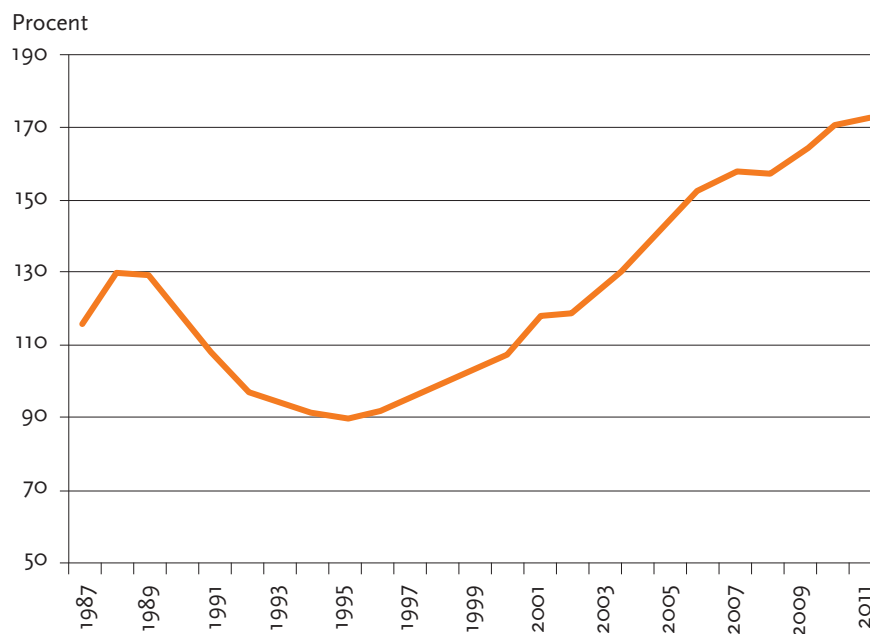




## 4 Bolånemarknaden och hushållens skuldsättning

De senaste årens erfarenheter visar att utvecklingen på kreditmarknaden har stor betydelse för den makroekonomiska stabiliteten. Eftersom SBAB är en icke oväsentlig aktör på den svenska kreditmarknaden är det av intresse att närmare belysa vissa risker på denna marknad. Den kraftiga uppgången i hushållens skuldsättning som inleddes för cirka 15 år sedan har varit en källa till oro i nära ett decennium även om meningarna är delade om huruvida skuldsättningen utgör ett problem eller ej. Mätt som andel av hushållens disponibla inkomster har skulderna nästan fördubblats under de senaste 15 åren. Skuldkvoten ligger nu långt över den tidigare toppnivån som nåddes i slutet av 1980-talet. Riksbanken har gång på gång återkommit till ämnet i sina stabilitetsrapporter. Utvecklingen på fastighetsmarknaden och ökningstakten i hushållens skuldsättning har återkommande beskrivits som ohållbar på lång sikt.

**Diagram 13.** Hushållens skuld i procent av disponibel inkomst

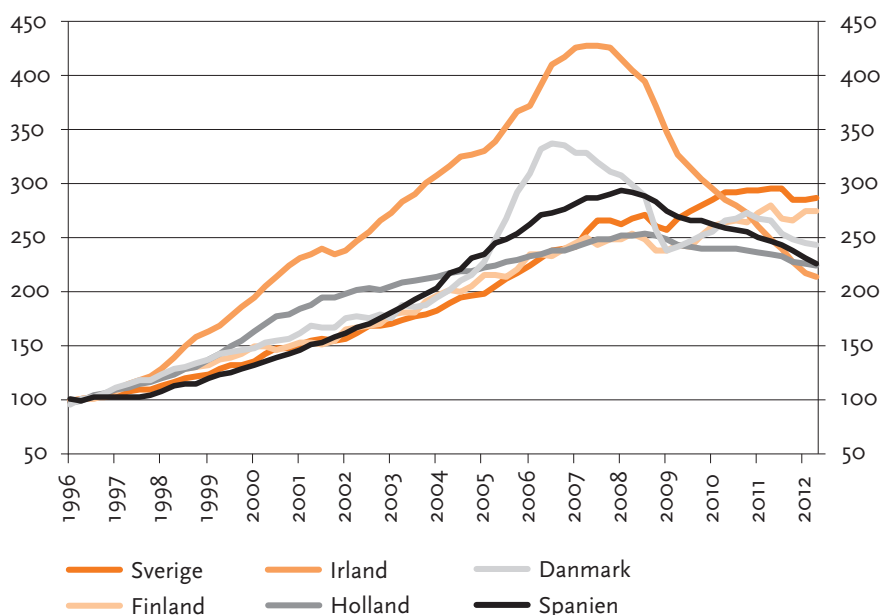


Källa: Riksbanken.

Hushållens skulduppbyggnad är tätt sammanknuten med den kraftiga uppgången i fastighetspriserna som skett i Sverige liksom i många andra västländer. Uppgången i skuldkvoten har varit än kraftigare i några andra länder, speciellt i Danmark, Holland, Irland och Spanien. Med undantag av Holland har dessa länder drabbats av rejäla bakslag på fastighetsmarknaden med kraftigt fallande priser. Även i Holland har fastighetspriserna sjunkit, dock betydligt mindre än i de övriga nämnda länderna.

I ett internationellt perspektiv har den svenska fastighetsprisutvecklingen varit kraftfull om än inte extrem. I flera länder, framför allt i de länder där prisuppgången var som störst, har huspriserna korrigerats markant sedan finanskrisen inleddes. Här har de nordiska länderna, med undantag av Danmark, haft en betydligt gynnsammare prisutveckling.

**Diagram 14.** Fastighetsprisutvecklingen i utvalda länder, 1996=100

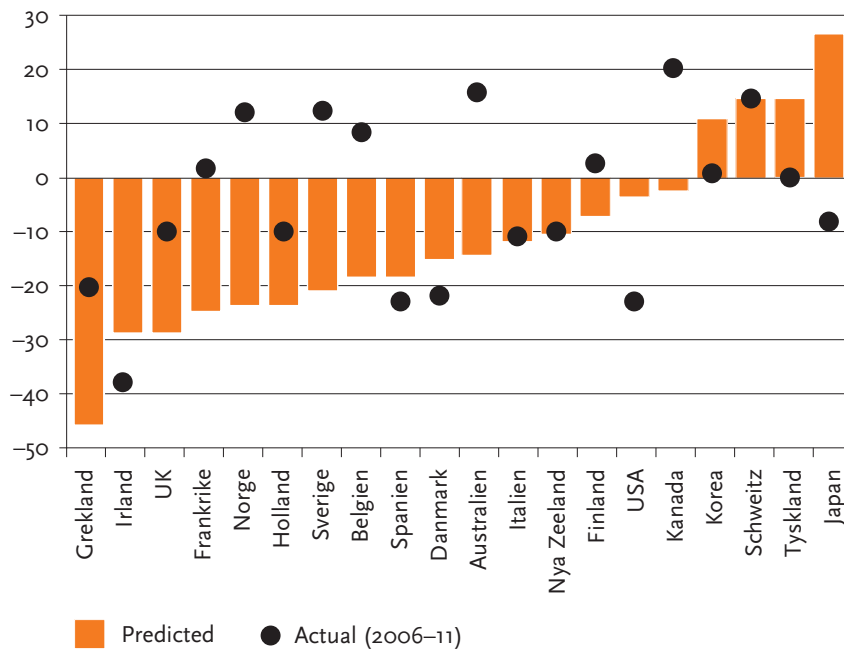


Källa: Macrobond, egna beräkningar.

Det finns dock en oro för att en priskorrigerering kommer att ske framöver även i Sverige. Flera aktörer har bedömt att de svenska fastighetspriserna ligger 20–40 procent över sitt långsiktiga jämviktvärde, se diagram 15.<sup>25</sup> Då sambandet mellan hushållens skuldsättning och fastighetsprisernas utveckling är mycket starkt finns det en överhängande risk att en nedgång i fastighetspriserna leder till att hushållen vill amortera på sin skuld, eller tvingas till detta av sina långgivare. Om hushållen snabbt minskar sina skulder får det kraftigt negativa effekter på efterfrågan och därmed på tillväxt och sysselsättning.

<sup>25</sup> Se t.ex. IMF 2012), Economist (2010), BKN (2010).

Diagram 15. Huspriser kontra modellberäkningar



Källa: IMF (2012)

Erfarenheterna från den skuldsanering som skedde under den svenska 1990-talskrisen är avskräckande. Efter en skulduppbyggnad under 1980-talets senare hälft lade den privata sektorn om kursen år 1992. Under de tre påföljande åren uppgick den privata sektorns finansiella sparande till cirka 160 miljarder kronor per år.<sup>26</sup> Det sparandet motsvarade 9–10 procent av BNP per år. Den uppgången i sparandet innebar ett stort bortfall i efterfrågan och kom i ett ekonomiskt utsatt läge. Detta förlängde perioden med svag tillväxt och fallande sysselsättning.

Även om många bedömare har sett med oro på fastighetsprisutvecklingen och sammanhängande skulduppbyggnad så har svenska myndigheter inte agerat kraftfullt för att stoppa eller dämpa utvecklingen. Riksbanken har framfört en oro under en längre period och har vid några tillfällen valt att tidigarelägga en räntehöjning med hänvisning till utvecklingen på fastighetsmarknaden. Under våren och sommaren 2012 tycks oron för fastighetspriserna och hushållens skuldsättning också ha bidragit till att Riksbanken valde att inte sänka räntan trots att traditionella faktorer som resursutnyttjande och inflationsutsikter såg

<sup>26</sup> Söderström (1996).

ut att ge utrymme för en mer expansiv penningpolitik. Det råder dock delade meningar inom direktionen om Riksbanken ska ta sådana hänsyn.<sup>27</sup>

Finansinspektionen har traditionellt inte ansett sig ha ansvar för makroekonomiska frågeställningar. Inspektionen övervakar företrädesvis enskilda banker, deras kreditkvalitet, kreditprocesser med mera. Systemriskerna och det finansiella systemets stabilitet har inte varit Finansinspektionens fokus, utan den generella hållningen har varit att om enskilda banker följer regelverket och har en tillfredsställande kapitalbas så är systemet i gott skick. När Finansinspektionen hösten 2010 införde bolånetaket på 85 procent hänvisade den till konsumentperspektivet, det vill säga att det var viktigt för hushållen att dessa inte belånade sig för högt. Finansinspektionen ansåg sig inte ha laglig grund att ta ett sådant beslut baserat på samhällsekonomiska skäl.

I det nybildade Samverkansrådet för makrotillsyn har emellertid de deltagande parterna, Riksbanken och Finansinspektionen, konstaterat att det är viktigt att noga analysera och ha fokus på fastighetspriserna och hushållens skuldsättning.<sup>28</sup>

Regeringen har det övergripande samhällsekonomiska ansvaret för att motverka makroekonomiska obalanser, i avsaknad av att regeringen har utpekat någon annan myndighet som ansvarig för detta.<sup>29</sup> Några kraftfulla åtgärder för att dämpa hushållens skuldsättning eller uppgången i fastighetspriserna har regeringen emellertid inte genomfört.

Som ett led i sin nya uppgift att övervaka makroekonomiska obalanser varnade EU-kommissionen i februari 2012 och senare i en fördjupad analys i juli samma år för att svenska huspriser kunde vara ohållbart höga och att hushållens skuldsättning är mycket hög.<sup>30</sup>

I Sveriges konvergensprogram för år 2012 kommenterade regeringen de obalanser som kommissionen identifierat. Regeringen säger sig dela uppfattningen att det är viktigt med en förebyggande politik för att motverka de makroekonomiska riskerna med en hög skuldsättning hos hushållen. Regeringen påpekade att analysen visar att bolånetakets effekter är positiva

<sup>27</sup> Lars E. O. Svensson har tydligt tagit ställning emot att inkludera tillgångspriser i den penningpolitiska bedömningsgrunden. Flera andra direktionsmedlemmar anser dock att man inte kan bortse från tillgångspriserna i det penningpolitiska beslutet även om dess vikt synes vara begränsad. Se bland annat protokollen från de penningpolitiska mötena.

<sup>28</sup> Protokoll från Samverkansrådets första möte den 24 februari 2012.

<sup>29</sup> Flera bedömare har diskuterat finanspolitikens roll. Assar Lindbeck skrev på DN-debatt den 17 juli 2012: "det räcker inte att finanspolitiken håller statsfinanserna under kontroll, det vill säga att budgetunderskott och statsskuld begränsas. Finanspolitiken har också en samhällsekonomisk uppgift – i detta speciella fall att tygla kostnadsutvecklingen och att motverka prisbubblor på fastighetsmarknaden."

<sup>30</sup> Europeiska kommissionen (2012).

och att "Finansinspektionen tyder resultaten som att de svenska bolånen i dagsläget inte hotar den finansiella stabiliteten." Någon egen bedömning gav regeringen dock inte. Regeringens kommentarer i övrigt begränsade sig till att den låga räntekvoten indikerade att hushållens skuldsättning inte utgjorde ett problem. Något omdöme huruvida utvecklingen hotade den makroekonomiska stabiliteten gav regeringen inte.

Samtidigt har finansminister Borg i ett annat sammanhang framfört en annorlunda syn. I Ekots lördagsintervju den 23 april 2011 sade Borg att "det är inte rimligt att vi har en allvarlig samhällsekonomisk obalans i form av hushållens upplåning och å andra sidan har en statlig aktör som driver på den utvecklingen". I samma intervju säger Borg att om det inte går att sälja SBAB måste regeringen genom styrningen av SBAB klargöra att de måste minska sin riskexponering. Det kunde enligt Borg ske genom att bolaget inte driver på för att få bort topplån och amorteringar.

En samlad bild är att många är oroliga för utvecklingen på fastighetsmarknaden och hushållens skulduppbyggnad men det tycks inte vara helt klarlagt vem som ansvarar för vad rörande denna frågeställning. Regeringen tillsatte emellertid i februari 2011 den så kallade Finanskriskommittén som bland annat har i uppdrag att analysera ansvarsfördelningen och samspelet mellan olika myndigheter.

Många faktorer har bidragit till den kraftiga skulduppbyggnaden. Den främsta förklaringsfaktorn torde vara den kraftiga räntenedgången. Utlåningsräntan på ett femårigt bostadslån låg på 9,5 procent i början av år 1996 men sjönk till cirka 3,5 procent år 2005. Under samma period sjönk tremånadersräntan för bolån från nära 9 procent till 2,5 procent. Samtidigt blev det allt vanligare att hushåll valde amorteringsfria lån. Idag amorterar endast en tredjedel av bolånetagarna. Bägge dessa faktorer innebar att hushållen klarade av betydligt större lån än tidigare och de därigenom kunde bjuda mer för de fastigheter de var intresserade av. I Riksbankens utredning om riskerna på svenska bostadsmarknaden görs en regressionsanalys där uppgången i fastighetspriserna sedan år 1996 till 35 procent förklaras av fallande realräntor.<sup>31</sup>

Än större förklaringsvärde har emellertid uppgången i hushållens disponibla inkomster enligt analysen i Riksbankens utredning. Författarna noterar emellertid samtidigt att de reala bostadspriserna var i stort sett desamma i Amsterdam år 1996 som 300 år tidigare samt att de norska reala bostadspriserna var desamma år 1990 som hundra år tidigare. Enligt den amerikanska ekonomen Schiller var de reala bostadspriserna i USA knappt 10 procent högre i slutet av 1990-talet än hundra år tidigare. I dessa fall

<sup>31</sup> Claussen, Jonsson och Lagervall (2011).

fick en mycket kraftig uppgång i den disponibla inkomsten uppenbarligen inget genomslag på de reala bostadspriserna vilket står i skarp kontrast med resultatet från regressionsanalysen avseende den svenska utvecklingen från år 1996.

Ett bidrag till skulduppbyggnaden i Sverige var att långivarna blev generösare med belåningsgrad och tog bort eller reducerade kraven på amortering.

Stigande skuldsättning och fastighetspriser går hand i hand. Den oro som finns är att sambandet även kommer att gälla åt andra hållet. Ett fall i prisnivån kommer i så fall att leda till skuldsanering hos hushållen. En sådan utveckling riskerar att leda till svag tillväxt och svag sysselsättningsutveckling under en länge period och i extremfallet till att den finansiella stabiliteten i landet hotas.

#### 4.1 Sammanfattande iakttagelser

Svenska hushålls skuldsättning och de stigande fastighetspriserna har varit en källa till diskussion och oro under flera år. Om de ekonomiska förutsättningarna skulle ändras och hushållen tvingas till en snabb skuldminskning i kombination med fallande huspriser, skulle detta kunna få kraftigt negativa konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen i Sverige. Dessa risker har uppmärksammats vid ett flertal tillfällen av bland annat Riksbanken och EU. Visserligen har både ökningstakten på fastighetspriserna och hushållens skuldsättning avtagit under senare tid men bägge befinner sig fortfarande på en hög nivå.

SBAB:s verksamhet är en del av denna utveckling. Såsom en icke oansenlig aktör på bolånemarknaden, med ett uppdrag från staten att påverka denna del av kreditmarknaden genom att bidra till mångfald och konkurrens, är det av särskild vikt att staten inte bidrar till större ekonomiska obalanser genom ett statligt bolags agerande.

## 5 SBAB:s finansieringskostnader

Under åren har flera konkurrenter hävdat att SBAB har gynnats av att vara statligt ägt och därför kunnat räkna med hög rating och lägre upplåningskostnader än vad ett motsvarande privatägt bolag skulle få. Förvisso är det alltid en fördel att ha en kapitalstark ägare med högt förtroende, speciellt i oroliga tider. SBAB har också haft en högre rating än sina konkurrenter med undantag av den allra senaste tiden, se tabell 4. Detta har reducerat SBAB:s upplåningskostnad.

Tabell 4. SBAB/SEB rating\* vid årets slut

	SBAB		SEB	
2011	A+	Stable	A+	Stable
2010	A+	Stable	A	Stable
2009	A+	Stable	A	Negative
2008	A+	Developing	A+	Negative
2007	AA-	Developing	A+	Stable
2006	AA-	Stable	A+	Stable
2005	AA-	Stable	A	Positive
2004	AA-	Stable	A	Stable
2003	AA-	Stable	A	Stable
2002	AA-	Stable	A-	Stable
2001	AA-	Negative	A-	Stable
2000	AA-	Negative	A-	Stable
1999	AA-	Negative	A-	Negative
1998	AA-	Negative	A	Negative
1997	AA-	Negative	A	Stable
1996	AA-	Negative	A-	Positive
1995	AA-	Negative	A-	Stable
1994	AA-	Stable	A-	Negative

Källa: Standard & Poor \*Upplåning i lokal valuta

En jämförelse av SBAB:s upplåningskostnad via bostadsobligationer visar emellertid att kostnaden ligger nära konkurrenternas motsvarighet, det skiljer under senare år bara några punkter mellan SBAB:s och Nordea hypoteks obligationsräntor till SBAB:s fördel. I diagram 16 nedan är skillnaden över sex år i princip noll. SBAB:s rating och det faktum att upplåningskostnaderna ligger nära konkurrenternas utgör ett tecken på att SBAB gynns av att ha en statlig ägare. Men det utgör inte en grund för att påstå att SBAB haft så förmånliga upplåningskostnader att de kunnat konkurrera med priset på ett otillbörligt sätt. Det statliga ägandet kan sägas ha motverkat den konkurrensnackdel som SBAB haft som litet bolag. Därigenom har SBAB fått möjlighet att konkurrera på ungefär lika villkor med storbankerna vad gäller upplåningskostnad på marknaden.

**Diagram 16.** Skillnad i obligationsränta mellan SBAB och Nordea



Anmärkning: SCBC 127-Nord Hypo 5520. Nordeaobligationen förfaller två månader senare än SBAB:s.



Vidare kan det konstateras att SBAB först från och med år 2006 haft möjlighet att ta emot vanlig inlåning, vilket har varit en billig finansieringsform för konkurrenterna. Innan den förändringen beslöts får SBAB sägas haft en nackdel i termer av finansieringskostnader jämfört med sina konkurrenter. Våra intervjuer tyder dock på att skillnaden i finansieringskostnader varit begränsad även tidigare.<sup>32</sup>

### 5.1.1 Ägarklausulen i SBAB:s obligationsprogram

SBAB har också haft en fördel av att bolaget har en ägarklausul i sina obligationsvillkor för så kallad senior skuld som inte är säkerställd eller efterställd. Klausulen har bidragit till att SBAB:s upplåningskostnad för senior skuld varit i nivå med motsvarande upplåningskostnader för övriga storbanker. Utan denna klausul skulle SBAB:s upplåningskostnad vara högre.

Ägarklausulen innebär förenklat att obligationsinnehavaren har rätt att inlösa sin obligation vid en ägarförändring som innebär att statens röstandel i SBAB understiger 51 procent. Denna klausul täckte den 30 juni 2012 lån på cirka 84 miljarder kronor vilket motsvarade ungefär en tredjedel av stocken emitterade värdepapper. Vid en ägarförändring kan obligationsinnehavaren välja att behålla obligationen eller att lösa in den i förtid.

Rätt till förtida inlösen skulle kunna påverka ägarens utfall vid en transaktion. Staten och SBAB har därtill en inbyggd ränterisk vid en försäljning då kostnaderna skulle öka kraftigt om räntan skulle vara högre när lånen läggs om.

Ägarklausulen skapar även en inlåsnings effekt som kan försvåra en försäljning. Det kan medföra att bara 49 procent kan säljas i steg 1, medan resterande del får överföras först när lånen med ägarklausul omförhandlats eller lösts. Det innebär att köparen i så fall inte direkt får full kontroll över bolaget och att säljaren staten har kvar ansvar tills lånen omförhandlats eller lösts. Ägarklausulen visade sig också vara en komplicerande faktor i diskussionerna med potentiella köpare såväl år 2001 som år 2007.

Detta innebär vidare att köparen måste ha en betydande upplåningskapacitet eftersom de inlösta obligationerna måste ersättas. Det kan begränsa den potentiella kretsen av köpare.

<sup>32</sup> Intervju med Christer Malm, SBAB:s vd under 1999–2004, den 29 maj.

Genom att riksdagen styr över en eventuell försäljning av SBAB så kan klausulens förpliktelser inte materialiseras av en yttre händelse. Regeringen kan således inför en eventuell försäljning planera för att alla investerare kräver inlösen av obligationer med ägarklausul.<sup>33</sup> Ett alternativ är att staten garanterar dessa förpliktelser övergångsvis även efter en ägarförändring.

En sammantagen bild är att det är en styrka att ha en statlig ägare, åtminstone så länge statens finanser är i god ordning, men att den praktiska fördelen för SBAB:s del har varit relativt begränsad. Under den period då SBAB drev sin prispressarstrategi baserades den inte på låga finansieringskostnader utan på marginalpress som kompensades av volymtillväxt.

---

<sup>33</sup> Återköp ska ske 90 dagar efter att SBAB informerat investerarna om deras rätt att begära förtida återköp. En sådan information ska ske tidigast 60 dagar och senast 30 dagar innan ägarförändringen.

## 6 Regeringens styrning av SBAB

Ett av SBAB:s uppdrag har varit att verka för mångfald och konkurrens på bolånemarknaden. Under årens lopp har många politiker och andra aktörer argumenterat för att SBAB ska ha en aktiv roll och pressa ned marginalerna på bolån. Varken riksdagen eller regeringen har emellertid givit SBAB något samhällsuppdrag. Styrningen av bolaget har främst skett genom att ägaren valt styrelse och genom att ansvarig minister eller statssekreterare har haft mål- och resultatdiskussioner med styrelsens ordförande samt i vissa fall även med verkställande direktören. Ett annat styrinstrument är avkastningskravet. Bolagsordningarna är ytterligare ett verktyg för ägaren men generellt har dessa varit allmänt utformade och inte gett någon tydlig vägledning. Dessa behandlas därför inte vidare här.

### 6.1 Allmänna styrningsfrågor

Kännetecknande för styrningen av SBAB har varit att bolagets styrelse och ledning haft stor frihet att självständigt utforma sin strategi. Det har varit en uttalad hållning från ägaren att inte lägga sig i affärsmässiga beslut. Icke desto mindre har ägaren i enstaka fall haft synpunkter på vad som kan betraktas som affärsmässiga frågeställningar.

Regeringen har aldrig specificerat innebörden av uppdraget att verka för mångfald och konkurrens på bolånemarknaden eller följt upp hur bolaget uppfyllt detta mål. Det har varit upp till SBAB att tolka innebörden av uppdraget och omsätta det till strategier. Bolaget har sedan det verkade i full konkurrens med andra bolånegivare med ett undantag självt tagit initiativ till alla förändringar.

Undantaget var i samband med en diskussion om SBAB:s framtid år 1998. Då beställdes på Finansdepartementets initiativ en konsultrapport för att belysa bolagets framtidsutsikter.<sup>34</sup> I den efterföljande diskussionen var huvudalternativen att sälja eller utveckla bolaget. I slutändan valdes

<sup>34</sup> Rapporten utfördes av konsultbolaget Carta år 1998. Varken SBAB eller Finansdepartementet har dock arkiverat rapporten. Carta köptes år 1999 upp av det amerikanska bolaget Booz & Company som inte heller har rapporten kvar. Rapportens innehåll har återberättats av före vd:n Christer Malm vid en intervju 2012-05-29 och före styrelseordföranden Ingemar Eliasson vid en intervju 2012-10-12.

expansionsspåret med en uttalad ambition att bolaget skulle säljas så småningom.<sup>35</sup>

Intervjuer med företrädare för Finansdepartementet har givit en något skiftande bild av ägarens förhållningssätt över tid. Enligt nuvarande representanter för ägaren på tjänstemannanivå har ägaren under senare år inte givit SBAB några instruktioner om dess räntesättning eller hur hög belåningsgraden ska vara.<sup>36</sup> Detta gäller såväl förhandsbesked som eventuella synpunkter i efterskott. Den tjänsteman i Regeringskansliet som ansvarade för SBAB när bolaget år 2005 höjde belåningsgraden till 95 procent framhåller att åtgärden genomfördes i samförstånd mellan bolaget och ägaren.

SBAB:s förre vd Christer Malm menade att det tidigare fanns meningsskiljaktigheter beträffande belåningsgraden.<sup>37</sup> Enligt honom var Finansdepartementet inledningsvis negativt till att höja den högsta tillåtna belåningsgraden från 70 till 75 procent år 2003. Först efter en längre diskussion accepterade Finansdepartementet höjningen.

Regeringen har givit SBAB:s styrelse och bolagsledning frihet att tolka sitt uppdrag och att skapa en affärsmodell efter eget gottfinnande. Det framgår också att under olika perioder har SBAB drivit olika strategier. Prispressarstrategin var tydlig under Christer Malms tid som vd men övergavs så småningom av påföljande vd Eva Cederbalk. SBAB genomförde en strategiutredning under Cederbalks ledning som resulterade i slutsatsen att bolaget på sikt inte kunde vara ett enproduktbolag med en prispressarstrategi och samtidigt uppfylla regeringens avkastningskrav. Prispressarstrategin kom således i konflikt med avkastningskravet. Det faktum att Swedbank lanserade en bästa prisgaranti år 2006 bidrog också till att prispressarstrategin avslutades.

Därefter blev huvudstrategin att bredda bolaget. Även denna gång var detta på bolagets eget initiativ. Vi har inte någon information som tyder på att ägaren haft några invändningar mot hur ledning och styrelse skött bolaget efter tveksamheten i samband med höjningen av belåningsgraden till 75 procent år 2003.

Vid ett tillfälle agerade ägaren aktivt. Kring millennieskiftet diskuterade SBAB med ägarens goda minne med ett antal andra aktörer om olika former av samarbete samt om försäljning av bolaget. Under sensommaren år 2001 var en aktör redo att köpa SBAB. I ett mycket sent skede avstyrde dock ägaren affären.

<sup>35</sup> Intervju med Christer Malm, SBAB:s vd under åren 1999–2004, den 29 maj.

<sup>36</sup> Intervju med Finansdepartementet den 22 augusti och den 30 augusti 2012.

<sup>37</sup> Intervju med Christer Malm, SBAB:s vd under åren 1999–2004, den 29 maj.

## 6.2 Risker på kreditmarknaden

Flera bedömare, inklusive EU-kommissionen, anser att hushållens skulduppbyggnad och prisutvecklingen på fastigheter utgör en makroekonomisk obalans. Regeringens hållning har inte varit entydig över tiden. I vissa sammanhang tonas problembilden ned, i andra betonas den. Det kan dock konstateras att regeringen inte genomfört några kraftfulla åtgärder för att dämpa utvecklingen. Finansinspektionen införde ett bolånetak på 85 procent hösten år 2010 vilket enligt dess egen bedömning har haft en dämpande effekt.

Mot den bakgrunden bör frågan ställas om SBAB:s agerande bidrog till att driva på prisutvecklingen på fastighetsmarknaden och öka på hushållens skuldsättning. En sådan utveckling varnade Riksbanken för och om så var fallet kan SBAB:s bidrag till den ökade privata skuldsättningen ha försvårat möjligheterna att upprätthålla makroekonomisk stabilitet.

SBAB:s beslut att höja belåningsgraden från 75 till 95 procent år 2005 bidrog till att spä på skulduppbyggnaden och bostadspriserna. De övriga bankerna hade en gräns på 85 procent, vilken ibland överskreds, av marknadsvärdet för bottenlån. Över den gränsen erbjöd de kunderna topplån, i extremfallet täcktes hela köpeskillingen av lån. Topplån gavs till en ränta som ofta låg cirka 1–1,5 procentenheter över räntan på bottenlånet. SBAB:s konstruktion med samma ränta, om än aningen högre, upp till 95 procent av marknadsvärdet medförde att hushållens möjlighet att ta större lån ökade. På så sätt bidrog SBAB till en ökad skuldsättning och till högre fastighetspriser. En tillströmning av kunder i samband med höjningen av bolånegraden visar att kunderna uppskattade åtgärden och utgör en indikation på att den fick effekt.

SBAB:s bidrag till utvecklingen får emellertid betraktas som marginellt. Bolagets andel av bolånemarknaden uppgick till knappt 10 procent år 2005 och storbankerna konkurrerade redan med hög belåningsgrad. Enligt Claes Kjellander, styrelseordförande vid den aktuella tidpunkten, gjorde SBAB öppet i stort sett samma sak som storbankerna redan gjorde ”i smyg”.<sup>38</sup> Mediebilden var emellertid att SBAB hade generösare kreditvillkor. Därtill var deras krav på amortering på 15 år för den del av lånet som översteg 85 procent av marknadsvärdet mer utsträckt än de 10 år som många konkurrenter krävde. Sätillvida drev SBAB på utvecklingen.<sup>39</sup>

<sup>38</sup> Intervju den 4 september 2012.

<sup>39</sup> SBAB tonar ned effekten av den höjda belåningsgraden. Styrelseordförande Claes Kjellander skrev i Svenska dagbladet den 24 februari 2010 ”SBAB erbjuder belåning upp till 95 procent, men för att få detta ställer vi hårda krav: kunden måste ha en god ekonomisk situation både idag och historiskt, kunden måste amortera på den del av lånet som överstiger 85 procent av värdet, teckna ett låneskydd som betalar lånekostnader vid arbetslöshet eller sjukskrivning, samt klara av en räntehöjning till i dagsläget sju procent. Vi anser alltså att helhetsbilden av kundens ekonomiska situation är betydligt viktigare att ta hänsyn till vid kreditgivning än just belåningsgraden i sig.”

Enligt relativt samstämmiga uppgifter togs beslutet på affärsmässiga grunder av SBAB. Ägarens princip var att inte lägga sig i affärsmässiga beslut.<sup>40</sup> Vid denna tidpunkt var staten största ägare i Nordea och inte heller där agerade staten för att Nordea skulle ta hänsyn till problematiken med den snabba skulduppbyggnaden och prisuppgången på fastigheter.

En möjlig slutsats är att regeringen gjort bedömningen att hushållens skulduppbyggnad och den kraftiga uppgången i fastighetspriserna inte utgjort ett allvarligt problem. Det är genuint svårt att förutse såväl problemets vikt som när en anpassning kan komma till stånd. I en tidigare granskning konstaterade Riksrevisionen att det finns olika faser när det gäller insikten av riskerna i uppbyggnaden av makroekonomiska obalanser.<sup>41</sup>

Det är svårt att avgöra i vilket fas regeringen befunnit sig i eller befinner sig i. För drygt ett år sedan sade finansminister Anders Borg att hushållens höga skuldsättning utgjorde en allvarlig samhällsekonomisk obalans men i konvergensprogrammet år 2012 är den implicita slutsatsen att problemet är begränsat. Regeringen skriver där:

*För att bedöma om hushållens skuldsättning utgör en obalans är det lämpligt att titta på hushållens möjlighet att varaktigt kunna bära de löpande ränteutgifterna och eventuella krav på amorteringar. I 2011 års uppdaterade konvergensprogram visades att mycket få hushåll har höga ränteutgifter, och att dessa förblir måttliga även vid ett normalt ränteläge. För 2012 beräknas endast 2,7 procent av hushållen ha ränteutgifter före skatteavdrag som överstiger 25 procent av deras disponibla inkomster, vilket är markant lägre än 1994 då motsvarande andel uppgick till 6,8 procent av hushållen.*

År 2005 var problembilden mindre tydlig även om Riksbanken hade påpekat att utvecklingen inte var långsiktigt hållbar. Det var också en relativt omfattande diskussion i media om det lämpliga i att ha en belåningsgrad på 95 procent. I budgetpropositionen för år 2006 som lades hösten år 2005 fanns det emellertid ingen diskussion om hushållens skuldsättning och fastighetspriserna.

<sup>40</sup> En tjänsteman på Finansdepartementet hävdar att beslutet om höjd belåningsgrad togs i samförstånd mellan bolaget och ägaren.

<sup>41</sup> Riksrevisionen (2011).

### 6.3 Finansdepartementets dubbla roller

Genom att statens ägarfunktion finns på Finansdepartementet under finansmarknadsministern ligger både statens roll som reglerare av finansmarknadsfrågor och ägarfunktionen för SBAB under samma statsråd. Det innebär att Finansdepartementet blir både ”spelare och domare” vilket om möjligt bör undvikas. Ägarutredningen<sup>42</sup> konstaterar på ett mer allmänt plan att nuvarande organisation inte håller isär statens dubbla roller som reglerare och företagsägare tillräckligt tydligt.

I nuläget hanterar Finansdepartementet den potentiella målkonflikten genom att separera reglerarfrågor och ägarfrågor så att två olika statssekreterare ansvarar för respektive del. Dock kvarstår faktum att finansmarknadsministern ansvarar för bägge områden.

Regeringens kollektiva ansvar accentuerar målkonflikten inom Regeringskansliet mellan rollen som reglerare och ägare. Ägarutredningen föreslog en självständigt ansvarig organisation för den operativa ägarförvaltningen vilket skulle separera ägarrollen från Regeringskansliets övriga funktioner, inklusive reglerarrollen. Utredningens betänkande bereds för närvarande i Finansdepartementet men någon tidsplan för en proposition föreligger ännu inte.

### 6.4 Sammanfattande iakttagelser

SBAB har utvecklat och förändrat sin affärsstrategi vid ett flertal tillfällen över åren. Gemensamt för dessa tillfällen är att förändringarna i stort har skett på företagets initiativ. Bolaget kan därför sägas ha haft stor frihet att utveckla och förändra sin affärsstrategi i förhållandet till ägaren. Regeringen har heller aldrig specificerat innebörden av att SBAB ska bidra till mångfald och konkurrens och således heller inte påverkat eller följt upp verksamheten.

SBAB:s beslut att höja belåningsgraden från 75 till 95 procent år 2005 bidrog till att spä på skulduppbyggnaden och bostadspriserna. Bidraget får emellertid betraktas som marginellt då andra aktörers agerande inte skiljde sig markant från SBAB:s. Regeringen vidtog inte några kraftfulla åtgärder för att hindra skulduppbyggnaden och uppgången i fastighetspriserna.

<sup>42</sup> SOU 2012:14, *Ekonomisk värde och samhällsnytta – förslag till en ny statlig ägarförvaltning*.

När det gäller hur regeringen organiserat arbetet internt inom Regeringskansliet finns det ett inneboende problem med dubbla roller när staten är ägare och reglerare på samma marknad. Detta problem gäller även statens roller när det gäller SBAB. Regeringen och Finansdepartementet har dock försökt göra det bästa av situationen genom att separera frågorna mellan två statssekreterare.



## 7 Slutsatser och rekommendationer

I kapitel 1 ställdes tre granskningsfrågor:

1. Har SBAB uppnått de mål som ägaren satt för företaget?
2. Har regeringens styrning av SBAB varit effektiv och ändamålsenlig?
3. Har regeringen i styrningen av SBAB på ett ändamålsenligt sätt beaktat risker för den ekonomiska utvecklingen som SBAB kunnat bidra till?

I det här kapitlet besvaras dessa granskningsfrågor mot bakgrund av den information och de iakttagelser som presenterats i kapitel 2–6.

### 7.1 Har SBAB uppnått de mål som ägaren satt för företaget?

SBAB har haft två mål från ägaren. Det övergripande målet har varit att bolaget ska vara värdeskapande för medborgarna. Därutöver har ägaren uttalat att bolaget ska bidra till mångfald och konkurrens på bolånemarknaden.

#### 7.1.1 *Har SBAB levt upp till ägarens avkastningskrav?*

SBAB:s lönsamhetsmål, eller avkastningskrav, är det mål som ägaren ställt på företaget för att bolaget ska skapa ett ekonomiskt värde för medborgarna. SBAB har i stort levt upp till det avkastningskrav som ägaren ställt på företaget. Detta avkastningskrav är emellertid knutet till nivån på den femåriga statsobligationsräntan. Eftersom den allmänna räntenivån har varit sjunkande har också ägarens avkastningskrav sjunkit i motsvarande mån. Från att ha legat på drygt 10 procents avkastning på eget kapital runt millennieskiftet kommer det att sjunka till runt 7 procent år 2013. SBAB:s resultat i förhållande till storleken på det egna kapitalet har sjunkit i takt med avkastningskravet under den period som studerats här. Företaget måste dock anses ha levt upp till det krav på lönsamhet som ägaren ställt.

SBAB:s resultat efter skatt har varit i stort sett oförändrat i förhållande till utlåningen under den period som här har granskats. Det kan synas förvånande att företaget inte har kunnat uppvisa några skalfördelar då utlåningen i det närmaste har fördubblats sedan år 2000. En verksamhet som SBAB:s är förknippad med väsentliga fasta kostnader. Detta bör leda till att resultatet i förhållande till utlåningen stiger när utlåningen ökar.

SBAB har inte skapat värde för ägaren i den bemärkelsen att bolagets värde ökat över tiden. Det egna kapitalet har förvisso ökat betydligt men de värderingar vi tagit del av på plats tyder på att marknadsvärdet i dag inte är högre än för tio år sedan. SBAB:s utveckling är dock i paritet med branschen i övrigt då inte heller storbankernas börsvärde ökat under samma period.

### 7.1.2 *Har SBAB bidragit till konkurrensen på bolånemarknaden?*

SBAB har haft ett uppdrag från ägaren att bidra till mångfald och konkurrens på bolånemarknaden. Detta uppdrag har dock varit underordnat lönsamhetskravet i den meningen att ägaren inte har accepterat att avkastningen på SBAB skulle vara lägre än vad som är företagsekonomiskt motiverat för att öka konkurrensen. Ägaren har heller inte definierat målet närmare, vilket gör det svårt att utvärdera.

SBAB bidrog under åren efter millennieskiftet till att minska den genomsnittliga marginalen på bolån. Under denna period får SBAB sägas ha givit ett aktivt bidrag till en ökad konkurrens på bolånemarknaden. Denna prispressarfunktion kom dock att spela ut sin roll i och med att andra banker började med "lägsta prisgaranti". Sedan prispressarambitionen övergavs har SBAB:s marknadsandel också varit i stort oförändrad på den privata bolånemarknaden. SBAB var också först med att ta bort skillnaden i räntor på lån till villor och bostadsrätter.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att SBAB sannolikt har haft en effekt på bolånemarknadens funktionssätt under den period som granskningen har avsett. Denna effekt har dock minskat över tid och det är svårt att utrona hur stort bidrag till mångfalden och konkurrensen som SBAB ger idag.

## 7.2 **Har regeringens styrning av SBAB varit effektiv och ändamålsenlig?**

Regeringen har haft som huvudlinje att inte aktivt styra SBAB. Bolaget har, med något undantag, självständigt beslutat om verksamheten inklusive villkoren för utlåning och räntesättning. Ägaren har accepterat de förändringar som SBAB har genomfört, en hållning som är i linje med att bolaget svarar för de affärsmässiga besluten även om ägaren (eventuellt) kan ha en avvikande åsikt.

### 7.2.1 Ägarklausulen

Ägarklausulen i delar av SBAB:s obligationsprogram utgör en försvårande faktor inför en eventuell försäljning och visade sig vara problematisk vid försäljningsförsöken år 2001 och 2007–2008. Klausulen kan leda till att investerarna kräver förtidsinlösen av lån på 84 miljarder kronor (per den 30 juni 2012) om staten säljer 50 procent av bolaget eller mer. Alternativt kan staten tvingas kvarstå som garant under en övergångsperiod.

Eftersom regeringen avser att sälja SBAB, när och om riksdagen samtycker, borde regeringen utvärdera vilka komplikationer som ägarklausulen kan medföra. Ett alternativ vore att inte tillåta ägarklausuler för nya lån så att stocken med sådana lån minskar över tid. Fram till slutet av år 2014 förfaller 75 procent av den utestående stocken av lån med ägarklausul. Nackdelen med en sådan åtgärd är att SBAB:s upplåningskostnader skulle stiga utan en ägarklausul. Rent matematiskt innebär en högre upplåningskostnad att vinsten minskar och därmed skulle värdet av bolaget sjunka. En köpare måste emellertid räkna på vilken upplåningskostnad bolaget skulle få med ny ägare.

### 7.2.2 Avkastningskravet

Ett av de viktigaste verktygen i styrningen av de statliga bolagen är de avkastningskrav ägaren sätter för bolaget. Det är till för att säkerställa värdeskapandet och möjliggöra en utvärdering. SBAB:s avkastningskrav formulerades år 1996 och innebär att avkastningen efter skatt i förhållande till eget kapital ska uppgå till den 5-åriga räntan på statsobligationer i genomsnitt över en konjunkturcykel plus fem procentenheter. Eftersom räntorna har sjunkit kraftigt sedan dess har kravet sjunkit från drygt 10 procent runt millennieskiftet till cirka 7 procent idag. Det innebär att medborgarnas förväntade avkastning på det satsade kapitalet sjunkit med 30 procent, samtidigt som kapitalet som ligger samlat i bolaget, det egna kapitalet, fördubblats under samma period. Jämfört med storbankerna är detta avkastningskrav i dagsläget märkbart lägre och i förhållande till andra statliga bolag är det bland de lägsta.

Frågan är då om ägarens avkastningskrav är relevant och bidrar till en effektiv utveckling av bolaget. Med tanke på att det nuvarande låga ränteläget sannolikt kommer att bestå ännu ett tag kommer avkastningskravet som det nu är formulerat att vara fortsatt lågt under de kommande åren. Det är också oklart på vilket sätt som SBAB:s intjäningsförmåga är knutet till det allmänna ränteläget. Räntenettet är skillnaden mellan den ränta SBAB erhåller på sin utlåning och den ränta som företaget får betala för sin upplåning. Nettot är dock inte särskilt beroende av det allmänna ränteläget i ekonomin. Detta visades med all önskvärd tydlighet under år 2009 då räntenettet steg kraftigt

trots sjunkande marknadsräntor. Även de andra posterna på resultaträkningen torde ha begränsad koppling till ränteläget, med möjligt undantag för förvaltningen av likviditetsreserven.

I skrivelsen Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2011 skriver regeringen att lönsamhetsmålen för statliga bolag ska beakta ”bolagets affärsplan liksom bedömningar och jämförelser med utgångspunkt i bolagets bransch”.<sup>43</sup> År 1996 infördes avkastningskravet med motiveringen att detta motsvarar den långsiktiga avkastningen på börsen. Med andra ord kan denna avkastning motsvara en alternativkostnad för ägaren. Måttet säger dock lite om möjligheten till avkastning på den verksamhet som SBAB bedriver, utan skulle snarare kunna tjäna som underlag till investeringsbeslut för ägaren. Det är tydligt att denna motivering inte är i överensstämmelse med den grund som regeringen idag har för sina lönsamhetsmål för de statliga företagen.

### 7.2.3 Utdelningspolicyn

Ägarens princip för utdelning är att en tredjedel av vinsten ska delas ut varje år. SBAB har inte lämnat någon utdelning till ägaren sedan år 2005. Orsaken har varit en önskan från bolagets sida att öka det egna kapitalet så att en fortsatt expansion kunde ske. Det är tydligt att utdelningsprincipen inte har varit styrande för ägarens agerande utan att kravet på ett högre eget kapital har varit överordnat. När bolaget ansett sig behöva ett större eget kapital har ägaren samtyckt till att avstå från utdelning.

I skrivelsen Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2011 poängterar regeringen att ”bolag som i dialogen med ägaren kan trovärdiggöra en plan för värdeskapande tillväxt bör, allt annat lika, kunna behålla en större andel av vinstmedlen och därmed ha en mer återhållen utdelningspolicy”. SBAB har haft en önskan att utveckla verksamheten och ett behov av högre eget kapital under denna period. Dock har, som tidigare visats, värdeskapandet varit tämligen begränsat.

<sup>43</sup> Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2011, s 31.

### 7.3 Har regeringen beaktat risker för den ekonomiska utvecklingen som SBAB kunnat bidra till?

Regeringen har inte haft några synpunkter på SBAB:s val av belåningsgrad och har inte beaktat att SBAB genom att höja belåningsgraden till 95 procent bidrog till uppbyggnaden av makroekonomiska obalanser i form av hög skuldsättning hos hushållen och stigande fastighetspriser. SBAB:s bidrag får emellertid betecknas som marginellt då deras agerande inte skilde sig från andra aktörers på ett avgörande sätt. Dock ställdes frågan om hög belåning på sin spets genom SBAB:s agerande.

En intressant frågeställning i sammanhanget är om statens trovärdighet som kontrollant och i förlängningen bekämpare av samhällsekonomiska obalanser påverkas av att statens helägda bolag driver på existerande obalanser. Granskningen har inte kunnat påvisa att regeringen vägt in denna trovärdighetsaspekt.

Regeringen har inte gett SBAB några särskilda direktiv när det gäller att ändra sin inriktning på utlåningsverksamheten på grund av växande makroekonomiska obalanser. Finansinspektionen införde ett bolånetak 2010 för att ur ett konsumentskyddsperspektiv motverka risker för att enskilda hushåll blir överbelånade. I övrigt kan det noteras att regeringen inte infört några kraftfulla åtgärder för att minska nämnda obalanser.

### 7.4 Rekommendationer

Med anledning av de iakttagelser som Riksrevisionen redogjort för och de slutsatser som dragits ovan lämnar Riksrevisionen följande rekommendationer:

- Regeringen bör rapportera till riksdagen på vilket sätt SBAB bidrar till mångfalden och konkurrensen på bolånemarknaden
- Regeringen bör utvärdera de risker som ägarklausulen medför och hur dessa kan minimeras inför en eventuell försäljning
- Regeringen bör utreda och överväga ett nytt avkastningskrav för SBAB som återspeglar den potential till avkastning som företagets verksamhet har
- Regeringen bör förtydliga utdelningsprincipen. Det faktum att ägaren på styrelsens förslag gjort undantag från principen under en följd av sju år visar att dagens princip inte är styrande.



## 8 Referenser

BKN (2010) En bostadsbubbla kostar.

Bostadsutskottet, betänkande 1994/95:BoU20, *Enhetlig räntesättning och finansiering av statliga bostadslån m.m.*

Bostadsutskottet, yttrande 1994/95:BoU2y.

Bostadsutskottet, yttrande 1995/95:BoU7y.

Claussen, Jonsson och Lagervall (2011), *En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige, i Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden.*

Economist (2010), *You can't keep 'em down. Houses remain overvalued in many countries where prices are now rising.* 15 april 2010.

Europeiska kommissionen (2012), Occasional Papers 108, *Macroeconomic imbalances – Sweden.*

Finansinspektionen (2012), *Den svenska bolånemarknaden.*

IMF (2012), Global house price monitor, *Will house price keep falling?*

Konkurrensverkets rapportserie: 1999:2, *Konkurrensen på bankmarknaden – betalningsförmedling och villkor för nya aktörer.*

Konkurrensverkets rapportserie: 2006:1, *Tillträdesvillkor för betalningssystemet – skillnader för små och stora banker.*

Lindbeck, Assar, artikel på DN-debatt den 17 juli 2012.

Regeringens proposition 1983/84:90 om *ändrade former för finansiering av bostadslån m.m.*

Regeringens proposition 1993/94:228 *Ombildning av Statens Bostadsfinansieringsaktiebolag, SBAB.*

Regeringens proposition 2005/06:1, *Budgetpropositionen för 2006.*

Regeringens proposition 2006/07:57, *Försäljning av vissa statligt ägda företag.*

Regeringens proposition 2008/09:104, *Utvidgning av uppdrag för Sveriges Bostadsaktiebolag, SBAB (publ).*

Regeringens skrivelse 2010/11:140, 2011 års redogörelse för företag med statligt ägande.

Regeringens skrivelse 2011/12:140, 2012 års redogörelse för företag med statligt ägande.

Regeringens proposition 2012/13:1, Budgetpropositionen för 2013.

Riksbanken, protokoll från penningpolitiska möten.

Riksrevisionen 2011:9, *Myndigheternas insatser för finansiell stabilitet – Lärdomar i ljuset av utvecklingen i Baltikum 2005–2007*.

Samverkansrådet, Protokoll från Samverkansrådets möte den 24 februari 2012.

SBAB:s årsredovisningar.

Sjöberg, Pål (2007), *Essays on Performance and Growth in Swedish Banking*, Institutionen för nationalekonomi med statistik, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

SOU 2012:14, *Ekonomisk värde och samhällsnytta – förslag till en ny statlig ägarförvaltning*.

Söderström, Hans Tson (1996), *Normer och ekonomisk politik*, SNS förlag.

### **Intervjuade personer**

*SBAB*

Fredrik Bergström

Christine Ehnström

*Tidigare anställda eller styrelsemedlemmar för SBAB*

Eva Cederbalk

Ingemar Eliasson

Claes Kjellander

Christer Malm

Göran Lauren

*Finansdepartementet*

Kristina Ekengren

Martin Janhäll

Hanna Lagercrantz

Erik Thedéen

Michael Thorén

Ewa Widgren

*Tidigare vid Regeringskansliet*

Curt Malmborg

Leif Pagrotsky

Erik Åsbrink



## Tidigare utgivna rapporter från Riksrevisionen

Alla Riksrevisionens tidigare utgivna rapporter finns tillgängliga på [www.riksrevisionen.se](http://www.riksrevisionen.se)

2011	2011:1	Säsongarbetslösa och arbetslöshetsförsäkringen – omställningsförsäkring eller yrkesförsäkring?
	2011:2	Använder lärosätena resurserna effektivt? Effektivitet och produktivitet för universitet och högskolor
	2011:3	Oförbrukade forskningsbidrag vid universitet och högskolor
	2011:4	IT inom statsförvaltningen – har myndigheterna på ett rimligt sätt prövat frågan om outsourcing bidrar till ökad effektivitet?
	2011:5	Statliga IT-projekt som överskrider budget
	2011:6	Kostnadskontroll i stora järnvägsinvesteringar?
	2011:7	Trafikverkens produktivitet – hur mycket infrastruktur för pengarna?
	2011:8	Klimatinsatser utomlands – statens köp av utsläppskrediter
	2011:9	Myndigheternas insatser för finansiell stabilitet – Lärdomar i ljuset av utvecklingen i Baltikum 2005–2007
	2011:10	Biodrivmedel för bättre klimat – Hur används skattebefrielsen?
	2011:11	Tydlighet och transparens i budgetpropositionen för 2011? – Redovisningen av finans- och sysselsättningspolitiska ramverk
	2011:12	Statens stöd till studieförbunden
	2011:13	Leverans på utsatt tid? En granskning av försvarets internationella materielsamarbeten
	2011:14	Svenska bidrag till internationella insatser
	2011:15	Försvarmaktens stöd till samhället vid kriser
	2011:16	Statliga insatser för akademiker med utländsk utbildning – förutsägbara, ändamålsenliga och effektiva?
	2011:17	Samordning av stöd till barn och unga med funktionsnedsättning – Ett (o)lösligt problem?
	2011:18	Brottsutsatt – Myndigheternas hantering av ekonomisk kompensation på grund av brott
	2011:19	Rätt information vid rätt tillfälle inom vård och omsorg – samverkan utan verkan?
	2011:20	Vad blev det av de misstänkta bidragsbrotten?
	2011:21	Användningen av basanslaget för forskning och forskarutbildning
	2011:22	Botniabanan och järnvägen längs Norrlandskusten – hur har det blivit och vad har det kostat?

- 2011:23 Lika betyg, lika kunskap? En uppföljning av statens styrning mot en likvärdig betygssättning i grundskolan
- 2011:24 Statliga myndigheters tjänsteexport
- 2011:25 It-stödet i rättskedjan
- 2011:26 Stabilitetsfonden – Gör den skäl för namnet?
- 2011:27 Att hantera brottmål effektivt – En utmaning för regeringen och rättsväsendet
- 2011:28 Medfinansiering av statlig infrastruktur
- 2011:29 Miljökrav i offentlig upphandling – är styrningen mot klimatmålet effektiv?
- 2011:30 Tillämpningen av det finanspolitiska ramverket.  
Regeringens redovisning i budgetpropositionen för 2012
- 2012 2012:1 Klimatrelaterade skatter – Vem betalar?
- 2012:2 Svensk klimatforskning – Vad kostar den och vad har den gett?
- 2012:3 DO och diskrimineringsfrågorna
- 2012:4 Att styra självständiga lärosäten
- 2012:5 Besparingar i försvarets materielförsörjning. Regeringens genomförandegrupp 2008
- 2012:6 Regelförenkling för företag – regeringen är fortfarande långt från målet
- 2012:7 Infrastrukturplanering – på väg mot klimatmålen?
- 2012:8 Citybanans regionala medfinansiering
- 2012:9 Effektivitetsmätning som metod för att jämföra arbetsförmedlingskontor
- 2012:10 Statens försäljningar av apotek
- 2012:11 Den nordiska stridsgruppen – Nordic Battlegroup 2011
- 2012:12 Tandvårdsreformen 2008 – når den alla?
- 2012:13 Skattekontroll av företag – urval, volymutveckling och uppföljning
- 2012:14 Trafikverkets upphandling av vägar och järnvägar – leder den till hög produktivitet?
- 2012:15 Staten på spelmarknaden – når man målen?
- 2012:16 Vem tar ansvar? – Statens tillsyn av information på tjänstepensionsmarknaden
- 2012:17 Godkänd? – Skolinspektionens prövningar av ansökningar från enskilda som vill bli skolhuvudmän
- 2012:18 Bemanningen av marinens och flygvapnets stående insatsförband

Beställning: publikationsservice@riksrevisionen.se



SBAB, Statens Bostadsfinansieringsaktiebolag (från 2011 SBAB Bank) är en statligt helägd bank med inriktning främst mot bolånemarknaden. Riksrevisionen har granskat regeringens styrning av SBAB, om bolaget har varit värdeskapande för medborgarna och om det har bidragit till konkurrensen på bolånemarknaden.

Av granskningen framkommer att avkastningen på statens investering i SBAB inte har varit hög och att bolagets bidrag till konkurrensen på bolånemarknaden inte är lika tydlig idag som tidigare. Dessutom har regeringen satt ett lågt och sjunkande avkastningskrav på bolaget, som inte avspeglar bolagets potential.

Riksrevisionen rekommenderar bland annat regeringen att rapportera till riksdagen på vilket sätt SBAB bidrar till mångfalden och konkurrensen på bolånemarknaden. Eftersom SBAB ska skapa ett mervärde för skattebetalarna bör regeringen även överväga ett nytt avkastningskrav för SBAB, som återspeglar den potential till avkastning som företagets verksamhet har.

ISSN 1652-6597

ISBN 978-91-7086-297-7

Beställning:

[www.riksrevisionen.se](http://www.riksrevisionen.se)

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

Riksrevisionens publikationsservice

114 90 Stockholm

